

Proceedings

International Finance Conference
June 11~12, 2007, Seoul, Korea

Globalization and the Korean Financial Sector

세계화 시대의 한국 금융산업



세계 경제 연구원
Institute for Global Economics



미국 국제금융연합회
Institute of International Finance, Inc.

후원



신한은행
SHINHAN BANK

Proceedings

International Finance Conference

June 11-12, 2007, Seoul, Korea

Globalization and the Korean Financial Sector

세계화 시대의 한국 금융산업



세계경제연구원
Institute for Global Economics



미국 국제금융연합회
Institute of International Finance, Inc.

후원



신한은행
SHINHAN BANK

머리말

1997~1998년의 아시아 금융위기가 지난 지 이미 10년이 되었습니다. 그동안 한국경제는 고통스런 구조조정 과정을 거치면 눈부신 발전을 이룩해왔습니다. 특히 은행부문을 위시한 우리 금융산업의 발전상은 더욱 놀랍습니다. 그러나 아직도 해야 할 일은 많습니다. 나날이 가속화되고 있는 금융세계화(financial globalization)를 미리 내다보고 이에 적절히 대응하는 일은 무엇보다 중요합니다.

이에 저희 세계경제연구원은 신한은행의 후원으로, ‘세계화 시대의 한국 금융산업’ 국제금융컨퍼런스를 지난 2007년 6월 11~12 양일간 미국 국제금융연합회(IIF)와 공동 개최하였습니다. 신상훈 신한은행 은행장, David Eldon 두바이국제금융센터 회장(전 HSBC 회장), Hubert Neiss 전 IMF 아·태국장 등 사계전문가들이 발표자로 참여한 이번 컨퍼런스에는 금융계뿐만 아니라 정부, 학계, 언론계에서도 많은 호응을 보였습니다.

신상훈 신한은행 은행장은 이번 컨퍼런스에서 개회사를 통해, 세계 각처의 금융기관이 제공하는 거의 모든 금융 상품 및 서비스가 세계화로 인해 고도로 동질화되고 있음에도 한국의 은행들은 삼성전자, LG전자, 현대자동차 등 제조업부문 기업들이 누리고 있는 세계적인 위상에는 아직 못 미치고 있다고 지적하면서, 한국의 은행들이 해외시장에 적극 진출하여 제조업부문과 맞먹을 수 있을 정도의 진

정한 세계화를 누릴 수 있게 되는 것이 중요하다고 강조하였습니다.

기조연설자인 David Eldon 두바이국제금융센터 회장(전 HSBC 회장)은 기업이든 국가든 성공적으로 존속하기 위해서는 세계화에 적응할 수 있어야 하며, 이를 위해서는 ① 외국 것이라고 해서 나쁘지만은 않다는 의식구조를 갖춘 ‘태도(attitude)’, ② ‘브랜드 이미지 (brand image)’, ③ ‘경쟁력’이라는 세 가지 핵심요소를 갖추어야 한다고 역설하고 있습니다. 이와 관련하여 그는 높은 물가수준에도 불구하고 두바이에 많은 사람들이 모여드는 이유로, 두바이의 지리적 위치, 제도개선에 대한 국민적 바람, 정부의 올바른 소프트웨어 배치 등을 들면서, ‘주식회사 한국’의 경쟁력은 비용절감 이상의 요인들에 좌우될 것이라고 합니다.

첫 번째 주제발표자로 나선 Yusuke Horiguchi IIF 부총재는 안정적인 물가상승률과 높은 기업수익, 그리고 대폭 개선된 신흥시장의 펀더멘털로 인해 세계경제가 지속적인 성장을 이룰 것으로 전망하였습니다. 그러나 세계경제는 유가급등과 세계적 경상계정 불균형 등의 도전과제에 직면하고 있다고 지적하면서, 유가는 공급이 아닌 수요 측면의 충격을 반영하고 있기 때문에 관리될 수 있겠지만 세계적 불균형에 대해서는 더욱 불리하게 움직일 가능성이 있는 것으로 내다봤습니다.

두 번째 주제인 ‘세계 금융시장구조 변화 추세’에 대해 Hung Tran IMF 통화·자본국 부국장은, 거시경제 변수의 안정이 금융자산시장 성장에 큰 역할을 해왔으며 채권, 주식 등의 자본시장, 특히 파생금융상품 시장의 성장이 더욱 가속화 될 것이라고 하였습니다. 또한

전 세계적인 고령화 현상으로 인해 연금재원의 운용펀드가 폭발적으로 증가할 것으로 전망하고 있습니다. 최근의 중요한 현상으로는 헤지펀드의 성장을 지적하면서, 자산운용 규모가 아직은 작지만 활발한 거래형태와 레버리지 의존도 때문에 앞으로 헤지펀드가 시장구도 역학에 큰 영향을 미칠 수 있을 것으로 보았습니다. 그리고 중국 등 신흥시장국들이 대규모의 외환보유고를 축적하면서, 이를 관리하는 국부펀드(sovereign fund)가 점점 많아지고 있는 것이 또 다른 중요한 발전이라고 합니다.

세 번째 주제발표에서 Hubert Neiss 전 IMF 아·태국장은 아시아 지역 주요경제에 대한 지난 10년간의 성과를 살펴보고, 아시아경제는 금융위기 당시인 10년 전에 비해 더욱 견고한 지속성장 기반과 강력한 위기대응력을 갖추었다고 하였습니다. 하지만 일본을 제외하고는 1인당 소득이 아직도 비교적 낮기 때문에 강력한 경제성장을 유지하는 것이 핵심과제라고 지적합니다. Gregory Fager IIF 아·태국장은 아시아 주요국 경제에 대한 현황과 문제점을 점검하고, 외환보유고로 경제안정을 구축한다는 것은 잘못된 개념이며 수출주도형 성장모델의 전성기는 지났다면, 금융불안에 대한 보호수단은 유연하고 강력한 금융시장을 가진 동태적 경제체제라고 역설하였습니다.

네 번째 주제발표에서 McKinsey & Compnay의 James Ahn씨는 은행조직이 능력을 바탕으로 한 경쟁을 통해 기회를 찾기 위해서는 세계화가 중요하다고 하며, 한국의 은행권이 갖추어야 할 8가지 조건으로 ① 최상의 운영체제와 효율적 비용관리, ② 이익률을 유지할 수 있는 특유의 상품가치 창출, ③ 신용위험뿐만 아니라 시장위험, 운영위험, 명성위험을 포함한 위험관리 능력의 대폭적인 향상, ④ 기

업금융이 낮은 수익률로 인해 위축되고 있는 부문인 만큼 자본시장에서의 기회포착, ⑤ 세계화를 이루어 해외시장에서의 기회모색, ⑥ 우수한 인재확보, ⑦ 세계적 수준의 브랜드 구축, ⑧ 시장을 넘나들며 경쟁할 수 있는 은행 운영기반 구축을 제시하였습니다. 또한 Fitch Ratings의 SeokHo Lee씨는 한국 은행계가 국내시장에서의 성장가능성에 대한 한계로 인해 해외시장으로 수익원을 다변화하는 것에 동의하고 있습니다. 하지만 우선 다른 나라에서 전문적 지식과 문화를 습득한 다음, 해외에 있는 한국 기업과 한국인에 대한 서비스에 집중하는 점진적인 움직임이어야 할 것이며, 자본에 상당한 마이너스적 충격을 주는 대형인수는 신용기관의 시각에서 볼 때 바람직하다고 지적합니다.

다섯 번째 주제발표에서 이장영 금융감독원 부원장보는 그동안 한국 금융시장 내에서 문제로 제기되어 왔던 부동산담보대출과 외화차입 급증이 안정되고 있다고 하면서, 최근 타결된 한-FTA 협상이 한국 금융정책의 투명성과 예측 가능성을 더욱 제고할 것으로 전망하였습니다. 김형태 한국증권연구원 부원장은, 자본시장 개혁은 한국만의 현상이 아닌 범세계적 추세이며 경제성장을 촉진하기 위해서는 금융시장의 발전이 중요하다고 합니다. 특히 한국처럼 첨단기술에 크게 의존하는 소규모 개방경제는 이를 지원하기 위한 금융부문 활성화가 절실히 필요하다고 하면서, 투자은행업 지원, 자본시장 내 금융혁신 장려, 투자자 보호 강화를 근간으로 하는 한국의 ‘자본시장통합법’이 국회에서 조속히 통과되어야 한다고 주장하고 있습니다.

이외에도 한국금융원의 김우진 박사, 샌프란시스코 연방준비은행의 Margaret Riley씨의 훌륭한 발표가 있었으나, 본인들의 요청에 따

라 그 내용을 이 보고서에 함께 엮지 못한 점이 매우 아쉽습니다. 아무쪼록 이 보고서가 우리 금융산업 발전과 세계화를 위한 금융당국 정책담당자 및 업계 경영진의 노력에 도움이 되기를 바라는 마음 간절합니다.

끝으로, 본 국제컨퍼런스를 위해 물심양면으로 적극 지원해주신 신한은행 신상훈 은행장님과 임직원 여러분께 다시 한 번 깊이 감사드립니다.

2008년 1월

세계경제연구원
이사장 사 공 일

차 례

머리말	3
Opening Remarks	13
<i>Sang-Hoon Shin</i>	
Keynote Address	23
Mastering Globalisation: as simple as A-B-C?	
<i>David Eldon</i>	
Global Economic and Financial Outlook	33
<i>Yusuke Horiguchi</i>	
The Changing Landscape in Global Financial Markets	43
<i>Hung Q. Tran</i>	
Economic and Financial Trends and Challenges in Asia	55
<i>Hubert Neiss</i>	
<i>Gregory Fager</i>	
Korean Banks: Operation in a Changing Environment	83
<i>James Ahn</i>	
<i>SeokHo Lee</i>	

Key Current Issues in the Korean Financial Scene	97
<i>Jang-Yung Lee</i>	
<i>Hyoung-Tae Kim</i>	

<Appendix>

Congratulatory Remarks	111
<i>Jeung-Hyun Yoon</i>	
<i>Yong-Duk Kim</i>	

Program	121
----------------	-----

번역문

개회사	127
신상훈	

기조연설	139
<i>David Eldon</i>	

세계 경제 · 금융 전망	153
<i>Yusuke Horiguchi</i>	

세계 금융시장구조 변화추세	165
<i>Hung Q. Tran</i>	

아시아 경제와 금융: 현황과 도전	179
<i>Hubert Neiss</i>	
<i>Gregory Fager</i>	
급변하는 국제금융환경과 한국의 은행경영	213
<i>James Ahn</i>	
<i>SeokHo Lee</i>	
한국금융이 당면한 주요과제	231
이 장 영	
김 형 태	
〈부 록〉	
특별연설	249
윤 중 현	
김 용 덕	
프로그램	259

Opening Remarks

Sang-Hoon Shin

CEO, Shinhan Bank

Ladies and Gentlemen, Good Morning,

It is a pleasure and privilege to be here with you today to deliver this opening address for the seminar on “Globalization and the Korean Financial Sector”. I am most grateful for your invitation.

The seminar focuses on various aspects of global economics and the financial markets. The range of topics it sets out to address is indeed broad and diverse, but discussion of them could not be timelier.

First of all, let me congratulate the organizers, Chairman SaKong Il, and First Deputy Managing Director Horiguchi, and welcome other illustrious guests, including Chairman Eldon of Dubai International Financial Center, Director Fager of the IMF’s Asia/Pacific Department, Deputy Director Tran of the IMF’s Monetary and Capital Markets Department and Director Seok Ho Lee of Fitch Ratings, Hong Kong.

When I started to put this speech together, I wondered how I should set about addressing all the issues posed by Globalization and the Korean Financial Sector in a single speech because they cover such a broad spectrum. But, after thinking about it for some time, I decided it would be best to share with this distinguished audience what I have learned from being at the forefront of Korean financial industry in what I hope may turn out to be a small but meaningful contribution to today’s proceedings.

Initially, I would like to underline the extent to which the effects of globalization are felt in the Korean financial sector. Ever since the Asian currency crisis of 1997~98, the financial industry, in Asian countries, has undergone sweeping liberalization, bringing it into compliance with IMF guidelines. Nowhere is this more so than in Korea.

The names of global financial players that sounded completely alien to most Korean ears back in 1997, even for those who worked in financial institutions in 1997 have become almost household words by 2007. Goldman Sachs, Morgan Stanley, UBS are used as benchmark references in speeches and briefings by not just government officials and financiers, but also by college students and others just entering the job market. Once virtually the exclusive turf of domestic players, access to the banking market in Korea has been well and truly opened up. As you are well aware, Citigroup acquired KorAM Bank in 2004, and Standard Chartered purchased Korea First Bank in 2005. Those acquisitions and the successful integration of the new entrants into the local banking community demonstrate just how strongly global the Korean financial sector has become in recent years.

And the integration of global markets has led to the integration of the financial sectors worldwide and a substantial degree of liberalization in them. Obviously, the buoyant global trade climate led to a sharp rise in global FDI flows in 2006, which approached record levels. The UN reports that global FDI inflows surged by more than thirty percent to \$1.23 trillion, the second -highest level ever.

Because of the rise in global interdependency, almost all financial markets around the world have become highly synchronized, and such close lock step patterns have become even more pronounced in the 21st century. In 2007, Korean financial market players closely watch and track fluctuations in the US, European, Japanese and Chinese markets. The extent of such close synchronization can be witnessed daily in the FX and fixed income markets as well as in

the equity markets.

Global integration has affected not only the capital markets, but also the daily way of doing business for participants right across the financial sector in Korea. In a world where interest rate decisions made by the members of the FRB strongly influence worldwide liquidity and interest rate trends, even the pricing decisions of retail bankers in Korea closely track similar decisions made by retail bankers in the U.S., for example, those who work in Bank of America Headquarters, Charlotte, North Carolina.

So in a bid to keep up with this rapid pace of integration that ignores national boundaries, the United States and Korea successfully concluded a round of negotiations for a Free Trade Agreement, dubbed the KORUS FTA. Such negotiations strengthened further a belief that globalization is a tide that cannot be turned back but washes over into every aspect of our lives in the 21st century.

Just about every form of financial product and service that financial institutions provide around the world has become highly homogenized because of globalization. With economic growth in emerging economies moving at a head long pace, the financial needs of consumers around the world are becoming increasingly similar.

As we head into the second decade of the 21st century, financial consumers around the world will share the need for home financing, auto financing, and children's education financing, as well as the need for post-retirement pension planning and asset management.

And in no region around the globe are the pace of financial industry modernization and the growth of consumers' needs rising faster than in Asia. China's dramatic advances over the past twenty years in particular, have had a beneficial effect on the economies of the entire Asian region. The seemingly unstoppable demand for facilities investment and domestic consumption within China has served as an engine of growth for most of the ASEAN nations as

well as Korea and Japan.

As of 2003, the Asian economy made up 22.5% of the global economy, but by 2020, its production capacity will overtake that of the Euro area and North America, and by 2040, Asia's economy is expected to contribute 40% of global output, well ahead of North America's 23% and the Euro area's 16%. With such a shift in their respective economic power, the importance of the Asian economies and financial sector cannot be overstated.

It is true that Korea stands at the heart of this rising profile of Asian financial markets in the global economy. That said, the Korean financial industry has a quite a long way to go in terms of becoming truly global.

In terms of asset soundness and profitability, Korean banks have matured, at least on external indicators, to stand on a close par with the figures of global financial institutions. As of September 2006, the average BIS Capital Adequacy Ratio of Korean banks stood at 13.13%, exceeding the average figure even for major retail banks in the U.S. who report a 12.07% capital adequacy ratio. Leaving aside the Export Import Bank of Korea, the 17 banks based here earned 13.5 trillion Korean won in net income last year, which is an all time high.

Ironically, none of the Korean banks has yet attained the global stature of their counterparts in the manufacturing sector. Samsung Electronics, LG Electronics and Hyundai Motors, despite some hiccups due to rising raw material costs and a strengthening won, have quite firmly established brand images in the minds of overseas consumers.

From the year 2000 through to 2005, Samsung and LG Electronics succeeded in growing into truly global brands. In contrast Korea's top three financial institutions, including Shinhan Financial Group, though ranking among the top 10 in terms of market capital-

ization in the KOSPI, well ahead of Hyundai Motors and LG Electronics, are hardly known to consumers outside the domestic market.

I think it is no exaggeration to say that only a handful of financiers and global investors have become aware of Korean financial institutions' brand value.

Growth in the Korean banking industry can no longer be fuelled by economic activity in its domestic market alone. In other words, the Korean banking market has become too saturated to leave room for a Blue Ocean strategy. Korean banks need to expand into international markets to utilize the widened capital base, and to keep pace with Korea's premier manufacturers.

Most leading global banks gain roughly 1/3 of their earnings from overseas markets, but Korean banks, on average, hold only 1% of their assets in international markets. In contrast, the UBS Group of Switzerland has 88.2% of its assets abroad, while 81% of the asset portfolio held by ING Group of the Netherlands is made up of international assets

Hence, in order for the Korean financial industry to become truly global, at least on a par with Korean manufacturers, the importance of establishing a presence in overseas market cannot be overstated. What is more, there can be no time more opportune to reach out to the burgeoning markets of the Asian economies where the pace of growth is without historic parallel. It is absolutely essential for the Korean banking industry to link up with the financial consumers of China, India, South East Asia and Central Asia in the near future.

Having said this, it must be admitted that many challenges remain. In order to become a provider of total financial solutions in other Asian economies, the Korean financial industry needs to be prepared for head-on competition with other well-established global financial brands such as Citigroup and HSBC. These leading global

financial players have already captured strong positions, not only in traditional credit products, but also in investment banking products and services as well as wealth management and Private Banking.

Leading global players possess the necessary infrastructure and human capital to provide retail consumers as well as corporate clients with comprehensive financial services, covering the entire spectrum from a simple credit portfolio to M&A advisory and asset management. Their accumulated know-how in derivative products and advanced IT systems mean they can potentially dominate any local domestic players who might try to run up against them in Asian financial markets.

Realizing these limitations of domestic financial institutions, policy makers and regulators in Korea have proposed the Capital Markets Consolidation Act, which is now before the National Assembly. This proposed new legislation is, in essence, an effort by the government to upgrade the Korean financial sector so that it can stand face-to-face with dominant universal financial solutions providers, such as Citigroup and UBS.

It will relax restrictions preventing brokerages, futures traders and asset managers from entering each other's turf, so that is being called Korea's "Big Bang." By breaking down the walls between banks, brokerages and insurers, Korea is fostering an environment to create financial giants to compete with global rivals. The implementation of the Act will blur the boundaries between sectors in the financial industry and encourage the emergence of new and diverse financial products.

Trends in the global financial sector demand that the barriers between banks, brokerages and investment banks be brought down. Consumers around the world, whether retail or corporate, are all seeking a comprehensive model of financial services, incorporating all the latest in investment banking and asset management techniques.

Hence, global competition among financial market participants can only intensify in the future. In order to firm up already well-established presence and brand value in global markets, another round of banking consolidation is set to take place around the world. Leading global banking players are feeling the urgent need to create mega banks by cross border M&A.

To take but one example, Barclay's and Royal Bank of Scotland are vying to be the owner of the ABN-AMRO franchise in Europe, offering dizzying amounts for the acquisition. After the global financial sector goes through this round of mega-cross border M&As, there are expected to be only some three to five truly dominant global players left standing who will dictate the terms of transactions and developments for the financial industry around the world.

At this stage, I would like to share with you the projects and initiatives that Shinhan Bank has carried out in order to attain global competitiveness.

Shinhan Bank, having secured the position of the leading bank in the domestic market, still faces the same challenge as any other Korean banks at the moment. I have emphasized the need for Shinhan Bank's operations to be more international for the past few years, and urged our staff to seek ways to reach out and establish the uncontested Blue Ocean markets of other Asian countries to ensure sustained growth.

Shinhan Bank, unlike its domestic competitors, boasts of being the powerhouse of a Financial Services Holding Company. This provides the leading-edge infrastructure for the generation of the greatest synergy effects by working with its sister companies, in fields ranging from brokerage and asset management to life insurance and credit cards to name but a few.

Our business model is in line with the leading global players' model of providing comprehensive financial services. Shinhan Bank

is not content with simply having the best ability to generate synergies, but at my initiative, has adopted many business process improvement programs, such as 6 Sigma and Cost Reduction Initiative.

Owing to the success of such programs, Shinhan Bank was able to reduce its budget outlay significantly last year. Thanks to the 6 Sigma projects, 13 billion Korean Won was saved and a 42 billion Korean won reduction is expected through the Cost Reduction Initiative in 2007. That these cost reductions are being realized in the crucial period following the integration between Choheung Bank and Shinhan Bank testifies to our commitment to delivering cost efficiency in order to become a global challenger.

We have achieved further cost reductions by offering a voluntary retirement program to 608 staff following the integration. The integration itself was legally finalized in April of 2006, and so far there have been no significant clashes of cultures or organizations within the integrated bank. IT system integration was completed without a glitch last October. With the confidence gained through this successful integration, Shinhan Bank is actively upgrading more aspects of its operations to global best practice standards.

For securing the path to long-term sustainable growth, we have concentrated on our efforts to recruit the best and the brightest from overseas MBA and KAIST MBA programs for the past few years. The bank is also energetically constructing a compensation system based on performance like the global leading players. We have intensified our efforts to boost our brand footprint by creating a bank-wide marketing department, and all such initiatives tie in at the core of our long-term strategy for becoming a global contender. I believe that our global expansion should first take place along the South East Asian Belt, encompassing China, Hong Kong, Singapore, Vietnam, and Cambodia, and going through India into the newly emerging economies of Central Asia.

I am quietly confident about Shinhan Bank's prospects in the

global markets because we have a proven track record of growth and the best human capital among domestic competitors in Korea. The same degree of passion for creating value for customers that an entire generation of Shinhan Bank's associates shared in the past will, I believe, prove to be just the formula for success that the new kid on the block in the global financial markets needs.

Drawing to the end of my remarks, I will try to pull this altogether. Despite a number of challenges, Korea's financial sector is well placed to thrive in the stream of globalization. I believe that over the course of time, Korean financiers will prove to be just as inventive and trustworthy as their successful counterparts in the manufacturing sector. In the not so distant future, the names of Korean banks will be just much household names for financial consumers as Citigroup or HSBC.

Backed by government efforts to create an atmosphere in which globalization can blossom, like the KORUS FTA and the Capital Markets Consolidation Act, it will not be long before Korean financial institutions, Shinhan Bank to the fore, will be making new strides in markets around the globe.

Thank you very much.

Mastering Globalisation: as simple as A–B–C?

David Eldon

Former Chairman, HSBC

Chairman, Dubai International Financial Centre

Good morning Ladies and Gentlemen. I trust no one minds, but as you can see I am going to share the podium this morning. The reason I brought *Hello Kitty* along will become clearer, later.

In the meantime, let me begin by saying that I intend to use my allotted time this morning to draw certain parallels between two organisations. Two organisations which I am quite familiar with. Two organisations which are, however, very different. Yet two organisations which must master globalisation if they are to continue being successful.

The first organisation I am referring to answers to more than 200,000 shareholders and serves some 125 million customers around the world. It has approximately 312,000 employees in various locations. And it focuses - for the most part - on one line of business: banking. It also faces a number of challenges directly related to globalisation. Challenges such as increasing competition, shrinking margins and rising expectations.

The first organisation I am referring to - in case you have not already guessed - is the organisation I used to work for: HSBC.

The second organisation I want to highlight also answers to shareholders, albeit of a slightly different sort. Its customers are also both

domestic and foreign. This other organisation, however, has an even larger employee base: close to 50 million. This second organisation, for its part, also has significant stakes in many different lines of business. Everything from finance to shipping. From agriculture to cars, textiles and electronics manufacturing. It is perhaps the mother of all chaebols. However, it must also adapt in the face of increasing globalisation to continue to be successful.

This second organization - again if you have not already figured it out - is none other than Korea Inc.

Now, as the title of my speech suggests, I believe there are three things which are critical for any organisation wanting to succeed under globalisation. Whether the organisation is as small as HSBC or as large as Korea Inc.

The first key to mastering globalisation is attitude. Let me correct that. The first key to mastering globalisation is *attitudes* - with emphasis on the plural.

To state the extremely obvious, organisations hoping to succeed in a globalised world need to think global.

By this, I mean have they need to have an international perspective. A basic understanding of what lies beyond traditional borders and boundaries. At the very least, a willingness to accept that things foreign are not necessarily bad.

HSBC, for its part, has some advantages in this respect. HSBC was international from its earliest days. In fact, the bank's original business plan was built entirely around financing trade between Asia and the Americas and Europe. And if my memory serves correct, HSBC's founding Board some 142 years ago included directors from Germany, India, the United States, Norway, England, and Scotland.

In fact, if anyone wants to know the secret of HSBC's success - and I think I am allowed to reveal this! - the secret to HSBC's suc-

cess has been its willingness to embrace the opportunities arising from and the benefits provided by globalisation.

Korea Inc, by comparison, seems to be sending mixed messages about its attitudes towards globalisation.

On one hand, there are senior government officials proclaiming that opening the Korean economy is “not a matter of choice, but a matter of survival.” Efforts are also being made to attract more FDI to Korea. And the country continues to aggressively pursue bilateral free trade deals. All things which suggest that Korea Inc is also embracing globalisation.

On the other hand, there remains a lingering perception that Korea is still not overly welcoming to foreign participation in its economy. That an ‘us’ versus ‘them’ attitude still prevails. To echo the words of *Financial Times*, that some in Korea seem to want the capital, but without the capitalists.

It is a lingering perception reinforced by reports that long-time rival companies in Korea have reportedly been “prodded” by the government into forming an alliance to fend off foreign competitors. It is a lingering perception reinforced by off-handed comments by officials that it is foreigners who are reaping most of the profits from the recent bull market, while domestic investors are losing money. It is a lingering perception that will have to be changed – internally and externally.

Clearly, in the era of globalisation, Korea Inc cannot be seen externally as being too inwardlooking. Too narrowly focused. Too defensive. Otherwise, investment will eventually suffer. Long-term economic growth will be hindered.

What is also clear is that historical perceptions must also be overcome internally. Ultimately, this country needs to see the eagerness of foreigners to participate in the domestic economy for what it really

is. Not some sort of threat. But as vote of confidence in the future of Korea and in the many talents of Koreans.

The second key to mastering globalization - beyond having the right attitudes - is building your brand.

Again let me start with HSBC. Although not as well known as say Samsung, HSBC currently ranks amongst the top 30 brands in the world. According to experts in such things, the letters H, S, B, and C - when put together - are the 28th most recognised brand in the world. Worth somewhere in the order of 11.6 billion US dollars.

That said, HSBC has not always been a global nor for that matter even a well-known regional brand. In fact, for much of my working life at the bank, its businesses were run under longestablished but decidedly different names. Here in Asia, people knew the organisation as HongkongBank. In the United Kingdom, however, it operated under the name Midland Bank. In the United States, it was known as Marine Midland. In Dubai - where I was first posted - it was called British Bank of the Middle East.

Not surprisingly, some saw HSBC as some sort of federation of local banks. Others were much less polite. I recall, for example, one columnist describing HSBC as “a first world institution with a third world franchise.”

I also recall the days, not all that long ago, when HSBC did not show up at all in the rankings of global brands. Even here in Asia, where the organisation was founded, HSBC only barely registered as a recognised brand. In fact - and I am somewhat reluctant to admit this - but at one point during my chairmanship, HSBC's brand in Asia ranked far below that of my little companion here...

That's right, Hello Kitty - a fictional cartoon character - was better recognised, was more well known, was more respected, was more top-of-mind, was a bigger brand than the organisation I spent more

than 30 years working for.

Not that I'm bitter about it - at least not anymore!

But I digress. The point I want to make is that all this began to change not long after HSBC adopted a single, unified global brand. Slowly, HSBC began a steady climb up the recognition ladder - surpassing Hello Kitty and others. It is a climb HSBC continues today.

Of course, an organisation's brand is more than just an exercise in increasing name recognition through advertising spend. In fact, one of the things we use to regularly remind ourselves at the bank was that the name HSBC was not all that important. Rather, it is what the name stands for that counts the most. And by the way - just for the record - HSBC is not an abbreviation for 'Highly Suspicious British Company'!

But I digress once again. Simply put, the importance of a well-known brand is something that should not be taken lightly, particularly in an era of globalisation. For an organisation like HSBC, its brand equates to a promise of performance. A promise that will help it stand out in an increasingly crowded and competitive market. A market that transcends traditional geographic borders.

For an organisation like Korea Inc, brand is also vital.

A few years ago - when I was an active member of the Seoul International Business Advisory Council - I remember participating in more than one discussion about this very issue. Our focus at the time was around the branding of Seoul.

I also remember in preparing for such discussions, coming across more than one article lamenting the lack of a coherent brand for this country in general. Articles from overseas quoting marketing gurus as saying that South Korea was a case study in how difficult it can be to attach a successful brand to a country. Also articles from local

Korean publications suggesting Korea's image was in urgent need of a massive makeover.

Fast forward to today and it appears - at least to me - that an overall coherent brand for Korea still remains elusive. This is not to say that there is something wrong with the 'Korea Sparkling' brand launched last month by the Korea Tourism Organization. There isn't. However, 'Korea Sparkling' is a destination brand. What Korea still lacks is a brand that encompasses more than just tourism.

That said, the reality is that building a brand is not an easy process. It takes time. Likewise, there will always be critics. People who are looking to poke holes in an organisation's image. For example, some commentators have suggested HSBC's slogan 'the world's local bank' is inaccurate. Inaccurate because many of its senior executives in emerging markets are people like what I used to be: a middle-aged white guy.

The other reality is that there are a number of other places in Asia which - like Seoul - also want to be financial hubs. There is Japan, where officials have recently announced their desire to turn certain districts in Tokyo into an enclave for investment bankers. Then there is Singapore, out touting its wealth management capabilities and promoting itself as the 'Switzerland of Asia'. Malaysia, meanwhile, is working towards being a central hub for Islamic finance.

Perhaps the most sobering reality, however, is the fact that these and other aspiring financial centres in Asia are not only in direct competition with each other. But also with all other financial centres and wannabes around the world. After all, capital is no longer confined by borders.

All of which brings me to the third and final key to mastering globalisation. Beyond having the right attitudes and building your brand, one must also be competitive.

Being competitive is absolutely critical in a globalised world where - in addition to capital - companies and people are also increasingly mobile. An increasingly mobile world where only the most competitive will truly flourish. That said, let me address a key misconception. Namely, the notion that competitiveness equates solely to costs.

Now, it may come as a surprise to some of you, but HSBC's service charges are not necessarily the lowest in many Asian markets where it operates. Yet many people still bank with HSBC and there are many reasons why.

For some, it might be HSBC's international reach. For others, it may be the range of products that the bank offers, products that perhaps suit their individual needs. Convenience may be another factor, whether through HSBC's online offerings or its physical branch network. In other words, it does not really matter whether HSBC's fees or service charges are the lowest. What does matter is that the Bank creates value for its customers and clients. The same sentiment applies to countries and to cities.

Consider Dubai.

One of the things I am doing since retiring from HSBC, is serving as the Chairman of the Dubai International Financial Centre. The DIFC - as it is commonly called - is relatively new. Opened in September 2004. In just a few short years, however, it has helped Dubai establish itself as an ideal gateway for capital and investment flowing out of as well as into the Middle East.

Dubai is - for the record - not a cheap place to live in or to visit. In fact, the last time I stayed in Dubai about a month ago my hotel bill was somewhere in the order of 550 US dollars per night. Yet Dubai is buzzing. The hotel I was staying in was completely full. People from around the world are flocking there for work and for play. There are a number of reasons why Dubai has successfully

made the transition from a small desert trading post into a thriving modern metropolis.

First of all there is Dubai's location. It is located in a region flush with petro-dollars. It also happens to sit squarely in the middle of a massive gap between existing global financial centres. Between Hong Kong and Singapore to the east and Frankfurt and London to the West.

A second significant factor in Dubai's success is the collective desire for continuous improvement. People in Dubai - at all levels - are very focused on the future. On planning ahead. On everything from building new attractions for tourists to enhancing existing infrastructure.

A third factor in Dubai's success is that the government has put in place the right software. Establishing a world-class, independent regulatory system. Bringing in financial expertise from other centres. In other words, Dubai authorities have recognised the fact that it takes more than just putting up a few new buildings to become a hub for finance.

The most important factor in Dubai's success, however, is the city's openness to foreigners. Not just openness to people like me. But to foreigners from all backgrounds and all levels and to foreign participation in all forms. Foreign banks operating in the Dubai International Financial Centre, for example, enjoy a zero tax rate on their profits, can be 100 per cent foreign owned and face absolutely no restrictions on repatriation of profits.

The point I want to make is that going forward the competitiveness of Korea Inc will depend on more, much more, than just costs.

Korea's competitiveness will depend, for example, on the pace and scope of liberalisation of this country's financial sector. Ensuring that reforms continue with limited uncertainty about the overall direc-

tion or intention. Raising standards in some areas to international levels. Creating a robust financial system that can handle the increasing and fluctuating capital flows.

Korea's competitiveness will also depend on the ability of banks here to learn from past mistakes. For example, to avoid a repetition of the excess lending through credit cards or to SMEs. Indeed, one of the reasons I personally think that allowing chaebols to own banks is not such a great idea is this very issue. Such cross-ownership will make it harder for banks to say no, even when the numbers don't make sense.

Korea Inc's competitiveness will also depend on how Seoul itself continues to measure up against other business centres in a highly competitive region. A region where many cities are working very hard to hubs of something, of anything.

However, as I have said before and will say again: I think Seoul is geographically blessed. Geographically blessed because this city is at the centre of one of Asia's most promising nations. But also geographically blessed because Seoul is ideally located in between the largest economy in the region today and what some think will be the largest economy in the world 20 years from now. The only question is whether this city will seize the opportunity to take advantage of such blessings.

Conclusion

In sum, success in an era of globalisation for any organization - whether it be HSBC or Korea Inc - comes down to three key things. It comes down to one's attitudes. It comes down to one's brand. It comes down to one's competitiveness. In other words, mastering globalisation really can be as simple as A-B-C.

That said, I realise some people - perhaps some people here today - may be blissfully thinking that they do not have to be concerned

about such issues. That they work for a domestically focused organisation. That globalisation does not apply to them.

The reality is that the impact of globalisation is being felt everywhere and in every industry. Particularly in the financial services sector. The reality is that globalisation is not some passing fad which can be escaped or ignored.

Indeed, this speech is a perfect example of just how ‘global’ the world is today. After all, you have just spent the last 25 minutes or so listening to a retired Scottish banker from a former British colony that is now a Chinese Special Administrative Region drawing on his Middle East experiences all while sharing the podium with a Japanese cartoon character.

The corresponding thought I want to leave you with is simply this. If you want proof of just how far globalisation has already gone - look at me. If you want to know who globalisation is going to have a significant impact on in the future - look in a mirror.

Global Economic and Financial Outlook

Yusuke Horiguchi

First Deputy Managing Director and Chief Economist, IIF

Thank you, Dr SaKong. It is an honor to be given an opportunity to share with all of you my perspective on the global economic and financial outlook. Instead of talking about the short-term economic outlook, as I often do in front of a large audience like this, today I want to talk about a broader brush picture of the global economy, focusing on some of the most important developments that are shaping its overall trend.

Let me start with why the world economy is doing so well. I am sure you agree that there has been a pretty good growth performance within a context of broad macroeconomic stability. I want to take a rather long-term perspective in discussing key factors behind such a favorable performance. Looking at how far the world economy has come in terms of conquering inflation, at the turn of the decade of the 1970s into the 1980s, the inflation in the OECD on average reached about 16%. Now it is down to 2%. It's been there for sometime and is not going up. And this result was really a policy victory. The policymakers had to work very hard, starting in the UK with Margaret Thatcher's medium-term financial strategy in the late 1970s, followed immediately by Paul Volcker's incredibly tight-fisted monetary policy from 1979 to well into the early 1980s. As inflation came down, the credibility of the monetary authorities was gained and, later on, people learned that it is good to give the central bank independence, and that in fact happened in many countries. Some of those central banks adopted inflation targeting to consolidate their victory against the inflation that they had achieved earlier.

At the same time, at least in some countries, particularly Anglo-Saxon countries, there was a policy victory also against market rigidity, to make the market function better than it used to. You remember Ronald Reagan's firing of Air Traffic Controllers because they went on strike despite the fact that they were public sector workers (for whom going on strike is illegal). He simply fired them. This event left a stark impression on economic agents that this is going to be the new paradigm. In the UK, under Margaret Thatcher, when I was a UK desk officer in the IMF in the mid-1980s, there was a huge battle between the government and the coal miners. Some of you may remember what it was like; but it ended in a decisive victory for the government and that broke the back of the militant unions in the UK. New Zealand, Canada, Australia, and nowadays Sweden and Denmark are following suit, in pursuing that kind of market-flexible economic policy. Of course, not everyone is moving forward at a fast pace. For example, progress was lagging in Japan a few years ago. Maybe they are doing a bit better in more recent periods as they see some of the benefits of a turn of policy against the market rigidity. The Eurozone has not done much better.

As a result of conquering inflation and the achievement of much greater flexibility of the markets, at least in the Anglo-Saxon countries, we have seen over the past decade or so a decrease in the volatility in both inflation and growth performance. This makes the economic planning by economic agents much easier, allowing them to have a longer-term perspective in their economic planning, which is of course very beneficial to long-term economic growth.

There is another development I want to mention here – since the late 1990s, we have been seeing something spectacular, perhaps the biggest development in the world economy of our time, which is the rise of China, in particular China's incredible advance in international trade. The share of China in world trade in goods was somewhere around 3% as recently as 1997, but it was over 8% in 2006, and I am sure that in 2007 it will be approaching somewhere near 9%. That is a really unprecedented expansion in the trade share. And that

brought many benefits as well as some pains to the rest of the world. One of the benefits is an anti-inflation force this expansion of China in the world trade has generated, affecting every country in the global economy. Lots of low-cost goods, based on cheap but efficient labor, are being shipped from China, putting lots of downward pressure on the general price levels in so many countries, particularly those countries which produce goods that compete with Chinese exports in the world markets.

There are other channels through which spectacular trade expansion by China puts downward pressure on inflation in the rest of the world. And that comes from the process of factor price equalization. You know China does not have to actually export its cheap and efficient labor in order to put downward pressures on wages around the world, as long as China is allowed to freely trade and ship out lots of goods made by its own cheap but efficient labor. This is the essence of Hechser-Ohlin's famous factor price equalization process. That is what is happening.

Let me illustrate. In the United States between 2000 and 2005, there was a huge shortfall in real wage growth compared to productivity growth. This does two things. The first is to raise the profitability of the company sector in a major way. You see that, not only in the United States but also around the world, profit shares are very, very high now. This is a result of China. Without China, this phenomenon of real wage growth falling substantially short of the growth of productivity would not have occurred. Second, this is the condition for something called non-accelerating inflationary rate of unemployment (NAIRU) to go down. A decline in the NAIRU put downward pressure on inflation.

As a result of all this, inflation and inflationary expectations have come down a good deal globally, and it has been very stable at low levels in recent years. In the case of the United States, it's been somewhere around 2½% for a long time after coming down from well over 10% ten years ago. Even during the 1990s there was tre-

mendous additional improvement in the UK, especially after the central bank was given independence by the newly elected Labor government. Chancellor of the Exchequer Gordon Brown gave the Bank of England operational independence in 1997, to pursue the monetary policy that it sees appropriate in light of the inflation targets set by the government.

At the same time as those things were happening in the Industrialized World, we have seen a major improvement in the emerging markets' economic performance and the strengthening of their fundamentals. Many of the emerging markets after a series of crisis decided to float their currencies. It is not necessarily a clean float, but nonetheless they no longer are fixing their currencies, which will help them a great deal.

The current account of emerging market countries has swung from a large deficit in the mid-90s to a very big surplus nowadays. Also, the total external debt as a ratio to exports has declined markedly, and there has been a major buildup of reserves across the board. This is particularly the case for China, but is not just China. And reflecting all those improvements in the fundamentals, emerging markets have been enjoying the upgrading in terms of their credit ratings. It used to be B+ or B1, to now B/A+ to A1.

To sum up. My first question was why are things going so well now. The answer is that the great background for sustained global growth is here with us, including low and stable inflation, high business profits and sharply improved emerging market fundamentals. No wonder why we are having a great time worldwide in terms of growth and inflation. However, there are a number of challenges that the world economy is facing. They include, among others, a spike in oil prices and the global current account imbalances. There are many others but I want to focus on those in today's presentation.

Let's start with oil price spikes. An interesting thing is that despite the fact that oil prices went up from \$20 per barrel in 2002 to \$65-70

per barrel range at this time, we have seen hardly any visible impact on world economic growth. After all, from 2004 to now, the world economy has been growing by about 5% per annum as measured by the IMF, unprecedented in the last several decades.

Why is this the case? There are many reasons why the oil impact on growth has been rather small. It is partly because the price spike has reflected demand shock rather than supply shock. Also, the efficiency in the use of oil has increased in the last twenty or thirty years, particularly in mature economies. Thus, a task which used to require two barrels thirty years ago now requires only one. But the most important in my view is the fact that monetary authorities, having gained huge credibility, no longer have to react by raising interest rates when oil price increases put big pressure on headline inflation. The second-round effect through wage catch-up is limited, actually very limited. When you do an economic simulation, we can see very visibly the difference this makes. When the monetary authorities' credibility is very high, they don't have to jack up interest rates in the face of oil price increases. Thus, the decline of world growth resulting from the \$10 per barrel increase is estimated to be about 0.2 percentage points. When the monetary authorities lack credibility in their ability to keep inflation at bay, they have to jack up interest rates sharply in response to higher oil prices and higher headline inflation. In such a case, the decline in global growth resulting from the \$10 per barrel increase in oil prices is about 0.5 percentage point. There is a huge difference between the two situations.

As we look forward to the future, oil and commodity prices remain a concern. I would emphasize that current high prices are not a big deal. It is a manageable factor though a bit of a headache. However, if there are to be sharply higher prices, it would be problematic, and there is some potential for sharply higher oil prices because the spare capacities are very, very low, which makes the system very vulnerable to any shock. This applies also to some of the key industrial commodities.

Turning to the global current account imbalances, which is another key challenge the world economy faces, let me start with causes, which I think everybody understands very well. One is the very strong expansion in U.S. domestic demand over the past several years; second is the sluggish domestic demand growth in the Eurozone and Japan; and the third factor is the huge desire of the emerging markets to stay very competitive, run sizable current account surpluses, and build up very big reserves. And they are related, they want to stay competitive, so whenever they face upward pressure on the currencies they buy reserves. On the last of those desires of emerging market countries, let me note that from January 2002 to March 2007, the last quarter for which data are available, the total increase in the emerging markets' reserves is \$2.2 trillion. And it is not just China. China is of course a big part, but the non-China emerging markets in aggregate have also acquired truly impressive amounts of reserves.

What about the financing of the huge U.S. current account deficit? Why has it been rather smooth? One reason for the smooth financing for the big current account deficit in the United States is one of very causes of the global current account imbalances, that is the desire of emerging markets to accumulate reserves. In turn, this huge buildup of reserves has had a lot to do with the very sizable current account surplus that emerging market countries have run, which their very competitive currencies clearly have helped generate. Seen from the saving/investment perspective, a low investment-to-GDP ratio, rather than a high saving-to-GDP ratio, has been behind the big current account surplus of emerging market countries.

Other factors that have made the financing of the U.S. current account deficit rather smooth in the last few years include robust productivity growth in the United States, big credibility that the Federal Reserve has, and attractive financial markets in the United States, which are very efficient, resilient and liquid. Those things combine to let the United States attract lots of capital from the rest of the world to finance the current account deficit without any precipitous

decline in the dollar. And just to illustrate what has been the reserve accumulation in individual emerging market regional countries, Asia has really accumulated lots of reserves, both China and non-China, including Korea, a crisis-hit country. Another crisis-hit country, Russia, also has accumulated reserves in a most impressive way, helped by high oil prices. For those who know what Russia was like in the 1990s, it has been an incredible pace of accumulation, and now they have well over \$400 billion. Even Brazil and Argentina, two Latin American countries which had a very difficult time in the late 1990s and early this decade, have accumulated very substantial sums while also repaying large sums owed to the IMF. All of the crisis countries as well as other emerging markets have accumulated massive amounts of reserves, which has helped fund the U.S. current account deficit.

At the risk of repeating a little, let me emphasize that reserve accumulation doesn't come out of thin air; they also have an economic background to it, which is basically the current account picture. There has been a huge swing in the emerging markets' current account balance as a ratio to GDP, from a deficit of about 2% in 1995 to the surplus of 3% in recent periods which is a big swing. Why did the current account swing in the way it did? It is a decline in investment, not a rise in savings. People tend to talk about a world savings glut, but it is actually more the decline in investment ratio, which caused the relatively unchanged savings to look too much relative to what was needed in the world.

What will change going forward in terms of the picture of the global current account imbalances and financing? Some elements will be moving in a less favorable direction: for example, China's exchange rate will be steadily appreciating in real effective terms, either through nominal appreciation or domestic cost/price pressures. It's not just China's RMB. As you know, the emerging markets' exchange rates are under tremendous appreciation pressure. Look at your own currency in Korea, but also in Thailand, Brazil, even Argentina. The authorities in those countries are buying massive

amounts of dollars. That hurts their inflation performance. However, if they don't buy the dollar massively, then there will be an appreciation of the currency. Either way, the current account surplus will narrow, making it more difficult for the United States to borrow from abroad.

I fear that the limit may be approaching. It is not that they are going to stop accumulating reserves but the allocation of the reserves to be accumulated might start shifting away from the dollar.

Second factor I am beginning to see is a slowdown in the pace of the emerging markets' reserve accumulation outside China. Note that, for the financing of the U.S. current account deficit, what matters is not the outstanding huge amount of reserves but the pace of change in the level of reserves.

Third, Asian Tigers are waking up to the fact that they may have to do a bit more investment in order to spur growth to a higher level. They have been growing at a good pace but not so fast as before, and I think the lower investment ratio is one of the potential reasons for a slower pace of growth nowadays relative to the pace before the crisis. I would not be surprised if those countries are to begin stepping up their investment spending. That would reduce their current account surpluses and reserve accumulation, with clear implications for the financing of the U.S. current account deficit.

All these things tend to lower financing available to the United States at reasonable prices. So disorderly economic adjustment may happen at some point in the future. The possibility is becoming a bit more distinct than before. And knowing that, it's best that the orderly resolution of global economic imbalances be sought, and the best way to go about it would be a coordinated strategy involving the United States, Eurozone, Japan and China, and also other Asian emerging markets. And you all know about the policy prescription that the IMF has presented, and accordingly I won't go into it at this stage.

I have talked about the most notable challenges facing the global economy at present. What about the future major risks, and to me the greatest ones are man-made, self-inflicted problems. Let me explain what I have in mind. What I worry about include protectionist actions, which is man-made stupidity; geopolitical tensions that might flare up, that are again man-made; climate change, man-made to the extent that while knowing there is a problem we are taking no action. The G8 was praised at the time of the latest meeting for coming to agree on the timetable for considering what to do. But their agreement is not about taking specific action. So, taking action will be quite a long time from now. In the meantime, I'm afraid there will be a lot of adverse weather conditions happening all over the world including hurricanes, drought and flood that will affect not only agriculture but also energy -- as you remember, Katrina really devastated the infrastructure for energy production in the Gulf of Mexico.

Another risk relates to low inflation, which in itself is a great thing to have. However, one has to pay attention to some side effects of it. In a low inflation and interest rate environment, there can be a tendency towards asset price bubbles. The monetary authorities are putting together their brains to figure out how to deal with this issue. Another one is the financial market complacency. The financial markets' performances have been really remarkable. But when a remarkably good performance continues, people become complacent. And I hear a great deal about the lowering of lending standards, including the "cov-light." I think it is a dangerous situation because when the credit discipline is relaxed, all of a sudden a calamity could attack you.

The Changing Landscape in Global Financial Markets

Hung Q. Tran

Deputy Director, Monetary and Capital Markets Department,
International Monetary Fund

Thank you Mr. Chairman for your kind introduction. Let me begin by saying that it is my pleasure to be here with you and to share with you my thoughts on this fascinating topic “The Changing Landscape in Global Financial Markets”. And since it is so fascinating, I hasten to add this disclaimer that what I am about to present to you is my personal views, and I should not be interpreted as presenting the views of the IMF, its management or its board.

I will go through and describe the changes and growth in the financial assets market, changes in the complex instruments, changes in the set of institutional investors or actors in those markets, changes in their behaviors including the use of leverages and therefore describe the impact on market dynamics including an increase in cross-border capital flows. And if I have time after all of that, I will touch upon two things that Yusuke Horiguchi said at the end of his presentation about potential risks to financial markets coming through the major relaxation of credit discipline and credit standards that we observe in many segments of the credit markets.

First, the theme that Yusuke described so well in his presentation. The so-called “great moderation” in my view has a lot to do with facilitating increase in risk appetite by market participants and therefore supporting the growth of financial assets markets. The growth in capital markets for bonds and stocks as a percentage of GDP has

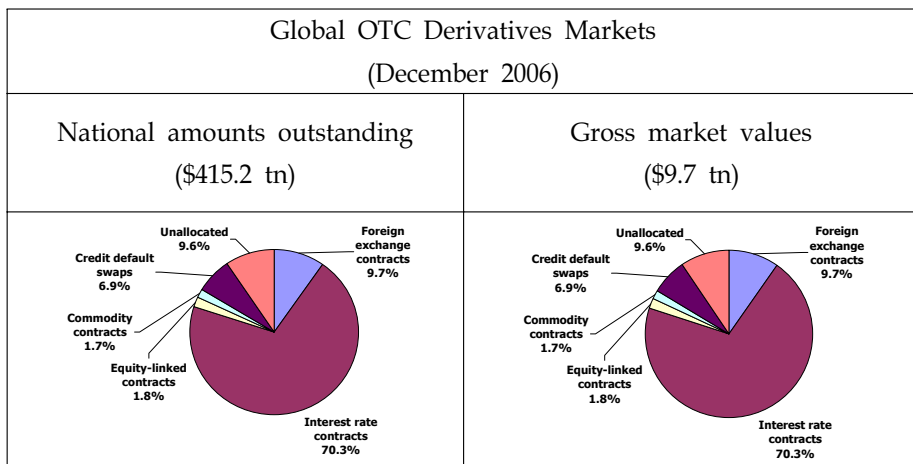
steadily increased and will accelerate in the future. Here, just to show you some numbers, about 39 trillion dollars of world stock market capitalization, about 55 trillion in debt outstanding, as of 2005. By now the total value is 100 trillion dollars of financial assets, reflecting significant growth in financial assets of the past five years. If you throw into that mix bank assets, so in addition to equities, debt meaning bonds, you include bank credits, the stock of financial assets is more than three times the global GDP. Ten years ago it was less than two times, so in the space of ten years it grew to three times and it will be growing more in the future as you will see later on the reason why.

On top of so-called cash instruments namely actual bonds, actual shares, bank credits, we have also seen in recent years an explosive growth in the derivative markets that is the market instruments whose value depends on or derives from the underlining changes, in some underling instruments. Here in the Over-The-Counter derivatives market the notional amount outstanding as of last year is about 415 trillion US Dollars. And if you recall that the actual value of bonds, stocks and bank credits outstanding as of now is about 100 trillion US Dollars, you realize that derivatives has exceeded by far the value of the underling value of the cash instruments. In other words, if derivatives is the tail and cash instruments is the dog, then the tail is many times bigger than the dog itself.

The number I show you here is the OTC derivatives market, of course you have significant amounts of derivatives traded on different international derivative exchanges, including one in Korea where equity derivatives is one of the largest in the world, if you add that to the OTC derivatives, the total volume is truly significant.(<Figure 1>)

On top of these growths of financial instruments, another significant development in the past few years has been the strong growth of collateralized debt obligations, which is really the financial instruments of the 21st Century. It is based on a rather old technique, that of securitization, but adds to it a simple but powerful concept of subordinization. Basically between securitization and subordiniza-

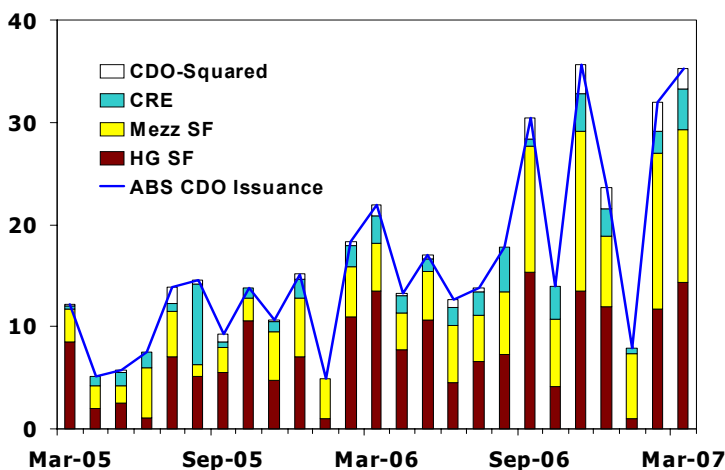
<Figure 1>



tion, you can basically take a pool of very lousy credits, junk bonds, high-yield credits, below-investment grade credits and constitute AAA tranches of CDOs, by virtue of subordinization—meaning those who buy the AAA-rated tranches of the CDO will be the very last to suffer losses and by and large it has been very rare that more than

<Figure 2> ABS CDO Issuance

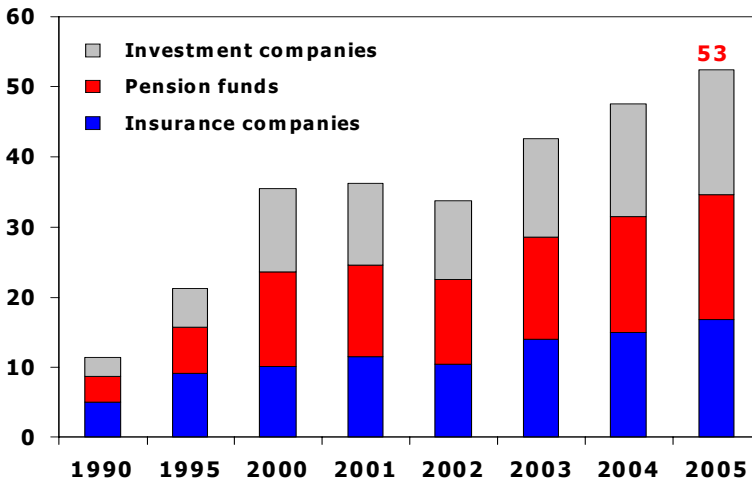
(In billions of U.S. dollar)



a certain percent, let's say 30% to use a big figure, of a pool of diversified underlying collateral would default.

Here you see that on a monthly basis, CDO issuance on the basis of a different kind of instruments has changed very significantly. (<Figure 2>) So far we see the growth of different kinds of assets, and I wanted to highlight the growth of derivatives and complex instruments like CDO. Of course the other side of the asset is the investors, the institutional investors and here we see significant increase (<Figure 3>) in the asset under management by different classes of institutional investors, 55 trillion as of 2005, definitely much more by now. It is destined to grow explosively in the years to come because it represents pension funds and at the moment the world is facing a variety of challenges, driven by demographics, namely the ageing of society not only in the OECD industrialized countries but also in China and all the emerging markets. Given the pressure for society and the government to make provisions for the retirement for the growing portion of retirees, more and more pension schemes both in the public and private corporate sector will be funded, meaning that money will be set aside for pension funds and therefore assets under management

<Figure 3> AUM of Institutional Investors
(In trillions of U.S. Dollars)



funds will explode. It will have a great impact on financial market dynamics, as I will show you later on.

Another major phenomenon in recent years is of course the growth of hedge funds, which is very interesting because if you see the numbers it varies between different research and news organizations. According to Hedge Fund Research at the end of last year, the asset under the management of the hedge fund community is about 1.6 trillion Dollars, some others have put it even higher at 2.5 trillion Dollars—it does not matter how high it is, it is a very tiny part of the overall asset that I showed you earlier, against the 53 trillion assets under the management of the major institutional investors.

However, the important and challenging development driven by the hedge fund is that by the still rather modest volume of asset under management, their very active trading style, their growing reliance on leverage means that they have an outsized impact on market dynamics.

So, so far we have pension funds, which will be very big in the future, hedge funds whose behavior will have a major impact on market dynamics that I will go into in a minute. You also have in recent years, particularly in the past year, another major development which has seen the coming of age of the so-called “sovereign wealth funds” which in the past came from commodity exporting countries setting aside a share of their surplus if the commodity market went through a boom, so as to either stabilize the market or to set aside some reserves of some fiscal resources if the commodity price declined. But in the past few years due to the significant accumulation of foreign reserves that Yusuke explained to you on the chart, more and more authorities have and will set aside a significant portion of their reserves in different “sovereign wealth funds” so that they can manage these resources more efficiently with the aim of increasing the return.

Here I use the <Figure 4> compiled by Morgan Stanley and their research based on a number of assumptions suggests that it will indeed be a major actor in the international financial markets in a few years time. Right now, it is about 2.5 trillion dollars altogether com-

<Figure 4> Major Sovereign Wealth Funds

Year	SWF		Reserves		Private	Total Global Financial Assets
	(\$ tn)	(%)	(\$ tn)	(%)	(%)	(\$ tn) (%)
2007	2.5	2.5	5.1	5.1	92.4	100.0
2012	8.7	6	7.4	5.1	88.9	144.4
2017	17.5	8.4	9.9	4.7	86.9	208.6
2012	27.7	9.2	13.0	4.3	86.5	301.3

Source: Morgan Stanley

prising of about 25 to 27 different “sovereign wealth funds”. Both the number and the asset under management of those funds will grow.

Indeed the growth of this class of investors will pose major questions about disclosure and transparency, especially to offer market participants information about the degree to which “sovereign wealth funds” are seen as behaving according to purely commercial considerations.

Now back to leverage, you have significant growth in different major classes of institutional investors, particularly the hedge funds. At the same time, you observe that thanks to a variety of conditions not the least of which is a rather conducive and favorable economic outlook with rather low interest rates in real and nominal terms, the use of leverage has increased significantly. Here I tried to capture some dimension of leverage because the concept itself is not easily measurable. You have two kinds of leverages, one is the balance sheet, the traditional kind of leverage, meaning you borrow money based on your balance sheet and you invest. It is really quite large. However, more important, more difficult to understand and to measure and therefore more difficult for the supervisors and financial regulators to deal with is embedded leverage that has become part of the new landscape of global financial markets. The collateralized debt

obligation market, that I showed before, embedded in it is 15 to 30 times leverage, 10 to 30 times leverage in CLO and for total return swaps typically about 25 times leverage.

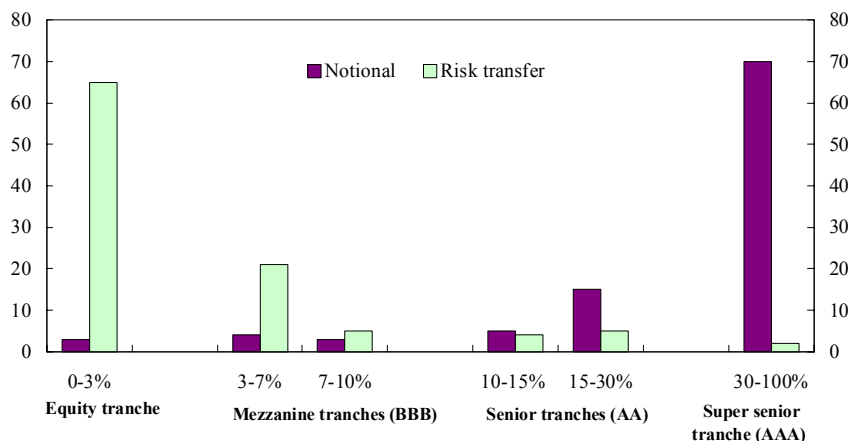
Hedge funds are most active in using these leverages, both on balance sheet and embedded leverage and coupled with their active trading style despite the size of the industry they have grown to have a major impact on the business of brokerage and on market dynamics. On the business of brokerage they already have accounted in trading volume, one quarter to two thirds of trading volume of different instruments in the US: the high-yield market 25%, the cash equity market 30% and the credit derivatives 60%.

And because of that high volume of trading they accounted for a huge and significant amount of revenue for the investment banks. Somewhere lets say between 30% of all equity commission in the US is due to hedge funds and even here in Asia, 22% of equity commission flow is generated by hedge funds.

Here, I just wanted to give you a very quick exposure of the embedded leverage so you can see and appreciate what is truly going on. (<Figure 5>) This represents the different tranches of a CDO; a CDO typically has a super senior tranche, the triple A and then a senior tranche, mezzanine tranche and equity tranche.

What this means is that the hedge funds are usually the investors in the equity tranches, they are the first to lose if the credit underlying these CDOs were to default. The first 3% of loss would be borne by the holder of equity tranches. The next 4% to 7% would be born by different mezzanine tranches, and you can see all the way up to 30% of losses, then the super-senior tranches would be touched. The leverage embedded in these instruments is such that for hedge funds who put 3 dollars, or up to three in the equity tranche and therefore hold the equity of the CDO in other words, they put up 3 dollars to gain exposure of over 100 dollars of the portfolio of the underlining collateral. They have exposure to risk and reward of up

**<Figure 5> Instrument Leverage:
Tranche National Value versus Economic Risk Transfer¹**
(As a Percent of the reference pool)



Source: IMF staff estimates.

¹The structure is prototypical, and will vary by transaction.

to 65% of the total portfolio, after “paying off” holders of senior tranches.

If you look at the pension funds, insurance companies and banks which typically buy the super-senior tranche, they get triple-A credit quality, they get a spread which is much better than the spread on triple-A corporate bonds but they are exposed to a very, limited amount of risk. From a hedge fund point of view it is a very efficient way for them to leverage, meaning using a very small amount of own money to have exposure to a huge amount of credit risk exposure. And because of those leveraging and exposures that hedge funds and other players are transacting, a major impact on market dynamics has been a steady decline in volatility in major financial markets. Equity volatilities as measured by the VIX index, which is the index of the volatility based on the implied volatility on option on S&P 500 option contracts in the US, on a cyclical basis, show that steadily over the past three cycles the volatility has declined and we are lower now than otherwise would have been if we go by previous cyclical developments. Lower volatilities contribute, among other things, to

steady declining credit risk premia on a variety of markets.

Since the turn of the century the yield spread on those classes of assets have steadily declined to a record low, consistent with the decline in volatility. Lower volatility has also ushered in another phenomena which is the Carry Trade meaning the borrow of funds in the low interest rate currency of the Yen or Swiss Franc and invest in high yield currency like New Zealand Dollar, Australian Dollar, Brazilian Real, Turkish Lira and so on. What is interesting to note here, is that while low interest rates of Japan and Switzerland have been around for a long time, what is new this time is the low volatility in foreign exchange markets to go with it. So Carry Trade basically is a bet on volatility, and they tend to move together, rising volatility will tend to cause poor performance on the Carry Trade, low volatility will offer high return.

So all of the things I have described to you is really to show how the functioning of the global financial markets have changed, the asset classes, the institutional investor basis, the instruments and that gave rise to a huge increase in the cross-border capital flow. As a percentage of the world GDP we are almost 15% in terms of annual capital flow, which is truly remarkable. And you can see this steady increase from the 1980s to the mid 1990s of around 4% to 5% and then from the mid-1990s a very steep increase on a yearly basis. Capital flow to emerging markets has also increased very significantly, particularly flows to the private sector.

The most important thing to see is the change in composition of issuers. Sovereign debt issuers are getting to be a smaller and smaller share of the emerging market borrowing entities. In recent years thanks to significant increases in current account surpluses, thanks to good economic performances, thanks to active debt practices they have basically shifted their external issuance to domestic issuance. In their place private sector corporations and public corporate entities have become the major issuers from emerging markets to international capital markets.

Of course this will have implications for eventually assessing the vulnerabilities of emerging markets and potential stresses for the future. Personally I think the kind of sovereign debt crisis we saw in the mid-1990s and early-2000, where sovereign borrowers ran into difficulties because their foreign currency debt was ballooned by the weakening of their foreign exchange rate, is going to be less and less frequent. In its place the new risk is going to be more credit risk of the corporate issuers. Corporate issuers have raised huge amounts of money in different instruments in recent years and to go with that is the tendency by international investors to directly buy into the local currency instruments in the local market.

In 2007, we expect the emerging markets will run another year of current account surplus of about 455 billion dollars, that is about the 10th consecutive year of large size current account surplus, collectively run by emerging market and developing countries. On top of the current account surpluses, these emerging market countries received net capital flow of another 750 billion dollars. In other words, for this year 2007, emerging market countries have to recycle outwards, back out to the world, mainly to the United States, but not only to the United States, around 1.3 trillion Dollars. And basically since 2005, emerging market countries every year on a net basis, recycle, invest and send back to the world more than a trillion dollars. So the concept of the impact of capital flows and the potential vulnerabilities will have to change very significantly because if you – meaning the emerging market countries as a whole—are in the position to invest in the rest of the world more than a trillion dollars every year, your vulnerability to crisis is different than what it was in the 1990s.

The major impact of these flows is the fact that in many emerging market countries the huge flow of capital is fueling very strong growth in domestic credit. For emerging European countries, huge increases in the growth of corporate and consumer credit have already presented problems for the monetary authorities and financial supervisors over the quality of credit.

I would like to use the next few minutes to recap and review these capital flows with references to Asia but particularly compare the situation now to that with the situation before the crisis. With the macroeconomic backdrop between 1995/6 and that of now, we can see that growth is still strong but inflation is significantly lower, debt as a percent of GDP is significantly lower and reserves of course is significantly higher. Against that backdrop, growth capital inflows into Asia have been increasing in recent years and have surpassed the level of that before the crisis. Equity investment, particularly to publicly listed companies is a component to these inflows. However the volatility of capital inflow has increased, here not only for Asian countries but also practically for all countries that we observe. In terms of gross capital outflow, which is a new development, there has been a significant increase in outflow representing the recycling outward of the current account surplus and the capital inflow these countries has been receiving—the picture varies significantly from different Asian countries.

And that is the main challenge to many countries not only in Asia but also in other emerging market countries—that is the growth and volatility of capital inflow and outflow. Here on a net basis, volatility has declined but the volatility of gross inflow and outflow has increased in the last period compared to the previous period. And it has an impact on market dynamics, pushing up asset prices, causing credit growth in these countries and pushing up exchange rates and complicating the task of monetary authorities—issues that Yusuke briefly explained in his presentation. And clearly this is one of the major challenges for countries in the region going forward. So I think that I have used enough time to go through the story and I would like to stop here.

Economic and Financial Trends and Challenges in Asia (I)

Hubert Neiss

Senior Advisor,

Global Markets Asia, Deutsche Bank AG

Ladies & Gentlemen,

I am grateful to the Institute for Global Economics and The Institute of International Finance for the invitation to this conference and for the opportunity to present to you a personal perspective of Asia.

Introduction

Having worked for a long time on Asian countries , I continue to be struck by the fast-changing developments in this area. In the course of Asia's developments, there have been periodic shifts between economic optimism and pessimism; and between views that countries either did everything right or everything wrong.

First, there was the early post-World War II period of pessimism. The view then was that Asia will not develop and be left behind. Korea, for instance, was widely considered 50 years ago to remain a basket case. Then followed a burst of optimism as countries started to recover. Japan was hailed as a new model for advanced countries (remember the best sellers "The New Asian Giant" and later "Japan as Number One"). The SEA countries were called the "tigers", and observers watched in awe the "Asian Miracle" which they performed. This period was abruptly ended by the outbreak of the "Asian Crisis" when pessimism on Asia returned, and many people, including some economists, expected a prolonged depression. Well,

you know what happened: The “Asian Crisis” left as quickly as it came. A period of vigorous development set in on a broad front, with the crisis countries recovering, later joined by Japan, and both India and China continuing to grow at record speed. We are in the optimistic phase again, and some people have already pronounced that this will be the “Asian Century”.

Considering this historical record, we have to be cautious and try to come to a more balanced view. It is true, Asia is back on the global stage as the fastest growing region and its future looks bright. But we cannot blindly extrapolate recent trends into the future. Nor should we generalize too much, given the great diversity of Asian countries.

To help us in our assessment, I will briefly review developments over the past decade in the major regions, draw some lessons of what went right and wrong, and offer some reflections on the future.

The past decade - overview

As we could all observe, there have been many changes during the past 10 years, following the “Asian Crisis”. Among them, the two outstanding features are:

- First, the resumption of strong growth and the restoration of a strong external position.
- Second, the transformation of the economies through a process of reforms, encompassing liberalization and restructuring on a broad front.

These two developments were not independent of each other. Indeed, it is my hypothesis that Asia’s impressive economic performance over the past decade is mainly due to these reforms. They raised productivity growth and competitiveness, enabled exporters to take advantage of expanding international demand, and encouraged FDI.

My presentation will, therefore, focus on the reform process. But first, let's briefly look at the economic performance during the past decade. To reduce the unavoidable distortions of generalizing, the following 5 regions are considered separately in the attached tables: Korea and ASEAN – 4, the former “crisis countries”; China; India; and Japan.

Growth performance

Real GDP growth in Asia has been quite buoyant, especially in the second half of the past decade (Tables 1 and 2). Korea and the SEA countries staged an impressive recovery after the sharp recession in 1997 / 98. China had high growth throughout the decade, and India significantly accelerated its growth (historically, its economy had growth at the “Hindu rate of growth” of 3.75%). Japan finally got out of near-stagnation and reached its potential growth. So by 2006 we had strong growth across the region which is continuing in 2007.

Unlike in the preceding two decades, fast growth was achieved at low inflation rates (Table 3). As a consequence, living standards in Asia have improved substantially during the past 10 years (Table 4).

<Table 1> Real GDP growth
(percent change from previous year)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007f
Korea	7.0	4.7	-6.9	9.5	8.5	3.8	7.0	3.1	4.7	4.2	5.0	4.4
ASEAN+4	7.2	3.6	-9.2	3.0	5.8	2.5	4.7	5.5	5.9	5.9	5.4	5.5
China	10.0	9.3	7.8	7.6	8.4	8.3	9.1	10.0	10.1	10.4	10.7	10.0
India	7.5	4.7	6.0	6.7	5.3	4.1	4.3	7.3	7.8	9.2	9.2	8.4
Japan	2.7	1.6	-2.0	-0.1	2.9	0.2	0.3	1.4	2.7	1.9	2.2	2.3

f = forecast

Source: IMF-World Economic Outlook, April 2007

<Table 2> GDP by Purchasing Power Parity Index
(1996 = 100)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Korea	100	106	100	111	123	131	143	150	162	173	187
ASEAN+4	100	105	96	101	109	114	121	131	142	154	167
China	100	111	121	132	146	162	180	202	228	259	294
India	100	107	114	124	133	142	151	165	183	205	228
Japan	100	103	102	104	109	112	114	119	125	132	140

Source: IMF-World Economic Outlook, April 2007

<Table 3> Consumer prices
(percent change from previous year)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Korea	4.9	4.4	7.5	0.8	2.3	4.1	2.8	3.5	3.6	2.8	2.2
ASEAN+4	6.6	5.3	29.6	10.3	2.8	6.6	6.1	4.0	4.5	7.3	8.4
China	8.3	2.8	-0.8	-1.4	0.3	0.5	-0.8	1.2	4.0	1.8	1.5
India	9.0	7.2	13.2	4.7	4.0	3.7	4.4	3.8	3.8	4.2	5.8
Japan	0.1	1.8	0.7	-0.3	-0.7	-0.8	-0.9	-0.2	0.0	-0.3	0.2

Source: IFS

<Table 4> GDP per capita
(current US dollars)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Korea	12,258	11,474	7,528	9,558	10,891	10,177	11,504	12,711	14,181	16,444	18,392
ASEAN+4	1,769	1,625	987	1,180	1,237	1,168	1,308	1,463	1,597	1,751	2,090
China	699	771	817	861	946	1,038	1,132	1,270	1,486	1,716	2,001
India	406	433	428	448	455	461	473	543	618	712	797
Japan	36,898	33,837	30,645	34,634	36,811	32,234	30,809	33,180	36,076	35,672	34,188

Source: IMF-World Economic Outlook, April 2007

Significantly, while growth during the earlier preceding period was largely based on increased in puts, there are indications that recent growth is to a greater extent based on productivity gains, and therefore, more durable.

Although domestic demand was more important than in the pre-crisis period, reflected among other things in strong import growth (Table 5), exports remained a major motor of growth (Table 6), helped by growing global demand, in particular from the US. This led to a greatly strengthened external position of Asia.

External position

Asia has remained a high saving area, and current account balances have been in surplus - with the exception of modest deficits in India - and after Korea and the SEA countries achieved a quick reversal from the crisis-induced deficits (Table 7).

<Table 5> Import Growth

(percent change from previous year)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Korea	3.7	5.0	-2.8	8.6	19.9	-12.7	8.0	19.3	31.0	12.0	14.4
ASEAN+4	5.7	6.4	-4.5	11.3	18.0	-11.1	5.8	8.2	20.3	12.7	16.3
China	1.5	21.0	0.5	6.1	27.8	6.8	22.4	34.6	35.4	28.4	27.2
India	8.1	5.7	-4.5	6.7	18.8	2.3	16.2	17.1	30.0	29.7	21.0
Japan	-7.3	2.4	-7.8	8.1	14.3	-15.8	3.3	13.2	19.9	5.2	9.2

Source: IFS

<Table 6> Export Growth

(percent change from previous year)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Korea	3.7	5.0	-2.8	8.6	19.9	-12.7	8.0	19.3	31.0	12.0	14.4
ASEAN+4	5.7	6.4	-4.5	11.3	18.0	-11.1	5.8	8.2	20.3	12.7	16.3
China	1.5	21.0	0.5	6.1	27.8	6.8	22.4	34.6	35.4	28.4	27.2
India	8.1	5.7	-4.5	6.7	18.8	2.3	16.2	17.1	30.0	29.7	21.0
Japan	-7.3	2.4	-7.8	8.1	14.3	-15.8	3.3	13.2	19.9	5.2	9.2

Source: IFS

<Table 7> Current Account Balance
(percent of GDP)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Korea	-4.1	-1.6	11.6	5.5	2.4	1.7	1.0	2.0	4.1	1.9	0.7
ASEAN+4	-4.9	-3.0	8.2	6.5	5.2	4.0	4.1	4.7	3.3	2.1	4.8
China	0.8	3.9	3.1	1.4	1.7	1.3	2.4	2.8	3.6	7.2	9.1
India	-1.6	-0.7	-1.7	-0.7	-1.0	0.3	1.4	1.5	0.1	-0.9	-2.2
Japan	1.4	2.3	3.1	2.6	2.6	2.1	2.9	3.2	3.7	3.6	3.9

Source: IMF-World Economic Outlook, April 2007

Because of current account surpluses and capital inflows (including FDI, especially into China), foreign exchange reserves rose dramatically (Table 8).

<Table 8> Foreign Exchange Reserves
(billions of dollar)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Korea	107.0	142.8	149.2	157.7	168.3	215.6	291.1	408.2	614.5	821.5	1068.5	1159.4 ¹
ASEAN+4	20.2	24.7	27.3	32.7	37.9	45.9	67.7	98.9	126.6	131.9	170.7	192.4 ²
China	216.6	219.6	215.5	286.9	354.9	395.2	461.2	663.3	833.9	834.3	879.7	892.7 ²
India	34.0	20.4	52.0	74.0	96.1	102.8	121.3	155.3	199.0	210.3	238.9	242.7 ¹
Japan	93.0	70.9	86.4	104.4	101.9	102.6	115.7	133.5	162.6	169.5	208.4	218.5 ¹

¹ February 2007

² March 2007

Source: IMF-World Economic Outlook, April 2007

The strong external position was further enhanced by a relative decline in external debt (Table 9) and, in the case of the former “crisis countries”, a significant reduction of the relative importance of short- term debt (Table 10).

<Table 9> External Debt
(percent of GDP)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Korea	28.2	33.7	47.4	34.4	28.9	26.7	25.9	25.9	25.3	24.1	23.9
ASEAN+4	46.9	54.3	105.4	79.4	72.3	70.3	60.4	54.6	51.6	43.5	36.0
China	20.2	19.5	17.9	16.9	15.6	14.0	12.8	12.7	12.8	12.5	12.3
India	25.9	24.7	25.8	24.6	24.5	23.7	23.2	21.2	20.0	18.4	19.2

Source: IIF

<Table 10> External Debt
(short-term/total external debt)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Korea	48.2	36.6	24.2	28.1	33.5	31.3	34.1	32.2	32.7	34.6	39.1
ASEAN+4	30.9	26.8	20.0	14.9	13.2	14.9	15.3	15.6	18.4	19.5	22.5
China	29.0	29.7	26.2	24.1	26.4	26.9	31.1	37.7	42.3	49.7	51.8
India	12.0	10.5	9.8	10.0	10.7	10.3	11.2	12.0	12.9	12.3	11.9

Source: IIF

The accumulation of foreign exchange reserves in Asia, impressive as it has been, has not escaped criticism. Two arguments have been made:

- first, reserve accumulation is not the most productive use of resources and also is subject to currency risk;
- second, the large reserve accumulation is an indication of limited exchange rate flexibility. In other words, the central banks, through buying foreign exchange, are keeping currencies from appreciating.

As far as the first argument goes, I think the cost of reserve accumulation is an insurance premium which countries are willing to pay - after the traumatic experience of the Asian crisis - in order not to get into a similar situation. At that time, even enlarged IMF loans, together with World Bank and ADB credits, were not sufficient to

stem the depletion of foreign exchange reserves in the face of sudden and huge capital outflows. As far as the second argument goes, Asian currencies have in fact appreciated, reflecting the stronger external position, and the evidence of currency manipulation is not conclusive. There is, nevertheless, a persuasive case for greater exchange rate flexibility, in particular in China, for domestic macroeconomic reasons as well as to contribute to a gradual resolution of global imbalances which, if going unchecked, may hurt everybody.

In any case, I think that at some point in time, Asian governments will decide that the insurance premium is high enough compared to the risk. So we will probably see, apart from further diversification of reserves away from USD, increased investment in higher yielding but riskier assets as well as in foreign physical assets, together with more exchange rate flexibility and further market opening. All this will slow the trend of rising foreign exchange reserves.

Finally, it should be mentioned that the strengthening of Asia's external position is not due to increased protectionism, but took place during a period when progress in external liberalization was made. The crisis countries included market opening measures in their recovery programs. Korea also took liberalization measures as part of its membership obligations in the OECD, and China has been taking steps under the protocol of accession to WTO. Barriers to external trade are also being removed under a number of bilateral agreements which Asian countries have concluded. However, I should add that this is a sub-optimal route since it involves diversion of trade from non-participating countries.

Let's now turn to the reforms.

Spread of reforms

Reforms are not new in Asia. In the period preceding the last decade, they were undertaken by various countries sporadically, usually under IMF programs, needed to overcome BOP difficulties, or, in the case of Japan, under external pressure. But the reform efforts were

accelerated and expanded under the impact of the “Asian crisis ” which exposed a number of structural weaknesses in the economies, in particular in the financial sector.

Korea and the SEA countries made a major effort to correct these weaknesses. They had little choice in acting decisively, in the face of depleted foreign exchange reserves, runs on banks, and bankruptcies of corporations.

India’s reform efforts had started earlier, again in the context of a major BOP crisis in the early nineties. China had started experimental reforms even earlier, together with the opening of its economy in the eighties, and broadened them significantly during the past decade. Japan, after the collapse of the asset markets in the late eighties, undertook reforms only gradually, because unlike in Korea and the SEA countries, there was no pressure of an immediate crisis. However, as the banking and corporate sectors deteriorated further and growth remained stagnant, the necessary measures were eventually taken.

Elements of Reform

The actions undertaken can be grouped under external and domestic liberalization, and restructuring.

External liberalization included the dismantling of export and import licensing (India) as well as of import and export monopolies (Indonesia); the removal of barriers to trade and services (Korea, Japan, China); and the opening of the capital account.

Part of capital account liberalization had occurred before the crisis, and there has been criticism that this came too early, i.e. before the banking system was reformed, and that this contributed to excessive short-term borrowing and unprofitable domestic lending – important factors triggering the “Asian crisis”. This criticism is justified and the right lesson has been learned: banking reform has played a prominent role in the aftermath of the crisis, while at the same time

the trend towards capital account liberalization was not reversed, but was strengthened.

Domestic liberalization included reducing or eliminating the over-regulation by the government of production, investment and other activities (in particular in India); the dissolution of monopolies granted by the government (Indonesia); and the reduction or elimination of various subsidies which freed budgetary resources for more productive uses.

Wide ranging measures of restructuring affected corporations and the financial sector. Corporations were financially restructured to clean up their balance sheets (debt rescheduling, haircuts, debt-equity swaps) and operationally restructured to increase their efficiency (concentration on core tasks, spin-off of unprofitable units, etc). At the same time, higher governance standards were introduced (disclosure requirements, independent directorships, minority shareholders' rights, accounting standards etc). In addition, there were the beginnings of labor market reform and expansion of social safety nets.

An important part of reforms was also the setting up of new or the strengthening of existing institutions, in particular competition authorities and financial supervisory authorities. Central Banks were made more independent, following a global trend. The heart of the reform effort was the restructuring of the banking system. By now, a significant part of the task has been completed in Korea, the SEA countries, and Japan, and efforts are ongoing in China and India.

Financial restructuring

In the former "crisis countries", the first task was to save the system from collapse through a large infusion of public money used to guarantee depositors, buy NPLs from banks, and recapitalize viable banks. The rescue was conditional on bank owners taking a loss and on the adoption of a recovery program by bank management.

In the course of bank restructuring, a number of non-viable banks were closed, others were merged, and banks taken over by the government were privatised.

Furthermore, banking regulations and prudential regulations were updated and brought closer to best international practice. Banking supervision was modernized and strengthened. Like other sectors, the banking sector was opened to foreign investment.

These reforms have significantly changed the banking landscape in Asia compared to the pre-crisis time.

One lesson which was learned during the banking crisis is that a “blanket guarantee” by the government to depositors is essential in preventing a collapse of public confidence. Such a guarantee was initially resisted (including by the IMF) because of the “moral hazard” (deposits and loans are made without due regard to soundness) and the potentially huge liability of the government. The controversy initially worsened the situation, particularly in Indonesia, where the guarantee was introduced only after some delay.

Reform controversies

Reforms have always been controversial and politically difficult, in Asia as well as elsewhere. But the controversies came to a height during the Asian crisis. I will mention three of the arguments made, and provide some comments.

The first argument was that reforms deal with longer-term issues, and their implementation during a crisis diverts policymakers from the immediate issues of crisis management. IMF programs were, in particular, criticized for containing too many conditions relating to reform measures. A few points can be made in response: first, this argument does not apply to banking reform. In the face of runs on banks, vanishing public confidence, and the threat of a collapse of the payments system, banking rescue and reform had to be part of crisis management and could not have been postponed. Second, the

need for reforms in several areas had become obvious during the crisis. Without initiating steps in this direction immediately, governments would have lacked credibility to deal with the crisis. They would also have lost the confidence of markets which were needed to restore calm, as well as the trust of official international lenders, which were needed to provide financing in order to stop the rapid exchange rate depreciation. Finally, as historical experience shows, very often reforms are made only under crisis conditions, when the political and social obstacles are more easily overcome than in good times. So, Korea and the SEA countries used the crisis as an opportunity to make long needed reforms, just as India had done earlier, and they were right.

A second argument was that reforms entailed hardships to some groups of society and caused therefore, social disruption. This deepened the economic crisis and worsened the political situation (Indonesia). There are indeed hardships for some in the short-term, particularly in the case of external liberalization and labor market reform, but there are long-term benefits for all. The solution is, therefore, not to stop the reforms. Rather, the government should recognize the hardships during a transitional period provide protection and help to the groups adversely affected. All crisis programs contained, therefore, provisions for improving the “social safety net” (e.g. unemployment compensation, health insurance, re-training schemes etc). Although countries undertaking reforms were trying to mitigate their side effects through increased social protection, not enough in this direction has been done.

A third argument which was sometimes made is that reforms, especially those undertaken under the crisis programs, reflected the preferences of advanced countries and imposed “Western values” on Asia. This is nonsense. Reforms have their own economic logic and governments undertake them for their longer-term benefit to the country’s economy. Besides, reforms face the same political and social difficulties in non-Asian countries (look, for instances, at the controversies surrounding labor market reform in the EU or health

and pension reform in the US).

By now, the arguments against reform in Asia have calmed down, as they have been overtaken by events showing their overall benefits. There is now a fair consensus that:

- reforms are necessary for sustained growth in a globalized environment, and that
- socially undesirable short-term effects have to be recognized and ameliorated.

Results of reform

As I said at the beginning, reforms – although still incomplete - have already transformed Asian economies over the last 10 years. Let me mention the most striking features:

- Government directives have been largely replaced by market signals, there is more competition, greater efficiency, transparency, and accountability. International standards are more prevailing, the markets are more open, and the economies are more closely integrated into the global economy.
- The banking system is generally much sounder, with high CARs, low NPLs, healthy loan growth, adequate provisioning, and restored profitability. And banks are better supervised.
- International confidence has been restored and risen, as evidenced, among other things, by the growing flow of FDI.

Compared to 10 years ago, Asian economies are on more solid ground for sustained growth, and are more resistant to crisis. The question is, where will Asia go from here, and, despite the achievements made, are there important challenges left?

Outlook

In my view, the key challenge is to maintain strong economic growth in the region. With the exception of Japan, per capita incomes are still comparatively low. (Even in Korea, per capital in-

come is substantially below the OECD average.) More catching-up with advanced countries is, therefore, needed.

Although past performance and the structural changes in the economies achieved through reforms inspire optimism, we have to recognize some restraints on rapid growth – in the nearer term infrastructure and energy, in the longer term demography and environment.

More importantly, continued strong growth will depend on the success of policy makers, in the social and political context of their respective countries, to sustain productivity growth and competitiveness. The means to this end are well-known:

- first, to upgrade education, research, and health care – to be achieved in the context of competing demands on the budget.
- second, to complete the unfinished agenda of reform which is still considerable, in particular in the areas of external liberalization, deregulation, the financial sector, and the labour market – to be achieved in the context of sometimes considerable social and political resistance.

Given the recent experience of reform which I have reviewed, there is good reason to assume that Asian policymakers will be able to make further progress in this area.

But there are two more challenges which in my view are important for the long-term economic success of Asia:

- The first is the safe-guarding of social harmony through a major expansion of the “social safety net”, including unemployment protection, minimum income protection (i.e. through a negative income tax), health insurance, and a fair pension system. This will be a difficult challenge since it has to be accomplished without stifling incentives and while maintaining sound public finances.
- The second is the greater economic and financial integration of

Asian countries, including the regional labor markets. This will also be a difficult challenge and probably be a slower process than in Europe, due to the much greater diversity of countries in Asia and also because of remaining unresolved political friction points (China – Taiwan, India – Pakistan).

So, while Asia's future looks bright, it is not without major challenges. Having spent much of my professional career working on Asian countries, I think they have the potential to meet these challenges successfully, and I sincerely wish they will.

Economic and Financial Trends and Challenges in Asia (II)

Gregory Fager

Director, Asia/Pacific Department, IIF

Thank you Mr. Chairman and Mr. Shin, it is always a challenge being the last man up on a panel, it is much more difficult because of the distinguished panel that is here.

Let me move on, we have had a tremendous amount of background on Asia and the global economy and I think that sets the stage for where Asia is now and where we think it is going now. When we look at the growth profiles for the leading emerging markets in Asia, this is a familiar picture, we see the dichotomy between the rapid growth and development we see taking place in India and China and what's happening to the Asian Five, which are the five economies most affected by the "IMF" Crisis. And I think what is very telling than this, it is much more subtle than what the picture shows.

This year marks the fourth year in which the Asian Five have under performed their peer group. That is that the growth in these economies, Korea, Philippines, Malaysia, Indonesia and Thailand is below that of the peer group of emerging markets around the world and it's been four years now.

And we all know this picture now, I think Hung Tran has his numbers behind all of this, obviously the build up in reserves has been dramatic in Asia, even when you take out China, every leading emerging market has had a significant increase in reserves over the

past year. And I draw your attention to this because I think this is in fact still the legacy of the 1997 crisis, the idea is that you still can't safeguard yourself enough against financial turmoil and you do that with a stockpile of reserves, which I think is not the case. And in fact if you look around the region, the export-led growth model has led to current account surpluses for every country with the exception of India, obviously China dominates this, but every country has a current account surplus. And the circumstances are such that we are seeing a sharp increase in capital flows.

Now when we talk about the financial crisis, there is no chance that there will be a financial crisis in the near term, but I think that Asia is facing a growth crisis. The whole notion that you will build security with reserves is misguided; the export-led growth model has seen its time. You build safeguards against financial stability with dynamic economies, with flexible and deep financial markets. I was a bit discouraged for example of the Kyoto meetings of the ADB; the focus of the governments was on pulling their reserves to protect against financial crisis. This is an old story; this is a policy that was meant for ten years ago not for now. So I am not sure the governments quite understand that the challenge ahead is to generate growth in a competitive environment. There is a story though behind the increase in capital flows that deserves attention, we are now seeing for the first time a sharp run up in debt-creating flows. Before Asia relied more heavily and certainly since the crisis on equity, on non-debt creating flows and now the signals is that it is creating an incentive to incur debt again. Again I want to emphasize we are not near a crisis proportion.

Let's look at some of the key factors; looking at domestic banks external assets and liabilities in Korea we can see in 1996 a very large gap between the external liabilities. This is the epicenter, this is ground zero for the financial crisis, tremendous borrowing abroad, it was refunding, it was funding short-term obligations, it was funding bad credits at home and the crisis we all know what happened. Now look at what is going on now, there is another huge imbalance that

has emerged. Again I want to emphasize that I am not calling for a financial crisis in Korea, market signals dictated that banks take these positions. Today in the *Wall Street Journal* they highlighted that part of this might be to do with the shipbuilders hedging against their foreign exchange earnings and there is no doubt that this is part of this. But we now see this big imbalance emerging in Korea and we are getting signals from the official side that there is great concern on what is happening here.

The Central Bank in its Policy Minutes, the last released policy minutes drew tremendous attention to this, they are worried about this increase in short-term borrowing. I believe just a week or two ago, the FSS came out and said, "Wait a minute we see a big ramp up in credit in Korea, maybe there is a too much lending to small and medium enterprises". I draw your attention to this because some of the factors that we discount as we have put so much distance between the 1997 Crisis, we are starting to see financial markets react in the same kind of way. There will not be a crisis, Korean banks are better managed and they are better capitalized. But we do know that this will correct itself and it will have an impact on the Korean Economy. The question is how smooth and we see that Korea is really reacting to the signals of the global economy, this is carry-trade, this is the thing we are all talking about and it is coming here.

Look at Thailand, what is happening in Thailand? Political and policy uncertainty has suppressed investment and depressed it in a way we have not seen since the 1990s. And you can't take for granted that the Asian economies will always now be the source of growth and development for the rest of the world. And here is where Thailand backs up on its political process and the government puts in this slew of policies that are essentially restrictive on investment and certainly create more uncertainty for the future. So we see Thailand enter a period of slow sustained growth. There is no question there is no financial crisis coming in Thailand. We saw tremendous market upheaval at the end of the year when the Central Bank turned to capital controls to try to manage the economy, try to man-

age the exchange rate. We saw fifteen percent drop off the stock market in one day. So we are not talking about a financial crisis, we are talking about a growth crisis. And I think Thailand has entered a prolonged period of what we would call below-trend growth. It is not going to clear up this year when a new government is installed; Thailand has fundamental problems that they are not addressing.

Indonesia, now here is a country that should be commended for its dramatic success in stabilizing the economy. The budget is under control, the Central Bank after losing grip of monetary policy two years ago, tightened up and stabilized the market, stabilized the foreign exchange market, and has actually been easing, inflation has come way down, it is a text-book picture of macroeconomic stability. That's great, we don't see a crisis in Indonesia, and I am not worried about that. But look below the surface, look at monthly oil production, it has dropped below one million barrels a day at a time when oil prices are at record levels, Indonesia's production is falling. Now why is that? They are not running out of oil. If you looked at a map of Indonesia, Indonesia actually stretches out the same size as the United States and most of the area has not been explored. This is the paralysis and shortcoming of economic policy, structural policy in Indonesia. Oil production should be rising rapidly now, they have the reserves, and the government can't put the right policies together. We are seeing again, that Indonesia is doing well, it is growing about 6%, and it is doing better than its peer group. It should be growing 10%, it should be growing 12% with this population and this resource base at this time. But this is an example of a shortcoming, again the growth crisis.

The Philippines is the only place that I can say right now that has actually turned things around. It isn't that odd when you think about Indonesia for me to lavish praise on the Philippines. But again it is not really structural change going on here, for the first time, in maybe five or six, the Philippine government has achieved fiscal stability. It has reigned in the chronic budget deficit. In fact it was only five or six years ago that we were worried that the Philippines would en-

ter another financial crisis. The budget deficit rising to 5 to 6 % of GDP, the Philippines losing credibility in the markets, the spreads were five to six hundred basis points putting it way out of bounds even with the poorer Latin American countries. But that has all been contained and that has all been controlled. The problem with the Philippines again is with the structural reforms. Fine, they fixed the short-term balance, no financial crisis, but look at the structural reforms here, tax revenues are well below where they need to be, the government needs to expand spending on education. For any of you who have been to Manila, it's no secret to say they need more infrastructure, they don't have the resources to do this. The structural development in the Philippines is not supporting sustained strong growth.

Malaysia, how can you have too much of a good thing? Well here it is, a current account surplus of 25 billion dollars, I think that is 15, 16 or 17% of GDP. This is telling you there is an imbalance, we are often critical of consuming nations like the US for running a current account deficit, we should be equally critical of an economy like Malaysia. Something is wrong with this economy when it runs a current account surplus that is 17% of GDP. Well, we know they have been reluctant to move the exchange rate. Only now is the Central Bank easing back controls on the exchange rate. And again, look at Malaysia, it's doing fine, the growth rate is about 4 to 5 percent and that is respectable but it should be higher than that. This economy has great advantages, it has a great infrastructure but it is under-performing.

Now let me turn to India and China because this is what everybody is focusing in on and I think this is the lesson for the other Asian economies on what is happening. One thing that is different now in India than was the case for really most of its independence is the huge increase in reserves. India no longer has the balance of payments constraint, which has really dogged the economy since independence. Whenever growth started to rev up, imports would rise, the current account deficit would soar, and you would have not

so much a financial crisis but financial turmoil that would lead to a spike in interest rates and a slow down in growth. Those days are gone now and that is the big difference.

Current account balance, I think the IMF is forecasting a 20 billion dollar current account deficit; we are more optimistic than that. One of the key features that has happened with reform in India has been that the export sector has come alive, and I mean export of goods and services. Of course we all know what the software development and the outsourcing has done. So we think the current account will be contained, we don't see a crisis coming; we don't even see an interruption. However, India is not on a sustainable growth pattern, look at this growth in domestic credit, we know these numbers, we saw these numbers in Thailand, Korea and in the Philippines and Malaysia before the crisis emerged. Really, when you are having credit growth of 30 plus percent a year, you know there is a problem, it is very hard to put on quality loans with this kind of growth performance. It is true that India is underdeveloped in the financial sector and certainly in bank lending, now it is catching up, but again it is too much of a good thing, the structural factors in India do really call for a slower growth performance and this is the key issue to watch.

Inflation in India is, if I was to only look at one variable, in fact the first thing I would look at when I am starting to review India's inflation, this is what throws governments out, this is what creates political turmoil and this is what ultimately governs economic policy. And we see that the inflation, wholesale price inflation has edged up above the target of 5%, which means the policy environment needs to be tighter. We see more importantly, and this is a worldwide phenomenon, that the primary article here is mostly food and this has taken off. Unlike previous problems where you had previous agricultural shortfalls in India, the government just can't go out and buy cheaper food because it is expensive all over the world now. So this is a real key problem here, India has thrown down growth to contain inflation and you can see what has happened. We think that they

have reacted too slowly. A year ago we were calling for more and more adjustment. And this is a thing that all of the Asian economies have experienced throughout the 1990s; you begin to believe the press that is written about you. "The Asian Tigers can do no wrong, they've got a new growth model." I think Hubert alluded to this earlier as well. And that is a bit of what we found in India, the government thinks that the economic laws are different. Well, the past couple of months have shown that is not the case. And you see the ratcheting up of the Repo Rate, which is really the rate that indicates monetary policy and they have had to raise it significantly this year too. Look at the Yield Curve, it has taken off too. So we are on a very strong performance with India but it is not a sustainable performance. In fact, we think growth peeked about four or five months ago.

The stock market gets everybody's attention these days. India has clearly outperformed its peer group and justifiably so. If you were to look at corporate profits in India, it is truly a miracle; it is leading the world so you can expect a stock market that is stronger than its peer group. But however, we do think the growth has peeked, it's turned, and these are the things we should be looking at as we go forward, but again we do not see a crisis.

Turning to China. India and China are always talked about in the same breath but when you look at the numbers you realize that they are really very different. China's exports goods and services despite the improvement in India is five times that of India. China really is the modern miracle but what does everybody focus in on China, it's the stock market. Even Alan Greenspan threw in his hat a week ago, I don't think he used the exuberance, but he said we are due for a correction. We've had a small correction in the stock market. To a certain extent I don't think people quite appreciate, if you look at what has happened over the past couple of years, here's an economy that is reportedly growing ten percent, it's actually growing much faster than that. And you found that the stock market is under performing it's peer group and that is because of the structural problems of its stock market and the financial sector. Big impediments to those

problems were solved with the share issues of the overhanked state enterprise stock and that cleared the way for the stock market boom. In a sense though we are catching up with where we should have been before, I hear all these calls for the overvaluation of the stock market and we know there is a correction, when you run up almost 200 percent in a year that is unreasonable and everybody expects something to fall from that, it's a bit like Newton's Law. But in fact there is a lot to the stock market and there will be more coming, with new IPOs and new issues. China is developing its financial sector and this is a good example of it.

This is what everybody worries about, as of last Friday, there were a hundred and two million accounts opened, that's an enormous amount of liquidity coming in. This is what the government worries about, the government though does not know what to do about this, and it does not have a market economy yet. It tries to talk down the stock market, it imposes a tax on stock transaction, the market falls shifting 16% and the government says, "Oh, no, no, we do not really mean that." The market is sound, the market is good, and you can see by their statements that the government does not really know how to deal with this.

When I think about what governments are doing, I often turn to what the officials say, and here it is always a good clue. Premier Wen Jiabao in his annual press conference, and this is my favorite event in China; this is when the Prime Minister basically takes questions from the press. He was asked about the Chinese economy and look what he says, and he says this optimistically, "There are structural problems in China's economy which cause unsteady, unbalanced, uncoordinated and unsustainable development." Can you imagine if President Roh or President Bush said that? You would have turmoil in your financial markets, this actually caused the stock market to fall 5% in about a week and since then the markets have about 40%. I will also say that this was actually edited, because we have the Chinese transcript and the English transcript and in fact he says in Chinese there are "monumental" problems and that was edited

out in the final version, so even he has good editors.

Chinese fixed investments, what everybody focuses on, this is the number released every month, and it is extremely misleading of investment. It is not what we define in the West as real investment. It has land acquisition, mergers and acquisitions; it has all these things that pollute the statistic. We use it as an indicator of economic activity and you can see that in 2007, it confirms what we already knew, that economic activity is picking up again. But again this is used to overstate imbalances in the Chinese economy that I think are stressed too much in the West.

And the big concern again, as with India, is price inflation. But in this case it is very different than India. In the case of China, we look at 3% as a bit of the threshold and I think as we said in one of our reports, at 3% the Central Bank will tighten again, which they did do and I don't think that takes tremendous insight. But here it is quite interesting, I was in China last weekend and the government says this is mostly food price inflation, and mostly it is when you look at the numbers and they say that that is not bad. And it is very rare to find a country that says it is not bad to have food price inflation. For them that redistributes wealth from the more successful urban dwellers to the rural poor, so you have a fairly benign attitude by the government on this kind of inflation, which is very unusual.

Bank loans again, 16%, this is fueling this boom and everybody is calling for an end to the Chinese overheating; this is going to go on for sometime. And the question is this, is the Central Bank going to go on tightening? We did a back-of-the-envelope calculation, and it is how much is injected into the monetary system from the huge system of reserves every quarter. And what is interesting about this is what is the Central Bank doing to neutralize that? They are issuing Central Bank bills and they are raising the reserve rate requirement, I think they have raised the reserve requirement eight times over the past year. But what we see is that they are actually not neutralizing this impact because the government still wants strong growth and so

we see these reports that they are raising the reserves and tightening policy. Well, they are sort of tightening policy but they are under tremendous pressure to keep strong growth in China and we don't think they are offsetting that with reserves.

Finally, in the Capital Account Surplus, you know China's numbers are at a very immature stage of developing their statistical numbers especially when it come to the Balance of Payments. And the Chinese say to me, "see our current capital account surplus is leveling off, therefore there is no speculation in our exchange rate". And I have to keep a straight face and I say, "I understand". But in fact, a lot of what is happening in the current account is this is the way funds are being channeled into the country and it is not true to say there is no speculation. There is a tremendous effort by global investors to get a hold of local currency assets here; one of the avenues is through the Current Account because it is really quite open.

Now when we look at imbalances and how they can be solved, this can be a very discouraging word, many people talk about exports and they talk about higher exchange rates, they say if we had higher exchange rates maybe China's exports will slow and it would be more competitive with the rest of the world. But you know what is happening, there is a huge structural change going on in China. And it is very subtle but very important, that is as everyday China grows, it is building its own supply network. It's developing domestic sources, it does not depend as much on foreign partners for inputs, it's developing its own supply chain and you see that here. Now it's a bit difficult to understand the Chinese definition, but process trade, that is that exports built up by imports, it's not quite re-exports, but they call it processing because there is an import component here. Look at ordinary trade, that is just imports that just come in that they identify comes through the domestic economy and what's happening here imports need to satisfy the growth of the domestic economy even with this huge increase in the resources demand. So they are developing their own supply network, so it is going to make turning that trade imbalance around that much more difficult.

And here is the area of big concern, the trade surplus with the United States, the policies are really becoming an issue of will we really have trade protectionism. The United States took a step, a really small but significant step in putting counter-veiling trade duties on China. They haven't done that in more than 20 years, they lodged complaints with the WTO, and they have taken the first few shots at this. We know there is a very restless Congress in the United States eager to do something to China.

And we are always trying to guess the Exchange Rate, what will they do, why won't they do it? Now that it's in a managed floating exchange rate, it has complicated my life because I like it when it was fixed against the dollar, I didn't have to think about it. But now I have to think about it, are they going to move it? Are they going to move it faster or slower? In fact they have just started edging up, they have increased the daily band, they are not really going to let it go that much faster, we think there will be a progression by year.

But I have spent a lot of time doing this; again as any economist will tell you, what is it that policy makers are saying? So I turn to the Central Bank, and in their report for 2006 this is what they say "keep the RMB exchange rate basically stable at an adaptive and equilibrium level." Who knows what that means? I can't translate that. In fact I would put up the 2007 annual report, which was just released a month ago, except I like to use their translation, the Chinese words are exactly the same as a year ago. I have some of my friends in New York who are called "Fed Watchers" and if you know these guys they are remarkable breed of economist, they know the Fed inside and out. And some of my friends who do this, I will call them up and say to them "What do you think of the last Fed decision and the monetary minutes on the Federal Reserve." A friend of mine, a favorite Fed Watcher will say "You know, the Federal Reserve has not made that statement since 1989 in the third quarter." And they know every word and every thing that has been said for the past twenty or thirty years and that is what Fed Watching is all about. So I am going to apply that to China, I said, these guys in

New York are so smart, I will be as smart as them on China. I went back and looked on all the old publications of the Central Bank in China and in 2003 they said exactly the same thing. So what I was thinking, this makes my life harder as an economist; I can't really be a PBOC watcher. They say the same thing and they keep saying same thing over the years. And I thought to myself, you know the Chinese really have it right here, because after all is done, the Federal Reserve really does the same, it tells you nothing.

And to show you that, I bring up to you what Alan Greenspan's wife said to him, she said this was before they were married, "He claims he proposed three times before I was able to understand." So I think the Chinese are probably right and the Fed is wasting a lot of time. Thank you very much.

Korean Banks: Operating in a Changing Environment (I)

James Ahn

Principal, McKinsey & Company, Hong Kong

Good afternoon! Today I am going to speak for just 15 minutes as we have other panelists who are giving presentations afterwards. There are basically three things that I want to talk about. The first is an overview of the challenges and opportunities in the Korean banking landscape. Second would be what I call the eight imperatives for Korean banks—how do you, as a Korean institution, capture the next wave of opportunities through capabilities-based competition. And finally, because the theme of today's session is globalization, I do want to talk about how important globalization really is for banks. I think that in the press you would have read a lot of articles about Korean banks that are opening branches in China and expanding into Russia and Kazakhstan. Today I just want to put a little context around my personal view of how important this globalization effort is for Korean banking institutions.

Challenges and Opportunities

As you well know, the Korean banking industry as a whole is a maturing industry, and in fact there are limited growth options in the Korean market, as most of the key banking products that have stimulated growth are actually slowing down. The second major trend is that the customers themselves, all of the corporate and even some retail consumers, have increasing needs for integrated regional and global services. So as these companies go overseas they have more need for a regional service. The third major trend is that the competi-

tion in Korea is intensifying. Obviously, many of the foreign players that have come into Korea have increased the level of competition. And then finally the fourth trend may not have much to do with the Korean market itself, but there is substantial growth potential outside of Korea. If you look at neighbors in China as well as India, this is a very important regional trend that open up potential opportunities for Korean financial institutions.

In looking at the level of penetration of various products in Korea, you find that most of the plain vanilla products that have been driving the growth of the Korean market, for example, corporate banking, credit card, and personal unsecured credit, are now very mature in the Korean market. However, there are not many product sets that are emerging as high growth, high potential markets.

I think the second factor here is consolidation, which in Korea is also challenging future growth. If you look at the concentration of assets among the top five banks in Korea, today it is already 86%. This makes Korea one of the most highly consolidated banking markets in Asia outside of Singapore and Hong Kong. So if you are looking for consolidation-driven growth in Korea, that game is largely over—there is likely to be one more round of consolidation, but beyond that, consolidation is largely complete in Korea.

Third if you look at Korean banks, the portion of their businesses that is coming from overseas is largely low. Most Korean banks derive less than 5% of their income from overseas business. And if you look at some regional peers as well as other global financial institutions, a large part of their businesses is international. So obviously you have Standard Chartered, which operates largely overseas, but even regional peers like DBS have over 30% international business. The other interesting thing when you look at Korea is that Korea is the number 10 economy in the world, yet if you look at the top 20 financial institutions in the world there are no Korean institutions that rank in this group. Interestingly, there are several Japanese and Chinese banks that now rank among the top 20 finan-

cial institutions in the world, but Korean banks are still lacking in scale.

Eight Imperatives for Korean Banks

Based on this trend of a maturing market, what are the eight imperatives for Korean banks? And I am going to be a little boring here, because most of the time when you hear people talk about opportunities, they talk about globalization and expansion into either new markets or new products.

My belief is that, in fact, the number one priority today for Korean banks is the achievement of both operational excellence and cost management. This is very contrary to what most of the analysts would say, but I think that to become leading institutions, Korean banks need to be much more efficient and much better in their operations than they are today.

Second even in their core products, like credit cards, personal credit, and corporate lending, the banks need to come up with more distinctive value propositions that can sustain margins. If you look at what is happening to the margins in corporate lending or the margins in trade finance, these businesses are increasingly coming under pressure and becoming commoditized. So in the face of that commoditization, banks need to come up with more value-added services and they need to come up with distinctive offerings for their customers that will enable the banks to achieve higher margins.

Given the maturing and more competitive banking industry, local banks need to dramatically upgrade their risk management capability. Now, if you talk to Korean bankers, they will tell you, "We have installed world-class risk management infrastructure in our banks. Since the financial crisis we have dramatically reduced our NPLs and improved our credit processes." While I think that's true, Korean banks have largely focused only on credit risk, and they have not focused on other risks that will increasingly become more important, like

market risk, operational risk, and even reputation risk. And the overall risk framework in Korean banks today is still very rudimentary. As banks make the transition to a full implementation of Basel II in the next two or three years, you will find more cases of mishaps in risk management. And that will impact the P&Ls of the banks.

So the first three imperatives may sound very boring because they are basically the core bread-and-butter of banking. However in this moment of strength, when Korean banks are earning 13 trillion Korean won in combined profits, they need to go from being the best in Korea to being the best in the world. And in many of my discussions with banks in Korea I do not detect that sense of urgency around improving the business because they are operating at levels of record profitability. So as an external observer of the market I would encourage Korean banks to upgrade their levels of capabilities during this time of strength.

The fourth imperative is to capture the capital markets opportunity, as corporate banking is a low-margin and shrinking business. Earlier this morning you heard about a new Korean law, the Capital Market Consolidation Act, which will bring spur the development of securities and investment banking industry in Korea. What you find today is that for the world's leading financial institutions, banking itself is a very small portion of their businesses, that is to say, their overall profits. All of the world's leading institutions are moving towards capital markets-based businesses. And I think that the death of corporate banking is already a fact in the Korean market. Every corporate banker that you talk to, they will tell you that margins are shrinking, and that it is very hard to write new loans at sufficient levels of profitability.

So my fifth imperative is what many of you came to hear about, which is the imperative for globalization. I do think that it is important, given the slowing growth in the Korean market, that Korean banks look for pockets of opportunity in the overseas market. I have been working with Korean banks for many years, and I remember

telling the Korean banks five years ago that they needed to globalize and make acquisitions in other markets. Five years later, I am glad to hear that many banks are looking at these opportunities. Unfortunately in many markets it is already too late, so the real challenge is how Korean banks globalize as a latecomer. Because in every market that is reasonably attractive today, Korea is a latecomer.

I think the sixth imperative is around the war for talent and how do you build the breadth and depth of talent needed to succeed in a globalizing world.

The seventh imperative, as mentioned by Mr. Eldon today, is around brand building. How do you build a brand that is world class when you are starting from a relatively low base?

And the eighth imperative is that as banks increasingly become more regional and more global in nature, what is the operating platform (in terms of the information technology as well as the operating model) that will allow you to compete across markets. And what you will find is that for leading institutions like HSBC, Citibank, and ING a big source of their strength is their infrastructure, in having a common operating model whereby a customer in Korea will face the same level of service and the same level of sophistication as they face in Hong Kong or in the UK. And most of the Korean banks today, despite their very sophisticated IT infrastructure, are not set up to replicate that infrastructure in multiple markets. And what you are going to find, is that many of the Korean corporations, the leading *chaebols* who have very strong global businesses, are companies who will buy banking products from banks offering investment class service. So if you cannot offer them investment class service, they can easily go and get that service from HSBC or Citibank.

So those are the eight imperatives for Korean banks, and the first four may be very, very boring and you have probably heard them before. Let me go through some examples briefly, one extreme is Deutsche Bank. Only 23% of its business comes from banking busi-

ness, that is from net interest income and other fee-based income, while almost 80% of its business comes basically from sales and trading. And if you look at the transformation of HSBC from 1995 to 2004, under this morning's distinguished speaker Mr. Eldon, you see two important trends. The first one is diversification across products, moving much more into corporate investment and banking, and then you see its geographic mix moving away from Hong Kong into North America.

And then a quick word about brand building and the case of UBS, where it basically merged 12 different brands into one brand UBS, which now rates as one of the top brands of the world. With respect to the need for talent, of the top 80 managers in UBS only a third is Swiss and the rest come from other parts of the world.

Globalization and the Korean Market

So here we have come to the topic of today's session: globalization in the financial sector. Let me spend a few minutes talking about globalization. Basically when we look at the Korean market we believe that there are five ways or business models that Korean institutions can use to grow overseas.

There is product focus, so either you can be a very special niche player or you can offer the full spectrum of banking products.

Then there is customer focus, where you have a very narrow customer focus of basically the overseas Korean community or of Korean businesses that are operating overseas or you seek a broad business customer focus of basically all of the customers in the market. So at the most niche product level, you basically have a Korean bank that can be the international corporate banking service provider for Korean clients. I think that if you look at the Korean banks today then this is the natural model, to follow your customers. If your customer goes to Vietnam, you need to build a banking franchise so that you can service that customer. I think a second customer

focused model is quite interesting, which is a universal bank for Korean clients and communities. This is finding the Korean communities in Los Angeles, New York, Sydney, and China and basically being the broad-based service provider for all overseas Korean ethnic communities.

The third business model would be a regional niche product model, so if one of the banks has a very good credit card business, you could be a regional credit card business, basically following the MBNA model (before it was acquired) by expanding overseas through expertise and product.

The fourth business model is basically what we call the emerging market bank turnaround specialist; this is essentially operating almost like a private equity firm. This is being very opportunistic and saying that we are going to buy under-performing institutions in emerging markets, and we are going to use the expertise that we gained during the financial restructuring in Korea and turnaround that business. We are not going to integrate the institution with our bank; we are going to basically operate it as a separate entity and increase its share value through our value-added expertise.

The final model would be to basically become a Standard Chartered or an HSBC. We would be a regional universal bank that has deep penetration in every market where we operate, and we would operate as an integrated franchise across the region.

So these are the five business models, and I think that currently many Korean banking institutions are still at a very early stage in defining their strategies. And in fact when I talk with many of the banks and read what is in the newspapers, the same institutions are doing four or five of these strategies at the same time.

I will finish here, since I am out of time. As a bit of motivation or inspiration for Korean institutions, I offer one of my favorite case examples of globalization. Twenty years ago a bank in Spain called

Banco Santander ranked 152 amongst financial institutions of the world and it had a market capitalization of only €3.5 billion and less than 1% of its revenue was from outside Spain. So it was in an even worse position than many of the leading Korean banks today, as some of the leading Korean institutions are ranked number 50 or 60 in the world. In 2005, the global ranking of Banco Santander was 12 and its market revenue exceeded €70 billion and more than 60% of its revenue came from abroad. This is just a thought; there are other examples like DBS and Mitsubishi.

It is important to know that the window of opportunity for globalization is closing, and in fact that window is almost closed, yet Korean banks are just waking up to the fact that they need to go regional. But the competition is much fiercer than it was five years ago. And just because you wake up and want to buy a bank in some other country, be aware that it is not easy to do. There are a very small number of available assets and there is competition and not only from multi-national banks. I can tell you that I have spent time with some of the Chinese and Japanese banks and they are also hunting for the same assets as the Korean banks are. So my message to this group today is that while globalization is not the most important thing on the agenda for Korean banks, the window of opportunity is closing and I would urge the Korean institutions to wake up.

Thank you.

Korea Banks:

Operating in a Changing Environment (II)

SeokHo Lee

Director, Fitch Ratings, Hong Kong

I have been with Fitch Ratings for about four years to cover Korean banks and I am currently the primary analyst on the Korean financial sector. It gives me great pleasure to present Fitch's view on the Korean banking sector.

Fitch is clearly noting that Korean banks have enjoyed quite good performance in the recent two years after the huge losses in corporate loans during the financial crisis and more recently the Credit Card Problem in 2003, credit cards has been stabilized and this has substantially contributed to improve the bank's profitability and accordingly the capital position. Now the capital position is close to the target of many of them, 12% ROA ratio and 8% of Tier One Capital Ratio. I believe Fitch Ratings largely reflect this improvement in our ratings of Korean banks because for the past four years I mainly made major rating upgrades and no rating down grades for Korean names, and I also noticed that Korean banks are increasingly demanding in terms of their ratings.

In terms of loan growth in 2006, after the few years of conservative approach the banks forced very strong growth, about 16% for the system, which is double the normal GDP growth rate, and this strong growth was largely driven by two banks which is Hana and Woori. They posted over 30% loan growth in 2006, this strong loan growth not just for Woori and Hana but for the system as a whole are of concern for a number of reasons. Firstly, the task pushed down

interest margins for all banks. Secondly, the growth appears to be tipped towards the risky ends of the spectrum, particularly in those speculative property investors and even in the provision of the Yen carry-trade facilities. There is some concern of Korean banks sudden jump in foreign currency borrowing in 2006. But we understand that, these are mainly related to the Korean exporters increasing demand of the hedging activities and some foreign banks foreign operation arbitrary transactions. Regarding FX borrowing we do not have any serious concerns at this moment, because firstly the overall foreign currency loan only accounts for 7% of their total loans and second the banks FX position is normally neutral and strictly controlled and monitored by the regulator.

The very aggressive loan growth last year was driven by inequity reasons because they do not want to be relegated to a second-tier bank after Shinhan Bank merger with Chohung Bank in early 2006 which doubled their size and just recently its acquisition of LG Card. Finally, the banks are posting more aggressive last year, their strategy was to expand operating platform by extending more loans and later focus on cross-selling opportunities to pursue profitability, but so far we have not witnessed a tangible result from this strategy going forward this is going to be one of the main things to be watched along with the loan quality issue.

The bank's favorable profitability is mainly driven by stabilized credit cost, at the same time the top line growth revenue has been weakened due to the margin decline despite strong loan growth. NIM, the NIM of Korean banks has been favorable by international standards. Although the NIM is now under downside pressure, it is still at a good level by international standards. Hong Kong and Singapore is lower than Korea but have quite large fee-based businesses and therefore bring in more profitability. Chinese banks NIM is relatively weaker and this is one of the two structural weaknesses of the Chinese banking system along with their personal loan issue.

We met some Korean banks this spring for an annual review and

found that some banks' NIMs are further declining or still under downside pressure in the first half of this year. And most of the banks are focusing more likely on profitability rather than on asset growth this year. Overall we review that going forward Korean banks' NIM will be under more downside pressure not only because of competition between the banks but also competition with other financial service providers most notably securities brokerage house will likely be a challenge to other Korean banks, particularly given the expected consolidation of the marketing law.

Profitability in terms of ROA has shown remarkable improvement since the 2003 Credit Card Problem. Margins as discussed earlier are still at a good level and bottom line head by stable line credit calls including the capital gains on capital equity shares thanks to the large corporate restructuring in Korea. In the near term, Fitch believes that Korean banks could enjoy a similar level of performance, however in the longer term underlying profitability would be under downside pressure. To overcome this challenge we understand that banks now put more effort to expand their non-interest income, but we view that this may take longer than expected or may not be sufficient to offset margin decline. Having said that, achieving concrete progress non-interest income would be a positive factor to improve their ratings.

One thing we note is that banks have a security brokerage house as an affiliate under the financial holding structure but we view that on average the integration level with this non-banking business appears to be lower than we expected and does not generate enough level of synergy and this will be one of the major tasks in the coming years.

Korean bank's asset qualities is very good, its composition of all commercial banks at the end of 2006 stood 0.9% with a 160% revenue ratio and this is the best in the region. In this regard we can say or expect that the banks are ready to take more risk to achieve higher-level profits or to upset some negative effects from margin size. And Fitch views that with the experience during the hard time

of credit cost and most sophisticated risk management skill, in recent years they have put more effort to develop and thanks to a better quality of credit bureau service, they are now in a better position to do so.

Thanks to favorable profitability and gains from investment securities the banks kept a position, also showed an improving trend, although in 2006 some banks' aggressive loan growth lead to deterioration in their capital position. And then implementation of the Basel II starting from next year is also likely to be a negative factor, this is expected to bring down the bank's BIS ratio, although the banks can make some preparation for the smooth transition.

Now let me touch one of the hot topics in the Korean banking sector, which are property market and the related lending. The housing loan and the mortgage loan was the main driving force in the banks' recent growth and account for more than one quarter of total loans including some corporate loans to property under construction, it could be higher. As most of you full well know, the property price has been rising at a pretty high level for some years. According to the housing price index by Kookmin Bank, nationally they lost 12% in 2006 but in Seoul they lost 20% and in the southern part of Seoul they lost by more than this. The price appears to have stabilized this year thanks to a series of government measures after the double-digit strong growth in 2006. The relative property price does not show any substantial rise except for southern Seoul, which is regarded as a premium residential area. We view that the current market stabilization is policy driven rather than market driven so we will not be surprised if the market moves in either direction. Mortgage loans as a percentage of GDP is still very low compared with other developed countries and there may be further room to grow. In case of a price fall of the property price, Fitch agreed that the low LTV ratio, sector-wide around 50%, will allow the banks to be protected from possible losses, in the mean time we think that introducing some additional regulatory guidelines for instance debt-to-income ratio is likely to contribute to the banks better understanding of their borrowers and

ultimately facilitate further sophistication of risk management system. Previously we understand that the requiring general income documentation was not a general practice in Korea and it was not that easy due to the reluctance of the borrowers.

Regarding mortgage lending, Fitch has continuously pointed to two general weaknesses. They are mostly short-term loans and second they are mostly floating-rate loans, so borrowers are more vulnerable to any possible market event and ultimately to refinance risk however we have seen some significant improvement in terms of short-term maturity issue although the second issue of floating-rate still remains.

Just to wrap it up, Fitch views that the Korean banks will enjoy favorable operating performance in the short-run but they are creatures of the economy that they operate in. The economic environment has been quite favorable for a few years now, growth has been a bit slow this year in 2007, and the strong Korean Won is a concern for an export economy but should remain broadly sufficient for ongoing good performance for the banks. In the mid-term and the long-term the banks may face intense competition dragging their underlying profitabilities. The competition with other financial service providers mainly investment bank types and security companies particularly with the introduction of the Capital Market Consolidation Act would also be another challenge to the banks.

As explained earlier, given the government's strict stance on the property market and the property-related lending, the banks are said to do more risky and high-yield lending, like credit cards and unsecured personal loans. If the banks risk management system are at the different level we believe it will ultimately lead to some differentiating in the banks operating performance and it should be reflected in the bank's rating system as well. One of the banks are going to be successful in developing businesses or creating more synergy with non-bank affiliates will be a differentiating factor for the bank's status.

Finally the limited growth potential, because of the limited growth potential in the domestic market, some banks are looking to expand business to other countries. As a rating agency we do have a little bit of a different view, we view that it should be a gradual movement by firstly acquiring expertise in other countries and cultures, and secondly focus on the servicing the Korean corporations and Koreans overseas. Any major acquisition with a heavy negative impact on the capital is not going to be favorably accepted by the rating agency. We agreed that the banks should ultimately diversify revenue source, not only domestic market but also overseas. Fitch's main job is going to monitor how successfully they implement this globalization, so it is going to be our major duty as a rating agency. Thank you.

Key Current Issues in the Korean Financial Scene (I)

Jang-Yung Lee

Assistant Governor for International Affairs,
Financial Supervisory Service

Thank you, Mr. Chairman, for your kind introduction. I am trying to be the fluent learner of international organizations of making our financial regulatory system a more market friendly one. But there is always a challenge as you can guess.

Since I am in charge of International Affairs and an area called Macro-prudential Supervision, which is a new concept to the supervisory body, because it used to be the jurisdiction of the central bank in many countries. But more and more advanced countries' supervisory bodies are focusing on this macro-prudential concept, because its objective is to limit the risk of episodes of financial distress. It basically monitors and analyzes the impact of changes of macro-economic variables on the financial system as a whole. So they naturally focus on collective behavior of financial institutions, such as herd behavior and accompanied concentration of risk in certain sector and try to take preemptive measures trying to avoid any undesirable side effects.

In my presentation today I would like to briefly talk about real estate mortgage market problem which is also one of the manifestations of the banks' herd behavior and also small and medium-enterprise lending, which is a more recent phenomenon. And also the surge in foreign currency borrowing especially by foreign bank branches in Korea. Lastly some implications of the Korea-US Free

Trade Agreement accord on Korea's financial sector, especially our regulatory system.

First on the mortgage market problem, the recent data as you know, suggests that the rapid pace of mortgage lending growth has stabilized as a result of a couple of factors ranging from stabilizing housing prices to tighter lending criteria that the supervisory body has imposed over the last two years. And for the January-April period of this year, bank mortgage lending totaled only 1.3 trillion Won, which is a lot smaller than 5.2 trillion Won a year earlier.

Now the question I like to ask is, are the Korean banks able to absolve any negative impact of an interest rate increase and any potential fall in housing prices? The conclusion is that, judging by the size and composition of the mortgage loans as well as various indicators of financial soundness, the level of risk exposure of Korean financial institutions is fairly low. First, the loan-to-value ratio has steadily fallen and currently stands at 49%, which is very low compared with those of other developed countries. Secondly, the delinquency ratio for mortgage loan is also quite low, averaging about 0.8% as of the end of March this year. Third, looking at the structure of mortgage loans, the tenure of a mortgage loans has been extended over the last two years and now the share of mortgage loans with maturities of five years or more is 50.9% as of last year. Another indicator showing more stable loan structure is the share of loans with principal amortization requirements, not just interest rate payment that has increased from 23% at the end of 2004 to 52% as of the end of last year.

Many economists express concerns about household debt sustainability or debt repayment capacity of the household loans. It is true that as a result of the rapid growth of household borrowing, the debt service ability of household has fallen somewhat. As an example, at the end of last year the proportion of household financial liability relative to financial asset was 44%. And the proportion of household financial liability to disposable income has shown modest increase

and currently stands at 142%, which is still relatively low when compared to other countries like the UK of 152%, but still it is somewhat higher. Likewise the ratio of interest or debt service payment to disposable income rose to 8.6% with the increase in household debt and income. But overall, the soundness of household loan and the ability of lenders to cover potential losses continue to be strong.

As of the end of March, household default rate on bank loans is 0.8% and the ratio of bank loans classified as substandard or below was just at 0.7%. And Korean banks have a stronger balanced position as well as sufficient earnings and loan loss provisions. As Korean banks have been aggressively disposing of bad loans through loan write-off or tighter credit review, the bad loan ratio or non-performing loan ratio has fallen to 0.8%. The BIS's capital-led ratio has risen to a very high-level of 12.8%. And this BIS ratio is a more meaningful indicator now because we are using international best practices for bank asset classification standard and also the loan loss provisioning standard. Also the coverage ratio of lenders against potential loan losses remains quite strong, for example over 200% for banks and over 145% for mutual savings lenders. Which implies that banks loans provision are large enough to cover all substandard loans.

Having said that with this low interest rate and ample liquidity continued on in the market many banks are extending credit aggressively and trying to expand their customer base. Last year we saw a surge in mortgage loan and this year we are looking at a surge in SME lending, it almost looks like herd behavior. It is true that the banks are faced with growing deposit yet very sluggish borrowing from large companies, so other than household borrowing and SMEs, there are not many customers the banks can turn to.

However our domestic market is very limited in size so as the banks aggressively pursue growth it could result in the growth of substandard loans and a drop in bank asset quality. So it would be much better for the banks to reduce their dependency on interest in-

come, their dependency ratio on interest income currently stands at 85% but more and more Korean banks are looking at non-interest income like sales commission from fund sales or fee income from the banker's service businesses. So this diverse income will further reduce their dependency ratio on interest rate income and could further stabilize the banks income streams overtime.

Now, let me briefly explain about our efforts in area of foreign currency liquidity management to deal with the rapid growth in the foreign currency borrowings by the bank especially by the foreign bank branches.

On April 18th we met with thirty-six representatives from foreign banks in Seoul to discuss the recent surge in short-term foreign currency borrowing. Korea's overall foreign currency borrowing has been increasing slowly but the short-term foreign currency borrowing grew very rapidly during the first quarter of this year. And much of the spike in foreign short-term borrowing has come from foreign bank branches through inter-office account, namely from head offices in other countries. For this reason we held a meeting to explain the situation and ask for cooperation from foreign banks.

And we analyzed the use of short-term borrowed fund, which could be classified into three uses, one is to extend foreign currency loans to Korean customers and about one third of the money went for that purpose and another one third of the money went to squaring their FX position because they were buying foreign exchanges forward from Korean exporters like shipbuilding companies. So in order to square their FX positions, they had to buy up forward foreign exchanges and then squared it with the selling of spot exchange. And the last usage was the so-called covered interest arbitrage, and the covered interest arbitrage takes place when there is an economic incentive such as the divergence of swap-spread, meaning the spot-interest rate and the futures exchange rate, and interest rate differential between the domestic market and the foreign market. Since the swap-spread is so large that it is in their interest to borrow from

abroad and either to lend it to the domestic market or to buy up domestic securities like Korean Treasury Bond. This kind of covered interest arbitrage transaction was one of the driving forces behind the recent surge in foreign currency short-term borrowing.

And although this kind of activity is legitimate and a normal part of business, if you look at the macro-level it poses risk to the stability of the financial market in general. The foreign exchange market has become unstable and also sound external debt management or overall domestic liquidity management has become very difficult because of this one. So using the economist jargon called “the fallacy of composition,” even if some act is quite legitimate from an individual point of view, if you look at it from a collective point of view it may pose a risk in the financial system, then the financial supervisory body may ask for cooperation because it is ultimately in their interest to refrain from this excessive market behavior on their part. So we wanted to have a talk with foreign bank branches to explain our concerns and immediately after the meeting there was some volatility in the bonds market but the market looks more normal now and it also looks like foreign bank borrowing from head office has fallen since April.

So we are not considering any additional specific measures to curb foreign currency borrowing at this time but we will continue to closely monitor the sources and uses of their fund. Let me just emphasize in terms of overall foreign sources liquidity management there is no weaknesses as shown by the low short-term external debt to total external debt ratio of 44% as of March this year and also the ratio of external debt to official foreign exchange reserve of 51.7% which is quite low. So there is no particular weakness in terms of overall foreign currency liquidity management.

Let me briefly explain the implications of the Korea-US FTA accord on Korea’s financial sector. You know the conclusion of the Korea-US FTA will have a long-term positive benefit, as we are all familiar, but I will focus on it’s impact on the supervisory system

and regulatory system. The transparency of the financial supervision and the standard of financial regulation is expected to be upgraded because of this FTA agreement. For example there was some concern about non-transparency, lack of consistency or predictability of financial supervision raised by the foreign financial community. During the negotiation and also reflected in the FTA accord, we agreed to enhance this regulatory transparency by first giving market players, more opportunity to express their opinion when we introduce new rules or revise new rules. This is called “prior-comment period” or “consultation paper system”, so they are given ample opportunities in which they can express their opinion so that we can reflect on our revision of our regulations or introduction of new regulations. Another one is the so-called administrative guidelines, which was done mostly orally, now these “administrative guidelines” will be published in written forms and will improve the regulatory transparency. Then the public-comment period, in the past we only gave seven days but now we are going to give them twenty days to reflect on their opinions. And also in this FTA agreement, there is a clause for cooperation between regulatory bodies in US and Korea. And through cooperation with the financial regulatory, both countries’ standard of financial supervision will be enhanced and raised to best international practices.

The financial supervision on insurance, something called postal insurance business, one of the issues raised by the US is that this Postal Savings Insurance is enjoying a relative competitive advantage over private insurance because of their monopoly and subsidies that they are receiving from the government. So we basically agreed that financial supervision of Postal Savings Insurance will be strengthened and will be put on the same footing as private insurance companies. So this is a big foundation for fair competition or something called level playing in the financial sector. Given the limited time, I will stop here. Thank you very much.

Key Current Issues

in the Korean Financial Scene (II)

– Capital Market Reform in Korea –

Hyoung-Tae Kim

Vice-President, Korea Securities Research Institute

Thank you. I am pleased to be here for the international finance conference of IGE and IIF. As the title shows, I am going to talk about some current issues in the financial market of Korea especially focusing on capital market reform. The reform in the Korean capital market is related to enacting the “Capital Market and Financial Investment Services Act.”

1. Capital Market Reform: World-wide Trend

Capital market reform is a worldwide trend, not specific to Korea. Why is every country interested in capital market reform? The answer is simple. Because a capital market is important. Many theoretical and empirical papers in financial economics show that development of a financial market induces economic growth. In addition to this, a small and open economy like Korea, which relies heavily on high-tech industries, desperately needs to activate financial sectors to support high-tech industries. The other important reason is that the capital market is the most globalized market. Every capital market competes with each other to attract companies and investors. In this regard, to increase the competitiveness of one country’s capital market, the first thing we should do is to provide a globally competitive regulatory framework. That’s why every country is reforming the

capital market.

Next, let's take a look at some examples of capital market reform in the world. The first and the most famous one is the Financial Services and Market Act, UK 2000. The second, which Korea is benchmarking for, is the Financial Services Reform Act, Australia 2002. The third one is Financial Instruments and Exchange Act, Japan 2006. In Korea, the Capital Market and Financial Investment Services Act is not passed yet in the Korean Congress but on the review in the Finance and Economic Committee of Korean Congress. The last example, which is not an act but worth mentioning, is the Committee on Capital Market Regulation in the US. Everybody knows that the US dominates, in every respect, world capital markets. US has top-tier exchanges like NYSE, NASDAQ and CME. It has bulge bracket investment banks like Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch. For private equity houses, Carlyle, KKR and Warburg Pincus dominate in the global market. However, when it comes to IPOs, for the first time in history, the US market lost its number one position to the LSE(London Stock Exchange) last year. That's why they began to discuss capital market reform. The bottom line is that even the US with the most sophisticated and well-advanced capital market is trying to reform the capital market.

2. Three Pillars of the "Capital Market and Financial Investment Services Act"

Let me overview what is happening here in Korea. There are three pillars in the Capital Market Act, which are closely related to the three policy motivations.

The first motivation is to boost the investment banking business. We have a securities industry, of course, but the policy motivation is to make securities companies more like investment banks. I am not saying that a brokerage house is not important. All I'm saying is that we need to develop the investment banking business considering the

economic properties of Korea. Considering the fact that Korea is a small and open economy, we need to support high-tech industries and to support these risky industries we must develop a risk-taking financial industry in the first place.

The second policy goal is to encourage financial innovations in the capital market. Aiming at this, the Capital Market Act changes the way we specify the financial products or securities: from a positive listing system to a comprehensive listing system. What I mean by a positive system is that securities companies are legally prohibited from doing any other businesses related to securities except those which are clearly defined in the Securities Exchange Act.

The third one, I think the most important one, is to strengthen investor protections. To achieve this goal, the Capital Market Act dichotomizes investors into two categories, one is a sophisticated investor and the other is an unsophisticated investor. This will lead to reallocation of more regulatory resources to unsophisticated investors like individual investors.

These three motivations and missions of the Capital Market Act sounds very good and everybody agrees on them. But there is a tricky point. The expanded scope of the investment banking business for financial innovation is, of course, to the benefit of investment bankers but sometimes at the expense of investors. So the challenging point here is how to strike a balance between financial innovation and investor protection. How to protect investors without threatening the vigor of investment banks is a very important policy issue in Korea.

3. Financial Industry System and Financial Investment Company

Looking at the financial industry system in the world, you can see two extreme cases. One is the universal banking system and the other is the specialized banking system. They are different depending on

whether commercial banking and investment banking can engage in the business activities of commercial banking and investment banking in the same house. What about the Korean financial system? We used to have, like the US, a specialized banking system. On top of it, we used to have a strictly specialized banking system. What I mean by “strictly specialized” is that there is a legal firewall even among capital market related businesses. What we are trying to do in the Capital Market Act is to integrate capital market businesses into one financial investment business. What about commercial banks and insurance companies? There is no change. All that is changing is capital market-related business. Brokerage houses, futures companies, asset management companies, and trust companies are integrated to the financial investment companies.

4. The Capital Market Act and IB

The most important motivation of the Capital Market Act is to encourage investment banking in Korea. A little bit abstract but I would define an investment bank as a financial solution provider connecting companies and investors through underwriting securities issued by companies. The other area investment banking is engaged in is risk transformation. They have expertise in risk industries where risk is priced, underwritten, traded and transformed. Why investment banking? Why do we want to make securities companies more like investment banks? The reason has very much to do with the economic properties of Korea. The basic and fundamental theme of my presentation is taking risk. Considering the small and open economy and the geographic position of Korea, we must take risk. Taking risk is not an option, it is a requirement. In the real sector, venture companies like hi-tech companies take risks. To support these risky industries we need to develop risk industries in the first place. What I mean by risk industry is where risk is dealt with, hedged, and transformed. This is what investment banking is all about. This is what I expect from the investment bank.

5. The Capital Market Act and Derivatives Market

An interesting question about IB is what will be the promising investment area after enacting the Capital Market Act. Because I am not an investment banker, I am not sure whether I am in a good position to talk about this. But I can give some guidelines. If somebody asks me what business will benefit most from the Capital Market Act, I would say, without a second thought, derivatives. Looking at the underlying asset, literally everything you can think of can be the underlying asset of derivatives. What the Capital Market Act is trying to do is to expand the underlying assets of derivatives regardless of the exchange-traded or the OTC derivatives market.

6. The Capital Market Act and Private Equity Fund

The other area also benefiting from the Capital Markets Act is a private equity fund. What is a private equity fund? Private equity funds are funds which acquire a significant proportion of shares of a company, sometimes 100%, that's why we call it buy-out fund sometimes, and add value to the company. Why is a private equity fund important in Korea? Like investment banks, it has to do with taking risks. There are two kinds of risk-related business models in finance. One is an agent model in which main revenue sources come from fee business. This is what investment banking is about. The other model is a principal investment model. What I mean by a principal investment model is that financial companies invest their own money. That is what a private equity fund is all about.

Why is a private equity fund important? Let me give you a simple example. Imagine you are a rock climber. You want to win the game. If you know there is no safety net or something to protect you if you fall down, then you cannot take aggressive steps to win the game. Exactly the same thing happens in the economy. The very existence of private equity funds and efficient private equity fund market makes it more possible for an economy to invest more aggressively

in risky industries like IT and BT. The Korean government has already selected ten high-tech industries as the growth engine for the next generation. A private equity fund market is fundamental for supporting high-tech industries. That is why I emphasize private equity funds in relation to the Capital Market Act. Financial investment companies will have more interests in private equity funds because they will be equipped with more sophisticated weapons, expand their capital basis and, as a result, they will have more space to expand their own money. As for the private equity fund, the other important point is that the domestic market alone is not sufficient. What we are looking for is Korean private equity fund will go out for the overseas markets. I think the overseas market is strategically important because Korea has already become a low-growth rate country with an aging society. I am convinced this is the most efficient way to share the capital gains and economic benefits of fast-growing countries like China and Vietnam.

7. Conclusions

I would like to emphasize this point. Make sure that the Capital Market Act is not simply about a revision of an act. It is about a change in mindset or philosophy. It is about changing the way we look at the capital market; we regulate the capital and we engage in business in the capital market. This is my understanding of the Capital Market Act. The Capital Market Act will provide more favorable legal framework for encouraging investment banking in Korea. In this regard, I strongly recommend the Korean Congress pass this act as quickly as possible. Remember the Capital Market Act is just a necessary condition, not a sufficient condition for achieving regionally competitive IBs in Korea. How to take advantage of it or how to make use of it is up to financial industries. Whether the Act will be successful or not critically depend on how innovative financial investment companies will be in developing financial products.

The second point I would like to say is the Capital Market Act is not just for the securities industry but for financial industries and

financial markets as a whole. There is a huge misconception about who will be the winners after enacting the Capital Markets Act. Will commercial banks be losers and securities companies be winners? I think this is totally wrong. Commercial banks and insurance companies will also benefit from the Capital Markets Act. Regarding securities companies, they are not always winners. Under the traditional paradigms like the Securities Exchange Act, less efficient securities companies could manage to survive in some way or another. However, under the Capital Market Act, it is more difficult for less efficient companies to survive. It is very wrong and misleading idea that the Capital Market Act is good for securities companies and bad for commercial banks and insurance companies.

The last point I would like to finish my presentation with is the overseas market issue. There are two perspectives, inward and outward. One is the economic role of foreign capital in the domestic market, the Korean market. The other perspective is external. How to activate Korean capital to go out for overseas markets. As for the first one, there has been a hot debate on the economic role of foreign capital like Lone Star in the Korean economy. All of the issues come down to a single question, what is a good fund? A good fund is not about nationality. If the fund increases the value of the company to the benefit of the shareholders, it does not matter where it comes from. Even though they are aliens coming from Mars or Venus, it does not matter. What really matters is a value creation. This is an important perspective we should have in the globalized economy.

The other perspective is outward. As a small-open economy, risk is our friend, not our enemy. In Korea, risk taking is not an option, it is a requirement. As I keep stressing, we have to learn how to live with risk. Take risk in other countries. By building-up our private equity funds, we must go out to the overseas market to acquire companies in other countries. The Korean government has selected 10 industries as growth engines for the next generation. Today, in this presentation, I would like to propose another growth-engine. Unlike the other ones, it is not a specific industry: it is M&A regardless of target

industries. A private equity fund aims at acquiring companies. That is why I keep focusing on private equity funds especially in relation to the overseas market.

Thank you.

Congratulatory Remarks

Jeung-Hyun Yoon

Chairman, Financial Supervisory Commission

Governor, Financial Supervisory Service

Dr SaKong, Mr. Neiss, Mr. Horiguchi, Ambassador Chua from Singapore and distinguished guests from home and abroad, first of all I would like to offer my congratulations to the opening of the seminar tomorrow hosted by IGE and IIF. I must say the timing is perfect, since the Korea-US FTA has been agreed and this financial conference is very important to see our direction for its development. As you know the world is going through globalization and consolidation integration and no country can be against this wave of change. Korea wants to join this trend actively and we are going to leap off as we claim to be the financial hub of Northeast Asia. It's time to seek the cooperation amongst the players in the financial industry, especially when the multilateral cooperation and business is the issue here.

We at the FSC try to improve the regulatory situation in Korea, we have agreed many MOUs in order to exchange information and mutual visits. And also on current regulations we will work on a zero basis and we will improve the situation, excluding bad situations. We will try our best to help the Korean financial companies to go overseas and in doing so we will have cooperation with the other countries' regulatory agencies and we will go from a rule-based supervision to a principal-based supervision.

Last May, FSC and IIF had a meeting for the effective regulation for strategic regulation and I believe you will see the results soon. Korean financial companies have increased and broadened their busi-

ness in order to make profits, I may say that is part of the primary globalization but now with the other partners in emerging economies they should help their partners to increase their profits and to help them make profits. I should say this is the second globalization. In order to do so, in order to be a mature partner, investment is required first. I believe this also applies to the management of the financial companies and they should see the responsibilities of society rather than short-term profits.

If I may elaborate on what they should do first, the Korean financial companies need to work very hard in order to be in the top class of global financial companies. Security companies, investment companies and trust companies should also work harder to become the overall comprehensive financial investment companies. As for insurance companies, in order to meet the needs of the aging society and the national welfare demand many more diverse long-term financial products should be developed and more services should be offered so it will be the total risk care company in the future.

I would like to state that among the Fortune 500 Global Companies, the financial industries has the largest number, fifty-seven are from banks, forty-seven are from insurance companies and five from securities, so altogether hundred and eleven companies are from the financial industry. The financial industry is well valued for its value addedness and its security and safety, so it becomes the national strategic and power engine of the economy, especially for those countries that have been through financial reform and are now doing much better, therefore we expect competition to be fiercer in the future. In Korea of the 500 companies, only twelve are ranked and two of the twelve, by operation size only, Samsung Life and Kookmin Bank could be global players. But there are many more potential global players including Shinhan Bank that are at the threshold of the 500 companies and compared with other industries, the financial sector has much more growth potential. Therefore Korea has to make more concerted efforts to make this happen.

Tomorrow's international financial conference will discuss the call and our mission of this period and it will be a beneficial opportunity to converge all the good opinions and comments from the conference in order to make them into policies. Once again I would like to offer my congratulations to IGE and IIF for tomorrow's conference, to be a good opportunity to see the current status and a better future. Thank you.

Congratulatory Remarks

Yong-Duk Kim

Economic Advisor to the President

1. Introduction

Good afternoon, ladies and gentlemen.

It is a great honor to be here at this important conference on globalization and the Korean financial sector. Taking this opportunity, I would like to thank Dr. Il SaKong, the Chairman & CEO of Institute for Global Economics, and Dr. Yusuke Horiguchi, First Deputy Managing Director and Chief Economist of IIF, for making this occasion possible.

Ten years have already passed since the Asian financial crisis. Some would argue that globalization and heavy foreign capital inflow sparked the crisis in this region. However, during the crisis, Korea did not take a step back from globalization. Instead, we proactively embraced it and dedicated the post-crisis years to restructuring our financial markets.

Throughout this restructuring period, we opened our markets to foreign financial institutions. And they have played a critical role in advancing our financial systems.

On the other hand, unfortunately, the same was not true for Korean financial institutions. Their performance in the global market has not been as impressive as that of their foreign counterparts in our market.

Amid the rapid integration of the global economy, we will foster the financial sector into a new growth-driver for the Korean economy

through successful financial globalization. President Roh Moo-hyun also emphasized the important role of the financial industry in bringing the nation's per capita income up to 30,000 dollars. Today, I would like to talk about the current status of Korea's financial globalization and policy initiatives for promoting it.

2. Current Status of Korea's Financial Globalization

<Domestic market opening>

During the post-crisis restructuring, Korea actively sought foreign direct investment for controlling stakes in distressed local financial institutions. Now, our financial market is more stable and larger in size, providing a better business environment for foreign players. As a result, more and more foreign institutions are actively trying to increase their presence in Korea.

Foreign ownership of major commercial banks has surpassed 50%. In addition, the market share of foreign insurers is on the rise, with foreign players accounting for approximately 20% of the life insurance market. Moreover, as the local stock market grows, more foreign asset management companies have expanded their operations in Korea. Twelve of the top fifty global asset management companies are present in the local market and currently manage around 17% of the total domestic fund assets.

<Globalization of domestic financial institutions>

Turning to the local financial institutions, their financial soundness and profitability has greatly improved to the level of other advanced countries. For example, domestic commercial banks' BIS ratio stood at only 7.04% in 1997, but has improved to the level of 12.75% in 2006, which is similar to the levels seen in the US and UK. Korean commercial banks' ROA has been increased from -0.93% in 1997 to

1.08% in 2006, which is higher than their peers in the UK, Japan and many other countries though it is slightly lower than that of US commercial banks.

Using this stronger position, local banks now start to promote overseas expansion. This trend is fueled by the increase in Korean companies overseas and the rapid growth of emerging markets. However, in terms of overseas assets and branches, the level of globalization of local financial institutions is on the low side, when compared to those of advanced countries. Foreign assets, totaling 32 billion dollars, only account for 2.7% of the total assets of domestic banks. This ratio is just a fourth of the 11.7% of US commercial banks. In addition, a mere 1.7% of domestic banks' branches are overseas, whereas more than 70% of branches are foreign for global players such as Citibank, HSBC and Deutsche Bank.

3. Policy Initiatives for Promoting Globalization

<Fair rules in the Korean financial sector>

Ladies and gentlemen,

The Korean financial market is already fully open to foreign financial institutions; there are no entry barriers. For this reason, the entry of foreign financial institutions itself was never an issue during the Korea-US FTA negotiations. Therefore, the Korean government's task is to establish and maintain fair and impartial "rules of the game."

The government has made continuous efforts to establish these rules, but a few players in the market still seem to feel discriminated. However, I can say with confidence that there is no discrimination against foreign financial institutions. I believe that the discrimination that some feel is actually the result of weak transparency in financial regulations.

To cope with this situation, the government is making efforts to streamline financial regulations and to improve their transparency and predictability. Through such improvements, we will create one of the most business-friendly environments in the world. Along with these efforts, we strive to upgrade our financial systems in line with global standards. We will introduce the ‘Financial Investment Services and Capital Markets Act’ and adopt the Basel II and more international accounting standards.

<Support for overseas expansion>

In the past, local financial institutions chose to confine themselves to the domestic market, rather than actively seeking new revenue sources overseas. Recently, there have been some changes in this attitude, but the steps taken are still meager compared to the activities of global players. The Korean government actively supports globalization of local financial institutions, which we believe will enable the financial sector to serve as ‘a growth engine of our economy’ in the future.

The government will focus on streamlining financial regulations and supervisory and administrative processes related to overseas expansion to make it easier, and encourage joint businesses between Korean and foreign financial institutions doing business in Korea. To help their advance into overseas markets, the government will also establish a well-organized support system as well as an information system providing information on the various markets.

But what matters most is that our financial institutions should realize it is the time to turn their eyes toward the global market and explore new revenue sources in the blue ocean. With this in mind, they should actively promote overseas expansion strategies such as cultivating financial experts and upgrading their financial services.

4. Closing

Ladies and gentlemen,

Globalization is a matter for the entire economy and an inevitable strategy for a small and open economy like Korea. However, the Korean financial institutions in particular seem to be lagging in this move. Our financial institutions were complacent as local players in a small market and were not able to grow into internationally-recognized players.

In his book, ‘The Next Great Globalization,’ the eminent economist Frederic Mishkin argues, that successful financial globalization and advanced financial systems are necessary for emerging countries to reach the next stage of development and become wealthy. To a large extent, his ideas are reflected in our policy initiatives. We will continue to pursue globalization actively and find a way for our financial sector to survive and thrive in it.

Thank you.

Program

Monday, June 11

- 6:30 p.m. Reception and Dinner
(Bankers Club, 16th Floor, Korea Federation of Banks)
- Welcoming Remarks:
Il SaKong, Chairman & CEO, Institute for Global Economics
- Closing Remarks:
Yusuke Horiguchi, First Deputy Managing Director and
Chief Economist, IIF
- Congratulatory Remarks:
The Honorable Jeung-Hyun Yoon,
Chairman, Financial Supervisory Commission
Governor, Financial Supervisory Service

Tuesday, June 12

- 8:30-9:00 a.m. Registration
(Convention Hall, 2nd Floor, Korea Federation of Banks)

Morning Session

Chair: ***Il SaKong***

- 9:00-9:15 a.m. Opening Remarks
Sang-Hoon Shin, CEO, Shinhan Bank

- 9:15-9:45 a.m. Keynote Address:
Mastering Globalization: As Simple as A-B-C?
David Eldon, Former Chairman, HSBC / Chairman, Dubai
International Financial Centre
- 9:45-10:15 a.m. Global Economic and Financial Outlook
Yusuke Horiguchi
- 10:15-10:45 a.m. Session Break
- 10:45-11:30 a.m. The Changing Landscape in Global Financial Markets
Hung Tran, Deputy Director, Monetary and Capital
Markets Department, International Monetary Fund
- 11:30-12:30 p.m. Economic and Financial Trends and Challenges in
Asia
Hubert Neiss,
Former Director of Asia-Pacific Department, IMF
Senior Advisor, Global Markets, Asia, Deutsche Bank AG
Gregory Fager, Director, Asia/Pacific Department, IIF
- 12:30-2:30 p.m. Lunch
(*Bankers Club, 16th Floor, Korea Federation of Banks*)
Guest Speaker:
Yong-Duk Kim, Economic Advisor to the President

Afternoon Session

Chair: **Pyung-Joo Kim**, Professor Emeritus, Sogang University

- 2:30-3:30 p.m. Korean Banks: Operating in a Changing Environment
James Ahn, Principal, McKinsey & Company, Hong Kong

Woojin Kim, Research Fellow/Chief, Financial Institutions
Research Division, Korea Institute of Finance

SeokHo Lee, Director, Fitch Ratings, Hong Kong

3:30-4:00 p.m. Session Break

4:00-5:00 p.m. Key Current Issues in the Korean Financial Scene
Jang-Yung Lee, Assistant Governor for International Affairs,
Financial Supervisory Service

Hyoung-Tae Kim, Vice President, Korea Securities Research
Institute

Margaret Riley, Manager, Country Analysis Unit, Banking
Supervision and Regulation, Federal Reserve Bank of
San Francisco

번역문

개 회 사

신 상 훈
신한은행 은행장

신사숙녀 여러분 안녕하십니까?

‘세계화 시대의 한국 금융산업’ 국제금융컨퍼런스의 개최사를 하기 위해 오늘 여기에 여러분과 함께 자리를 같이 하게 되어 영광입니다.

이번 컨퍼런스는 세계경제와 금융시장의 다양한 측면에 초점을 맞추고 있습니다. 그래서 주제의 범위는 실로 광대하고 다양합니다만, 이러한 논의는 더 이상 시의적절할 수 없다고 생각합니다.

우선 주최측이신 사공일 이사장님과 Horiguchi 수석부총재님께 축하를 드리며, 두바이 국제금융센터 Eldon 회장님, IIF 아태지역국 Fager 국장님, IMF 금융 및 자본시장국 Tran 부국장님과, 홍콩 Fitch Ratings 의 이석호 국장님을 포함하여 저명하신 내빈 여러분을 환영합니다.

개회사 원고를 준비하기 시작할 당시 본인은, 세계화와 한국 금융부문에 관한 주요 이슈만도 너무나 방대하기 때문에 이 모든 것을 한 번의 발표로 다룰 수 있을까하고 고심했습니다. 그러나 얼마동안 생각한 끝에, 본인이 한국 금융산업의 전초에서 근무하면서 습득한 경험을 저

명하신 청중과 함께 나눔으로써 이 컨퍼런스에 작으나마 뜻있는 기여가 될 수 있기를 바라면서 이 자리에 섰습니다.

우선, 세계화가 한국 금융부문에 미친 영향의 범위에 대해 강조하고자 합니다. 1997~1998년 아시아 금융위기 이후 아시아 국가의 금융산업은 IMF 지침에 따라 대대적인 자유화를 경험해왔습니다. 이러한 측면에서 한국은 다른 어느 나라보다 앞서 있습니다.

지난 1997년에는 대부분의 한국인과, 당시 금융기관 종사자들에게도 전혀 생소했던 세계적인 금융기관들의 이름이 2007년에는 거의 일상용어가 되어버렸습니다. Goldman Sachs, Morgan Stanley, UBS 등은 비단 정부 인사나 금융인들뿐만 아니라 대학생과 취업시장에 갓 진출하는 사람들까지도 발표문이나 브리핑에서 벤치마크 대상으로 인용하고 있습니다. 그전까지만 해도 사실상 내국인과 국내기관들의 배타적 구역이었던 한국의 은행시장이 실제로 개방되어 있습니다. 너무나 잘 아시다시피, 2004년에 Citigroup이 한미은행을 인수했고, 2005년에는 Standard Chartered가 제일은행을 매입하였습니다. 이와 같은 인수와, 새로운 참여자들이 국내 은행업계에 성공적으로 통합된 것은 한국 금융부문에 대한 세계화의 강도를 보여주는 것입니다.

세계시장의 통합은 금융부문의 세계적 통합과 함께 상당한 수준의 자유화를 이끌어 가고 있습니다. 분명한 것은 활기찬 세계무역환경이 2006년도에 세계 FDI 유출입의 급증을 가져왔다는 것인데, 이는 거의 기록적인 수준이었습니다. UN 보고에 의하면 세계 FDI 유입은 30% 이상 급증하여 사상 두 번째의 최고 수준인 1.23조 달러에 이르렀습니다.

세계적인 상호의존성의 심화로 인해 세계각처의 거의 모든 금융시장이 고도로 동조화(synchronized)되고 있으며, 이처럼 긴밀한 동조화 현상은 21세기에 들어서 더욱더 현저해지고 있습니다. 2007년도의 한국 금융시장 참여자들은 미국, 유럽, 일본, 그리고 중국의 시장변동을 치밀하게 관찰하며 추적하고 있습니다. 이러한 긴밀한 동조화는 외환, 채권 및 주식시장에서 매일같이 볼 수 있습니다.

세계적 통합은 자본시장뿐만 아니라 한국 금융시장 전반에 참여하는 사람들의 일상 사업방식에도 영향을 주고 있습니다. 미국 연방준비제도이사회(FRB) 위원들에 의한 금리책정이 범세계적인 유동성과 금리추세에 영향을 미치는 상황 하에서 한국 시중은행의 가격도 미국의 시중은행, 예컨대 노스캐롤라이나주 샬럿(Charlotte)에 소재한 Bank of America 본점의 결정에까지 한국 시중은행이 신경쓰지 않을 수 없는 것입니다.

따라서 국경을 초월하는 급속한 세계적 통합속도에 걸맞게, 미국과 한국은 KORUS FTA라 불리는 한-미 자유무역협정의 협상을 성공적으로 종결하였습니다. 이것은 세계화란 21세기의 우리 생활 모든 면을 적시는 돌이킬 수 없는 하나의 조류라는 믿음을 더욱 강화하는 것이라 할 수 있겠습니다.

세계각처에서 금융기관이 제공하는 거의 모든 형태의 금융상품과 서비스가 세계화로 인해 고도로 동질화되고 있습니다. 신흥시장국가의 경제성장이 급속히 신장함에 따라 세계각처에서 소비자의 금융요구가 더욱 유사해지고 있습니다.

21세기의 두 번째 10년을 내다보는 이 시점에서 세계각처의 금융소비자들은 주택금융, 자동차금융 및 자녀교육비 재원조달은 물론, 퇴직연금계획 및 자산운용의 필요성을 가지게 될 것입니다.

세계 어느 지역도 금융산업의 현대화 속도와 소비자 요구의 신장이 아시아 지역 보다 급속히 상승하는 곳은 없습니다. 특히 지난 20년간 중국의 극적인 발전은 아시아 전 지역의 경제에 유익한 효과를 주고 있습니다. 중국 내의 시설투자와 국내소비에 대한 일견 저지할 수 없는 정도의 높은 수요는 한국, 일본, 그리고 ASEAN 국가 거의 모두에게 성장의 원동력이 되고 있습니다.

2003년 현재 아시아경제는 세계경제의 22.5%를 차지했으나 2020년에는 생산능력 면에서 유로지역과 북미를 능가할 것입니다. 2040년이 되면 아시아경제는 세계 총생산의 40%를 기여할 것으로 추정되며, 북미의 23%와 유로지역의 16%를 앞서게 될 것입니다. 이와 같은 지역 간 경제력 변화를 고려할 때 아시아경제와 금융부문의 중요성은 과장될 수 없다고 하겠습니다.

한국이 세계경제 속에서 번창하는 아시아 금융시장권의 중심부에 위치하고 있음은 사실입니다. 우선 이렇게 말씀드리지만, 한국의 금융산업은 진정한 세계화란 측면에서 볼 때 갈 길이 요원합니다.

자산의 건전성과 수익성 면에서 볼 때 한국의 은행들은 적어도 대외지표상으로는 세계적인 금융기관의 수치와 거의 동등한 위치에서 있을 정도로 성숙해져 있습니다. 2006년 9월 현재 한국시중은행의 평균 BIS자기자본충당비율(BIS Capital Adequacy Ratio)은 13.13%로

써, 자기자본충당비율 12.07%의 미국 주요 시중은행의 평균수치마저도 능가합니다. 한국수출입은행을 제외한 한국의 17개 은행은 작년에 어느 때보다도 높은 13.5조원의 순수입을 올렸습니다.

그러나 한국의 은행들은 아직까지 한국 제조업부문의 일부 기업이 누리고 있는 세계적 위상에는 못 미치고 있습니다. 삼성전자, LG전자 및 현대자동차는 원자재비용의 상승과 원화의 강세라는 일시적인 어려움에도 불구하고 해외소비자의 뇌리 속에 각자의 브랜드 이미지 (brand image)를 굳게 심어 놓았습니다.

2000년부터 2005년까지 삼성과 LG전자는 진정한 세계적 브랜드를 만드는데 성공하였습니다. 대조적으로 신한금융그룹을 포함한 3개의 최고 금융기관은 KOSPI의 시가총액 기준으로 최고 10위의 순위에 있어 현대자동차와 LG전자를 크게 앞지르고 있으나 해외소비자에게는 거의 알려져 있지 않습니다.

한국 금융기관의 브랜드 가치를 알고 있는 금융업자와 세계적 투자자들은 몇몇에 불과하다고 말씀드려도 과장이 아닐 것으로 생각됩니다.

한국 은행산업의 성장은 국내시장 내의 활동으로만 더 이상 기대할 수 없습니다. 다시 말해서 한국 내 은행시장은 블루오션(Blue Ocean) 전략을 구사하기엔 충분한 여지가 없을 정도로 포화상태에 놓여 있습니다. 한국의 은행들은 한국 최고 제조업자와 보조를 맞추고 확대된 자본기반을 사용하기 위해서 국제시장으로 진입할 필요가 있습니다.

대부분의 세계 굴지 은행들은 수익의 약1/3을 해외시장으로부터 얻

고 있으나, 한국의 은행들이 해외시장에 가지고 있는 자산은 1% 정도에 불과합니다. 대조적으로 스위스의 UBS그룹은 자산의 88.2%를 해외에 가지고 있으며, 네덜란드의 ING그룹이 소유한 자산 포트폴리오의 81%가 해외자산으로 되어 있습니다.

그러므로 한국의 금융산업이 적어도 자국의 제조업과 맞먹을 수 있을 정도의 진정한 세계화를 이룩하기 위해서는 해외시장에 진출하는 것이 중요하다는 것은 더 이상 강조할 수 없습니다. 더욱 중요한 것은 역사상 유례없는 속도로 성장을 거듭해 가는 아시아 지역시장에 진출할 수 있는 더 이상의 좋은 기회가 없다는 점입니다. 한국의 금융산업은 앞으로 중국, 인도, 동남아시아 및 중앙아시아의 금융소비자와 연계하는 것이 절대적으로 중요합니다.

이렇게 말씀을 드렸지만, 많은 도전이 있음을 인정하지 않을 수 없습니다. 여타 아시아 국가에서 전반적인 금융솔루션(solution)의 제공자가 되려면, 한국의 금융산업에는 Citigroup이나 HSBC같은 잘 알려진 세계적 금융브랜드와 정면으로 경쟁할 수 있는 준비를 갖추어야 합니다. 이러한 선두를 달리는 세계적 금융플레이어(player)들은 전통적인 신용상품뿐만 아니라 투자은행 상품과 서비스는 물론, 자산운용 및 Private Banking 영역에 있어서도 이미 강력한 위치를 확보하고 있습니다.

선도적인 글로벌플레이어들은 소매업 관련 고객과 기업고객에게서 단순한 신용포트폴리오로부터 M&A자문과 자산운용에 이르는 종합적 금융서비스를 제공할 수 있는 필요한 인프라와 인적자본을 가지고 있습니다. 파생금융상품과 첨단 IT체제에 관련된 글로벌플레이어의 노

하우(knowhow)는 아시아 금융시장에서 그들과 경쟁을 하고자 하는 지역수준의 국내플레이어를 제압할 수 있는 잠재력이 있음을 의미합니다.

국내 금융기관의 이러한 한계점을 인식하고, 한국의 정책입안자와 금융감독 부서는 지금 국회에 상정되어 있는 자본시장통합법(Capital Market Consolidation Act)을 제안하였습니다. 새로이 제안된 이 법안은 근본적으로 한국의 금융부문을 향상시켜 Citigroup과 UBS 같은 범세계적 금융솔루션의 주요 제공자와 정면으로 경쟁할 수 있도록 하기 위한 정부의 생각에서 나온 것입니다.

자본시장통합법의 취지는 금융중개업자, 선물거래자 및 자산관리자들이 서로의 영역에 진입하는 것을 가로막는 규제들을 완화시키는 것이어서, 한국의 “빅뱅(Big Bang)”이라 일컬어집니다. 이는 은행, 금융중개업, 보험업 간의 장벽을 철폐함으로써 세계적 경쟁자들과 경쟁할 수 있는 대규모 금융기관을 만들어 낼 수 있는 여건을 조성하고 있는 것입니다. 통합법이 실시되면 금융산업 부문 간에 놓인 현재의 경계선은 모호해질 것이고 다양한 새로운 금융상품들이 출현하게 될 것입니다.

세계 금융부문의 추세는 은행, 금융중개업, 종합투자 간의 장벽을 낮추는 것입니다. 소매업이건 기업금융이건 세계적 금융소비자 모두가 투자은행과 자산운용의 모든 새로운 기법을 포괄하는 금융서비스의 종합적 모델을 요구하고 있습니다.

그러므로 금융시장 참여자 간의 범세계적 경쟁은 앞으로 더욱 치열해질 수밖에 없는 것입니다. 세계시장에 이미 잘 알려진 실체와 브랜

드 가치를 굳히기 위해서는 다른 일련의 은행통합 추세가 세계 각처에서 일어나게 되어 있는 것입니다. 선도적인 세계적 은행들은 국제 M&A를 통해 초대형은행을 창출시키려는 긴급한 필요성을 느끼고 있습니다.

한 가지 예를 들면, Barclay은행과 Royal Bank of Scotland는 유럽에서 ABN-AMRO은행 점포의 소유자가 되기 위해 엄청난 인수금액을 제시하면서 경쟁을 펼치고 있습니다. 세계 금융부문이 이러한 국제적 초대형 M&A 협상을 거치고난 이후에는, 범세계적 금융산업의 발전과 거래조건을 좌우할 진정한 지배적 글로벌플레이어 수는 오로지 3~5개 정도로 남을 것으로 보입니다.

이제 본인은 여러분과 함께 세계적 경쟁력을 갖추기 위해 신한은행이 진행하고 있는 사업과 구상에 대해 말씀드리고자 합니다.

신한은행은 국내시장에서 선도적인 위치를 확보하였으나 아직도 현재 여느 여타 은행이 겪고 있는 동일한 도전에 직면하고 있습니다. 본인은 지난 몇 년간 신한은행의 경영이 보다 국제적이어야 한다는 필요성을 강조해 왔으며, 신한은행의 지속적인 성장을 위해 여타 아시아 국가의 블루오션 시장을 내다보고 경쟁기반을 구축하는 방안을 모색하여야 한다고 저희 직원들에게 역설하여 왔습니다.

신한은행은 국내경쟁자들과는 달리 막강한 금융지주회사 체제를 갖고 있음을 자랑스럽게 생각합니다. 금융지주회사는, 예를 들면 금융중개업 및 자산운용에서부터 생명보험과 신용카드까지 이르는 분야에서 계열사와 협력하여 영업함으로써, 최대의 시너지 효과를 내기 위한 최

첨단의 인프라를 제공하기 때문입니다.

신한은행의 사업모델은 포괄적인 금융서비스를 제공하는 선도적인 글로벌플레이어 모델과 부합합니다. 신한은행은 단순히 시너지를 발생시키는 최고의 능력을 가졌다는 것에만 만족하지 않습니다. 본인의 구상으로 신한은행은 경영품질개선 및 원가절감추진 작업(6 Sigma and Cost Reduction Initiative) 같은 많은 경영개선 프로그램을 실시해 왔습니다.

이러한 프로그램의 성공에 힘입어, 신한은행은 작년에 경비지출을 상당히 절감할 수 있었습니다. 6 Sigma 프로젝트로 인해 13조원이 절약되었으며, 2007년에는 Cost Reduction Initiative를 통해서 42조원이 절감될 것으로 기대합니다. 이러한 비용절감이 조흥은행과 신한은행 통합이후의 매우 중요한 기간에 이루어졌다는 것은 세계적인 경쟁자가 되기 위해 필요한 비용효율에 대한 신한은행의 결의를 증명하고 있는 것이라 하겠습니다.

신한은행은 은행통합이후 608명의 직원에 대해 자발적인 명예퇴직을 권유함으로써 추가적 비용절감을 이루고 있습니다. 은행 간의 통합 자체는 2006년 4월에 완결되었으며, 통합된 은행 내에 심각한 문화적 내지 조직적 측면의 충돌은 아직까지 없습니다. IT 조직의 통합은 지난 10월 아무 사고 없이 아무리 되었습니다. 성공적인 통합을 통해서 얻은 자신감을 가지고 신한은행은 영업활동의 더 많은 부분을 적극적으로 향상시켜 세계적 수준에 이르도록 최선을 다하고 있습니다.

장기적으로 지속가능한 성장을 위해서 신한은행은 지난 몇 년간 해

외 MBA 및 KAIST MBA 프로그램을 통하여 가장 유능한 인재를 채용하기 위한 노력에 집중해오고 있습니다. 신한은행은 또한 세계적인 선도 금융플레이어와 같이, 성과에 기반을 둔 급여/보상 체계를 열심히 구축하고 있습니다.

신한은행은 범은행 마케팅부서를 창설하여 신한은행의 브랜드 제고를 위한 노력을 강화하고 있으며, 이 모든 프로그램은 세계적 경쟁자가 되기 위한 장기전략의 핵심부분과 조화를 이룹니다. 신한은행의 세계진출 경로는 우선 중국, 홍콩, 싱가포르, 베트남 및 캄보디아를 포함하는 동남아시아 지역대를 따라서 이루어져야 하고, 그런 다음 인도를 거쳐서 중앙아시아의 신흥시장국가로 이어져야 한다고 본인은 믿습니다.

세계시장에 대한 신한은행의 전망에 대해 본인은 매우 자신이 있습니다. 그 이유는 신한은행이 자타가 인정하는 성장기록과 한국의 국내 경쟁자 가운데서 최고의 인적자원을 가지고 있기 때문입니다. 신한은행 계열회사 전세대가 과거 고객의 가치 창조에 쏟아 부었던 그 정열이 바로 세계금융시장 신규참여자에게 필요한 성공의 공식이 될 것으로 본인은 믿습니다.

이 개회사를 종결할 시간이 되었기 때문에, 본인은 지금까지의 모든 것을 한마디로 종합해 보려고 합니다. 수많은 도전에도 불구하고, 한국의 금융부문은 세계화의 흐름 속에서 지속 번창할 수 있는 위치에 놓여 있다고 하겠습니다. 앞으로 한국 금융업계가 이미 성공적인 제조업 부문처럼 풍부한 창의성과 신뢰성 면에서 발전할 것으로 본인은 믿습니다. 머지않은 장래에 한국의 은행들 이름은 Citigroup이나 혹은 HSBC처럼 금융소비자에게 일상적인 명칭이 될 것입니다.

한-미 FTA나 자본시장통합법 같이 세계화가 꽃필 수 있는 환경을 조성하려는 정부의 노력에 힘입어, 신한은행을 필두로 한 한국 금융기관들이 세계각처의 시장을 활보하게 될 날은 결코 멀지 않습니다.

대단히 감사합니다.

기 조 연 설

David Eldon

前 HSBC 회장

두바이국제금융센터 회장

안녕하십니까? 오늘 연설에서 본인이 헬로키티(Hello Kitty) 인형과 함께 연단을 사용하는 것에 대해 아무도 개의치 않을 것으로 믿습니다. 헬로키티가 왜 여기에 초대되었는지는 나중에 아시게 될 것입니다.

그때까지 본인은 두 조직을 비교하는데 주어진 시간을 할애하면서 발표를 시작할까 합니다. 본인이 익숙한 이 두 조직은 서로 매우 다르지만, 두 조직이 성공적으로 존속하려면 세계화를 공략해야 합니다.

본인이 거론하고자 하는 첫 번째 조직은 20만 명 이상의 주주와, 세계 각처에 있는 무려 1억 2천 5백만 명의 고객에게 봉사하고 있습니다. 이 조직에는 여러 지역에서 종사하고 있는 약 31만 2천명의 직원들이 있습니다. 이 조직은 대부분 은행업이라는 한 가지 영업에 집중하고 있으며, 또한 세계화와 관련된 많은 도전에 직면하고 있습니다. 도전이란 점증하는 경쟁, 줄어드는 이윤, 그리고 커져가는 기대감 등입니다.

본인이 언급하고 있는 이 첫 번째 조직은 본인이 근무했던 홍콩상

하이은행(HSBC)입니다.

본인이 강조하고 싶은 두 번째 조직 역시 주주들을 위해 봉사하지만 약간 다른 종류입니다. 이 조직의 고객 또한 내국인 및 외국인으로 구성되어 있습니다. 그러나 이 두 번째 조직은 5천만 명에 가까운, 보다 큰 고용기반을 갖춘 조직으로 다양한 산업에 중요한 이해관계를 가지고 있습니다. 금융에서부터 해운, 농업, 자동차, 섬유, 전자제품 등에 이르기까지 모든 것에 연관되어 있습니다. 이 조직은 아마도 모든 재벌의 어머니쯤 될 것 입니다. 그러나 이 조직 또한 성공적으로 존속하기 위해서는 점증하는 세계화에 대응하여 적응할 수 있어야 합니다.

이 두 번째의 조직은 다름 아닌 한국이라는 주식회사입니다.

본인이 발표할 과제의 제목이 시사하는 바와 같이, 세계화 시대에서 성공하고자 하는 조직은 누구나 세 가지의 핵심적 요소가 있어야 한다고 생각합니다. 이는 HSBC같이 소규모 조직이든 ‘주식회사 한국’과 같은 대규모 조직이든 모두 해당됩니다.

세계화 공략에 필요한 첫 번째 관건은 ‘태도(attitude)’입니다. 정정하자면, 첫 번째의 관건은 단수가 아닌 복수로 ‘일련의 태도(attitudes)’라고 강조하고 싶습니다.

매우 분명하게 말하자면, 세계화 시대에서 성공하고자 하는 모든 조직은 범세계적인 시각에서 사고해야 합니다.

본인은 국제적인 안목을 가져야 한다는 뜻으로 이를 정의합니다. 즉, 전통적 국경을 초월한 곳에 있는 것들에 대한 기본적 이해가 있어야 한다는 것입니다. 최소한, 외국 것이라고 해서 반드시 나쁘지만은 않다는 점을 수용할 수 있는 혼쾌한 의식구조입니다.

이러한 측면에 HSBC는 몇 가지 장점을 가지고 있습니다. HSBC는 초창기부터 국제적이었습니다. 사실 HSBC의 최초 사업기획은 거의 전부가 아시아, 미국 및 유럽 간의 무역거래에 대한 재원조달을 위해 구축되었습니다. 본인의 기억이 정확하다면, 약 142년 전 HSBC 창립 이사회의 이사진은 독일, 인도, 미국, 노르웨이, 영국 및 스코틀랜드인으로 구성되었습니다.

HSBC의 성공비결을 알고 싶다면(본인이 비밀을 밝혀도 된다고 생각합니다), 그것은 세계화가 가져오는 혜택과 기회를 포착하려는 태도와 의지입니다.

대조적으로, 한국이란 주식회사는 세계화에 임하는 태도에 대해서 혼재된 메시지를 보내고 있는 듯합니다.

한편, 한국경제의 개방은 선택의 문제가 아니라 생존의 문제라고 주장하는 정부 고위관리가 있습니다. 그래서 한국은 보다 많은 FDI를 유치하기 위해서 노력을 경주하고 있고, 양자간 무역협정 체결을 적극적으로 추진하고 있습니다. 이 모든 일들은 한국이란 주식회사가 세계화를 포용한다는 것을 나타내고 있습니다.

또 한편으로, 한국은 경제 분야에 대한 외국인 참여에 그다지 호의

적으로 보지 않는 인식이 아직도 남아있습니다. ‘우리’ 대 ‘그들’이라는 태도가 아직도 지배적입니다. Financial Times지의 표현을 반향한다면, 한국은 자본만 필요하지 외국인 투자가는 필요 없다고 말하는 사람들이 일부 있는 듯합니다.

한국에서는 정부가 국내 경쟁기업들로 하여금 외국경쟁자와 맞설 수 있는 제휴세력을 구성하도록 부추긴다는 보고가 이러한 인식을 뒷받침하고 있습니다. 최근의 상승 장세에서 외국인들이 대부분의 이익을 챙기고 있는데 반해, 국내 투자자는 국부를 잃고 있다는 정부 관리의 즉각적인 논평 또한 이러한 인식을 뒷받침하고 있습니다. 이처럼 끈질기게 남아 있는 인식은 대내외적으로 불식되어야 할 것입니다.

세계화 시대를 맞이하여, 한국이란 주식회사가 대외적으로 너무 내부지향적이고 근시안적이며 자기방어적이라고 보여서는 분명 안 될 것입니다. 그렇게 된다면 외국인 투자는 결국 감소할 것이고 장기 경제성장은 둔화될 것입니다.

또한 분명한 것은 외국인에 대한 부정적인 역사적 인식이 내부적으로 극복되어야 한다는 점입니다. 궁극적으로 한국은 국내경제에 참여하려는 외국인의 열의가 필요합니다. 외국인의 참여는 일종의 위협이 아니라, 한국의 미래와 한국인의 능력 및 자질에 대해 외국인이 신뢰감을 결의하는 투표인 것입니다.

올바른 태도 외에 세계화 공략에 필요한 두 번째의 관건은 한국의 브랜드(brand) 이미지를 구축하는 것입니다.

다시 HSBC의 사례로 설명을 시작하겠습니다. 예컨대 삼성만큼 잘 알려져 있지 않지만, 최근 HSBC는 세계 최고의 30대 브랜드에 들어가 있습니다. 이 분야의 전문가에 의하면, HSBC는 세계에서 가장 잘 알려진 브랜드 중에서 28위를 기록하고 있으며 그 가치는 미국 달러로 116억 달러 수준에 이르고 있다고 합니다.

이렇게 말씀드렸지만, HSBC가 항상 범세계적이지는 않았으며, 잘 알려진 지역수준의 브랜드도 아니었습니다. 사실 본인이 HSBC에서 근무하는 대부분의 기간 동안, 은행의 업무가 각기 다른 상호명 아래서 운영되었습니다. HSBC가 아시아 지역에서는 홍콩은행(HongKong Bank)으로 알려져 있었으나, 영국에서는 Midland Bank란 이름으로 운영되었습니다. 미국에서는 Marine Midland로 알려졌으며, 본인이 처음으로 취임한 두바이(Dubai)에서는 British Bank of the Middle East로 알려졌습니다.

놀랄 일이 아닌 것이, 어떤 분들은 HSBC를 일종의 지역은행 연합체라고도 생각했습니다. 더 심한 경우도 있었습니다. 본인이 기억하기로는, 어느 칼럼니스트가 HSBC를 개도국에 사무소(franchise)망을 두고 사업하는 선진국 은행이라고 기술한 경우도 있었습니다.

또한, 오래지 않은 얼마 전에 HSBC가 세계 브랜드 순위에서 전혀 보이지 않았던 경우도 기억납니다. HSBC가 창립된 이곳 아시아지역에서조차 HSBC는 간신히 인정된 브랜드로 등록되었습니다. 사실 본인이 인정하기는 약간 꺾끄럽지만, 본인이 회장으로 재임하던 어느 시점의 아시아지역 내 HSBC 브랜드는 이 연단에 본인과 함께 있는 자그마한 헬로키티 인형의 명성에도 훨씬 못 미쳤습니다.

그렇습니다. 가공의 만화 캐릭터(character)인 헬로키티는 본인이 30년 이상 근무한 조직보다 널리 알려졌으며, 더 많은 인정과 존경을 받았던 거대한 브랜드였습니다.

이에 대해 분개하는 것은 아닙니다. 적어도 이제 더 이상 그렇지 않습니다.

다시 주제로 돌아가겠습니다. 본인이 강조하고 싶은 점은 HSBC가 통일된 하나의 글로벌 브랜드를 채택하고 나서 얼마 되지 않아 모든 것이 바뀌기 시작했다는 것입니다. HSBC는 헬로키티 등을 능가하는 수준의 인정을 서서히 받기 시작했습니다. HSBC의 상승은 오늘도 계속되고 있습니다.

물론 한 조직의 브랜드는 단지 광고지출을 통해 명성을 올리려는 행사, 그 이상의 것입니다. 사실, HSBC에 종사하는 우리 자신을 정기적으로 일깨워준 것 중 하나는 HSBC란 상호가 그리 중요치 않다는 것이었습니다. 오히려 상호가 과연 무엇을 가장 중요한 것으로 대표하느냐 하는 것입니다. 참고로 말씀드리면, HSBC는 ‘매우 의심스러운 영국회사(Highly Suspicious British Company)’의 약자가 아닙니다.

다시 주제로 돌아가겠습니다. 요약하면, 잘 알려진 브랜드의 중요성이 쉽게 다루어져서는 안 된다는 것입니다. 세계화 시대에서는 특히 그렇습니다. HSBC와 같은 조직에서 브랜드는 성과의 약속과 같습니다. 점점 더 경쟁이 치열해지는 시장에서 브랜드는 두드러진 존재가 되도록 하는 약속입니다. 그리고 지리적 국경을 초월하는 시장이 되도록 도움을 줄 수 있는 약속이기도 합니다.

‘주식회사 한국’과 같은 조직에서도 브랜드는 역시 중요합니다.

몇 년 전 본인이 서울 국제경제자문단(Seoul International Business Advisory Council)의 일원이었을 때, 바로 이 문제에 대한 토론에 여러 번 참여했던 기억이 납니다. 당시 토론의 초점은 어떻게 서울이란 이름의 브랜드를 높이느냐 하는 것이었습니다.

그 토론을 준비할 당시, 많은 논문들이 대체로 한국에게는 일관성 있는 브랜드 이미지가 없음을 통탄하는 내용이었던 것도 기억납니다. 성공적인 브랜드를 부착하는 일이 얼마나 힘든 일이 될 수 있는지에 대한 사례연구가 한국이라고 하는 마케팅 대가들의 말을 인용한 해외 논문들도 있었으며, 국내 논문들 역시 한국의 이미지는 대대적인 변신이 절실히 필요하다는 점을 보여주었습니다.

현 시점에서도, 한국에 대한 일반적이며 일관성 있는 브랜드가 적어도 본인이 보기에는 아직도 묘연합니다. 지난 달 한국관광공사가 착안한 ‘Korea Sparkling’이란 브랜드에 대해 무엇인가 잘못됐다는 것이 아닙니다. 잘못된 것은 없습니다. 그러나 ‘Korea Sparkling’이라는 것은 여행 행선지 브랜드입니다. 한국에게는 아직도 관광 이상의 이미지를 포함하는 브랜드가 없다는 것입니다.

이렇게 말씀드렸지만 브랜드를 구축하는 것이 쉬운 과정은 아니라는 것이 현실입니다. 시간이 걸립니다. 그리고 언제나 비판자가 있을 것입니다. 조직의 이미지에 구멍을 내려고 하는 사람들이 있습니다. 여권대, 어떤 논평자는 세계의 지역은행(the world's local bank)이란 HSBC의 구호가 정확하지 않다고 넌지시 말합니다. 그 이유는 신홍시

장 국가에서 근무하는 고위경영층 대부분이 본인같이 중년층의 백인으로 구성되어 있다는 것입니다.

아시아지역에는 서울과 같이 금융허브가 되고 싶어 하는 여러 개의 도시가 있다는 것이 또 다른 하나의 현실입니다. 일본 정부 관리는 동경의 어느 구역을 투자은행가들을 위한 특구로 전환시키겠다는 의지를 최근 선언한 바 있습니다. 자산관리 능력을 적극 선전하면서 ‘아시아의 스위스’가 되겠다는 싱가포르도 있습니다. 한편 말레이시아는 회교국의 금융중심 허브가 되기 위해 매진하고 있습니다.

아마도 가장 처절한 현실은 아시아지역에서 금융센터가 되기를 열망하는 도시들이 서로 직접적인 경쟁관계에 있을 뿐 아니라, 세계 각 지역의 금융센터 및 허브를 열망하는 여타 도시와도 치열한 경쟁을 펼치고 있다는 점입니다. 이제는 자본이동이 국경이라는 장벽에 의해 더 이상 제한되지 않습니다.

이 모든 논의는 세계화 공략에 필요한 세 번째이자 마지막 관건으로 귀결됩니다. 올바른 태도 및 브랜드 구축 외에 경쟁력이 있어야 한다는 것입니다.

경쟁력을 갖추는 것은 자본뿐만 아니라 기업과 노동력의 이동성 역시 점점 높아지고 있는 세계시장에서 절대적으로 필요합니다. 이동성이 점증하는 세계시장에서는 가장 경쟁력 있는 것만이 진정으로 번창하게 됩니다. 이 말에 대한 중요한 오해 중 하나를 검토해 보기로 합니다. 즉 경쟁력 있다는 것이 곧 비용절감이란 것은 잘못된 생각입니다.

놀라실지 모르겠지만, HSBC가 영업을 하고 있는 아시아 내 여러 시장에서 HSBC의 서비스 수수료가 반드시 낮지는 않습니다. 그러나 아직도 많은 사람들이 HSBC와 거래를 하고 있는데, 여기에 몇 가지 이유가 있습니다.

HSBC의 국제적 이해 능력과 접촉 때문일 수도 있으며, 은행이 제공하는 다양한 금융상품이나 개인의 취향에 부합하는 상품 때문일 수도 있습니다. 온라인 또는 점포망을 통한 HSBC의 편의제공 때문일 수도 있습니다. 다시 말해서, HSBC의 수수료나 서비스 비용이 제일 저렴한지 어떤지는 사실상 큰 문제가 안 됩니다. 중요한 것은 은행이 자체 고객이나 거래자를 위해 어떤 가치를 창출하느냐 하는 점입니다. 똑같은 느낌이 국가와 도시에도 적용됩니다.

두바이를 생각해 봅시다.

HSBC에서 퇴직한 후 본인이 하고 있는 일 중의 하나가 두바이 국제금융센터(Dubai International Financial Center)의 회장직입니다. 흔히 DIFC로 불리는 비교적 새로 생긴 이 조직은 2004년 9월에 창업했습니다. 그러나 짧은 몇 년 사이, DIFC는 두바이를 중동으로의 자본 및 투자 유출입을 위한 이상적인 통로가 되도록 지원해왔습니다.

두바이가 생활이나 방문하기에 저렴한 도시는 아닙니다. 사실, 약 한달 전 본인이 두바이에 체류할 당시의 호텔비용은 1박에 미화로 약 550달러 수준이었습니다. 그러나 두바이는 사람들이 붐비고 있습니다. 본인이 묵었던 호텔은 만원이었습니다. 세계 각처에서 사람들이 일과 오락을 위해 모여들고 있습니다. 사막의 조그만 교역 장소였던 두바이

가 번창한 현대적 도시로 성공적인 탈바꿈을 한 것에는 몇 가지 이유가 있습니다.

첫째, 두바이의 지리적 위치입니다. 오일달러로 가득 찬 지역에 위치하고 있습니다. 두바이는 세계 금융센터를 양분하는 두 지역 사이에 정면으로 놓여있습니다. 즉 동쪽에 위치한 홍콩 및 싱가포르, 그리고 서쪽에 위치한 런던 및 프랑크푸르트 사이에 있는 것입니다.

두바이가 성공한 두 번째 주요 요인은 지속적인 제도개선에 대한 집단적 바램입니다. 두바이에 사는 모든 계층의 사람들이 미래지향적입니다. 미래를 보고 계획합니다. 관광객을 유치하기 위한 구조물로부터 기존 기반시설의 개선에 이르기까지 모든 것을 앞을 보고 계획합니다.

두바이가 성공한 세 번째 요인은 정부가 올바른 소프트웨어를 배치해오고 있다는 것입니다. 세계 일류의 독립적 규제조직을 수립하고, 다른 금융센터에서 금융전문가를 유치하고 있습니다. 다시 말해서 두바이 당국은 금융허브가 된다는 것이 몇 개의 새로운 건물을 구축하는 일 이상이란 사실을 터득하고 있는 것입니다.

그러나 두바이의 성공을 가져온 가장 중요한 요인은 외국인에 대한 개방적 자세입니다. 본인과 같은 사람들만이 아니라 다양한 배경과 수준의 외국인들에게 문호가 개방되어 있고, 형태에 구애됨 없이 외국인의 참여를 환영합니다. 예컨대 DIFC에서 영업하는 외국은행은 이윤에 대한 영율(零率)의 세금부과 혜택을 받고 있으며, 100% 외국인 소유도 허용되고 이윤송금에 대한 규제가 전혀 없습니다.

본인이 강조하고 싶은 점은 전진을 위한 ‘주식회사 한국’의 경쟁력은 비용절감 이상의 요인들에 좌우된다는 것입니다.

예컨대, 한국의 경쟁력은 국내 금융부문의 자유화 속도와 범위에 좌우될 것입니다. 전체적 방향이나 정책의도에 대한 불안감의 불식 아래에서 개혁의 진행이 보장되어야 합니다. 어떤 부문의 기준은 국제적인 수준으로 제고되어야 합니다. 자본유출입의 증가와 변동 폭에 대응할 수 있는 견고한 금융조직의 창출이 필요합니다.

또한 한국의 경쟁력은 과거에 범한 오류로부터 교훈을 얻을 수 있는 능력에도 달려 있습니다. 예컨대, 신용카드를 통한 과도한 대출 혹은 중소기업에 대한 과도한 대출의 반복을 피하는 일입니다. 본인은 개인적으로, 재벌이 은행을 소유토록 허용하는 일은 좋은 발상이 아니라고 생각합니다. 재벌에 의한 은행 소유는 은행으로 하여금 일이 잘 못되었을 때도 재벌의 요구를 거부하기 힘들게 만들 것입니다.

한국이란 주식회사의 경쟁력은 서울시 스스로가, 경쟁력이 매우 높은 여타 지역 기업센터나, 어떤 형태의 허브가 되기를 열망하여 노력하는 도시가 위치한 지역에 대응하여 자질과 매력을 어떻게 계속 유지할 수 있는 가에도 달려 있습니다.

그러나 앞서 말씀드렸지만, 서울은 지리적으로 축복받은 곳이라는 것이 본인 생각입니다. 그 이유는 아시아에서 가장 전망 좋은 지역의 중심에 서울이 위치해 있기 때문입니다. 그리고 또 다른 이유는 오늘날 이 지역 최대의 경제대국과, 앞으로 20년 후에 세계 최대의 경제 규모가 될 것으로 보이는 국가사이에 이상적으로 서울이 위치해 있기

때문입니다. 다만 문제는 이러한 축복의 장점이 주는 기회를 서울이 움켜질 것인가 하는 것뿐입니다.

결론

요약하면, 세계화 시대에 있어서 조직의 성공은 그 조직이 HSBC이든 한국이든 간에 세 가지 주요 요인에 의해 결정된다는 것입니다. 첫째는 태도, 두 번째는 브랜드, 그리고 세 번째는 경쟁력으로 귀결됩니다. 다시 말해서 세계화 공략은 초보 수준 정도로 간단합니다.

이렇게 말씀드렸지만, 아마 오늘 여기에 참석하신 분들 중에는 이러한 세계화 공략 과제들에 대해 관여할 입장이 아니기 때문에 깨끗이 잊어버리겠다고 하는 분도 있을 수 있습니다. 국내시장에 집중된 조직에 골몰하기 때문에 세계화가 적용이 안 되는 것입니다.

세계화의 충격이 모든 장소와 기업에서 감지되고 있는 것이 현실입니다. 금융부문은 특히 그러합니다. 세계화란 피한다거나 무시할 수 있는 일종의 지나가는 유행이 아니라는 것이 현실입니다.

본인의 연설은 오늘날의 지구촌이 얼마나 ‘세계화’되었는가를 보여주는 정말 완벽한 사례입니다. 지금 여러분들은 약 25분 정도의 시간을 보내면서, 과거 영국 영토였지만 현재는 중국의 특별행정자치구인 홍콩에서 온 스코틀랜드 출신 퇴역 은행가의 중동지역 경험담을 일본의 만화 캐릭터와 함께하면서 들었습니다.

본인이 여러분께 남기고 싶은 생각은 바로 이것입니다. 세계화가 대체 어느 정도 진행되었는지 증거를 원한다면 본인을 보십시오. 그리고 세계화의 커다란 충격을 앞으로 누가 받게 될지 알고 싶다면, 거울을 들여다보십시오.

세계 경제 · 금융 전망

Yusuke Horiguchi

미국국제금융연합회(IIF) 수석부총재

사공일 이사장님께 감사드리며, 세계경제와 금융시장 전망에 관해 여러분과 함께 견해를 나눌 수 있는 기회를 갖게 되어 영광으로 생각합니다. 오늘 이처럼 많은 청중들 앞에서 본인은, 흔히 해왔던 단기적인 경제전망보다는 세계경제의 전체적인 추세에 영향을 주는 몇 가지 요인에 초점을 둔 세계경제의 큰 그림에 대해 말씀드리고자 합니다.

우선 세계경제가 왜 호황기를 맞고 있는지에 대한 것부터 언급하겠습니다. 전체적인 안정세 아래 경제성장이 매우 양호했다는 점에 대해서는 여러분도 동의하실 것으로 믿어 의심치 않습니다. 이러한 순조로운 성과의 주요 요인을 논의하는데 있어서 본인은 보다 장기적인 시각을 갖고자 합니다. 인플레이션 정복이라는 측면에서 세계경제의 진행과정을 살펴보면, 1970년대의 10년과 1980년대에 OECD국가 평균 인플레이션율은 약 16%에 이르렀는데 지금은 2%로 하락하여 그 수준에서 담보하면서 상승하지 않고 있습니다. 이러한 결과는 진정한 정책의 승리였습니다. 물가안정을 위한 정책입안자의 노력은 1970년대 말 영국 Margaret Thatcher 총리의 중기 재정전략에서 시작하여, 1979년부터 곧바로 Paul Volcker 미국 FRB 의장의 상당히 긴축적인 금융정책으로 이어져 1980년 초기까지 계속되었습니다. 물가가 하락하면서

금융당국의 신뢰도는 올라갔으며, 중앙은행에 독립권을 부여하는 것이 바람직스럽다는 것을 그때부터 실제로 많은 나라에서 알게 되었습니다. 몇몇 중앙은행은 이미 성취한 인플레이션에 대한 승리를 굳히기 위해 물가안정목표제(inflation targeting)를 채택하였습니다.

동시에 일부 국가들, 특히 앵글로색슨 국가에서는 시장기능을 과거보다 원활토록 하는 시장경직성에 대한 정책적 승리도 있었습니다. 공공부문 근로자란 사실을 망각하고 불법적인 파업에 돌입했던 항공관제사들을 Reagan 대통령이 해고시킨 일을 여러분들은 기억하실 것입니다. 이 사건은 경제주체들에게 이러한 것이 앞으로의 정책 패러다임(paradigm)이라는 사실을 분명하게 각인시켰습니다. 1980년대 중반 무렵 본인이 IMF에서 영국 담당업무 맡고 있을 당시, Margaret Thatcher 총리 체제하의 영국에서는 정부와 석탄광부 사이에 대규모 투쟁이 있었습니다. 여러분들 중에는 이것이 어떠했는지 기억하는 분도 계실 것입니다. 그러나 이 투쟁은 정부의 결정적인 승리로 종결되었으며, 또한 호전적인 영국 노조의 배후가 붕괴되었다는 것도 아실 것입니다. 뉴질랜드, 캐나다, 호주 그리고 최근에는 스웨덴과 덴마크도 시장유연성의 경제정책을 추구하는데 있어서 이와 같은 선례를 따르고 있습니다. 물론 모두가 이처럼 급속한 속도로 전진하고 있는 것은 아닙니다. 예를 들면 일본의 경우, 몇 년 전에는 시장유연성이 뒤떨어진 상태에 있었습니다. 그러나 시장경직성에 대한 정책전환의 혜택을 어느 정도 발견하면서, 일본은 다소 좋아지고 있는 것 같습니다. 유로 지역 국가들 역시 크게 나은 상황은 아닙니다.

인플레이션 정복 및 시장유연성 확대 성취와 더불어 적어도 앵글로색슨 시장에서는 지난 10여 년 간 인플레이션과 성장의 변동성이 줄

어 들고 있습니다. 변동폭의 감소는 장기 경제성장에 매우 유리한 경제 기획에 대한 장기적 안목을 갖도록 함으로써 경제주체가 입안하는 경제 기획을 매우 용이하게 하고 있습니다.

여기서 본인이 거론하고 싶은 또 하나의 발전이 있습니다. 1990년대 후반 이후 매우 경탄할 만한 일이 나타나고 있는데, 그것은 우리시대 세계경제의 가장 거대한 발전으로 볼 수도 있는 중국의 등장, 특히 세계무역에서 중국이 이룩한 비약적인 진출입니다. 세계 상품무역에서 중국이 차지하는 비중은 1997년에 약 3%를 기록하였으며, 최근인 2006년에는 8%이상이었습니다. 2007년에는 거의 9%대에 근접할 것으로 본인은 확신합니다. 이는 무역비중에 있어서 진정 유례가 없는 눈부신 확대입니다. 또한 이것은 세계경제에 많은 혜택을 줌과 동시에 다소의 진통도 가져왔습니다. 세계무역에서 중국이 차지하는 비중의 확대가 세계경제 내 모든 국가들에게 영향을 미치면서 만들어 내고 있는 혜택 중 하나는 반(反)인플레이션적 추세입니다. 저임금 또는 효율적인 노동력으로 생산된 많은 저가상품들이 중국에서 수입되면서, 세계시장에서 특히 중국의 수출품과 경쟁하는 상품을 생산하는 많은 나라의 일반 물가수준에 상당한 하향압력을 주고 있습니다. 중국의 경이적인 무역신장이 세계 각국의 인플레이션에 하향압력을 주는 또 다른 통로가 있는데, 그것은 요소가격 균등화 과정을 통해서 이루어집니다.

저임금과 효율적인 노동력으로 생산된 많은 상품의 해외수출과 자유로운 무역이 중국에게 허용되는 한, 중국이 저임금 또는 효율적인 노동력을 수출하여 세계 각처의 임금을 하락시킬 필요가 없음은 아시는 바와 같습니다. 이것이 유명한 Heckscher-Ohlin의 요소가격 균등화

과정의 정수입니다. 바로 이와 같은 일이 일어나고 있는 것입니다.

예를 들어 2000~2005년 기간 중 미국의 임금증가율은 생산성증가율에 크게 못 미치는데, 여기에는 두 가지 이유가 있습니다. 첫째, 기업 부문의 수익성이 대폭 증가한 때문입니다. 이는 현재 미국뿐만 아니라 세계 도처에서 나타나는 현상으로 이윤지분이 매우 높습니다. 이러한 것은 중국이라는 요인의 결과입니다. 중국이 없었다면 실질임금증가율이 생산성증가율에 크게 못 미치는 현상은 나타나지 못했을 것입니다. 둘째, 이러한 현상은 이른바 물가안정실업률(Non-Accelerating Inflationary Rate of Unemployment: NAIRU) 하락의 조건을 만들고 있습니다. NAIRU의 하락은 인플레이션에 하향압력을 줍니다.

이 모든 것의 결과로 인해 최근 몇 년 동안 인플레이션과 기대인플레이션이 세계적으로 상당히 진정되어 물가가 매우 안정적으로 유지되고 있는 것입니다. 미국의 경우 10년 전에 10%를 상회하는 수준이었던 물가상승률이 하락하여 아주 오랫동안 2.5%대에 머물러 있습니다. 심지어 영국에서도 1990년대, 특히 새로 선출된 노동당 정부가 중앙은행에 독립성을 부여한 후에 물가안정이 추가적으로 대폭 개선되었습니다. 부연하자면, 정부가 설정한 인플레이션 목표에 비추어 적절히 판단한 금융정책을 추진할 수 있는 집행상의 독립성을 1997년에 Gordon Brown 영국 재무장관이 영란은행(Bank of England)에 부여했던 것입니다.

이러한 일들이 선진국 세계에서 일어나고 있던 같은 시기에 신흥시장국의 경제성과와 경제 펀더멘털(fundamentals)은 괄목할만한 수준으로 개선 및 강화되어 왔습니다. 일련의 위기를 겪은 뒤, 대다수 신흥

시장국들은 변동환율제도를 채택하기로 결정하였습니다. 이러한 것이 반드시 자유변동환율제도일 필요는 없고, 더 이상 고정환율제도만 채택하지 않으면 신흥시장국가들에게는 큰 도움이 될 것입니다.

1990년대 중반기에 큰 적자를 보였던 신흥시장국가들의 경상수지가 오늘날 대폭적인 흑자로 돌아섰습니다. 수출대비 총외채도 현저하게 하락하고 있으며, 모든 국가들의 외환보유고 또한 상당히 축적된 상태입니다. 이와 같이 개선된 경제 펀더멘털이 반영되어 신흥시장국의 대외신용평가도가 상승하고 있습니다. 과거 B+ 또는 B/A+였던 신용평가도가 지금은 B/A+에서 A1 수준입니다.

요약하자면, 본인의 의문은 왜 지금 모든 상황이 좋은가 하는 것이었습니다. 이에 대한 대답은 지금까지 언급한 것들 즉, 낮고 안정적인 물가상승률, 높은 기업수익, 대폭 개선된 신흥시장의 펀더멘털이 지속적인 세계경제 성장의 주요배경이 되고 있기 때문이라는 것입니다. 왜 우리가 범세계적으로 성장과 물가안정 면에서 호황기를 누리고 있는지 의아해할 이유가 없습니다. 하지만 세계경제가 직면하고 있는 다수의 도전과제가 있습니다. 이러한 도전과제에는 유가급등과 세계적인 경상계정 불균형 등이 있습니다. 여러 가지 도전과제들이 있으나, 오늘은 이 두 가지에 주안점을 두고자 합니다.

우선 유가급등과 관련하여 흥미로운 것은, 2002년에 배럴당 22달러였던 유가가 현재 65~70달러 선으로 상승했음에도 불구하고 세계 경제성장에 미치는 어떤 뚜렷한 충격이 나타나지 않고 있다는 점입니다. 어찌되었건, IMF의 측정치에 의하면 2004년부터 지금까지 세계경제가 연간 5% 정도 성장했는데, 이는 지난 수십 년간 유례가 없는 일입니다.

그 이유는 무엇인가? 이는 부분적으로 유가급등이 공급측면의 충격이 아닌 수요측면의 충격을 반영하고 있기 때문입니다. 그리고 지난 20~30년 동안 특히, 선진국에서 석유 이용방법의 효율성이 증가하고 있기 때문이기도 합니다. 즉, 30년 전에는 2배럴이 필요했던 작업이 지금은 단지 1배럴만 필요하게 된 것입니다. 그러나 본인의 견해로 볼 때 가장 중요한 사실은, 유가상승이 소비자물가상승률(headline inflation)에 큰 압박을 가하더라도 상당한 신인도를 갖춘 금융당국이 더 이상 금리인상 조치로 대응할 필요가 없다는 점입니다. 임금의 유가상승 따라잡기를 통한 두 번째의 영향도 사실상 매우 제한되어 있습니다. 이에 대한 차이는 경제 시뮬레이션을 통해 분명히 알 수 있습니다. 금융당국의 신인도가 매우 높을 때는 유가상승에 직면해도 금리를 인상할 필요가 없습니다. 배럴당 10달러의 유가상승으로 인한 세계 경제 성장률 하락폭은 약 0.2% 포인트로 추정됩니다. 그런데 인플레이션을 저지할 수 있는 능력에 금융당국의 신인도가 낮다면 유가 및 소비자물가 상승에 대처하기 위해 금리를 급격히 인상해야 합니다. 그럴 경우, 배럴당 10달러의 유가상승으로 인한 세계 경제 성장률 하락폭은 약 0.5% 포인트입니다. 이 두 가지 상황은 엄청난 차이가 있습니다.

유가와 원자재의 가격은 앞으로도 여전히 걱정거리입니다. 그러나 지금의 고유가가 큰 문제는 아니라는 점을 지적하고자 합니다. 머리가 약간 아프겠지만 이 문제는 관리될 수 있는 요인입니다. 하지만 가격 상승 폭이 너무 크면 문제가 됩니다. 석유비축 능력이 매우 낮기 때문에 유가가 급격히 상승할 가능성이 다소 있으며, 그럴 경우 약간의 충격으로 인해 시스템이 크게 취약해질 수 있습니다. 이러한 가능성은 몇몇 주요 산업원자재의 경우에도 마찬가지입니다.

세계경제가 직면하고 있는 또 하나의 주요 도전과제이며, 모든 사람들이 잘 알고 있는 세계적인 경상계정 불균형의 원인을 살펴보겠습니다. 첫째는 지난 수년간 미국의 국내수요가 매우 크게 확대된 때문이며, 둘째는 유로지역 국가와 일본의 저조한 국내수요, 셋째는 높은 경쟁력과 상당한 규모의 경상수지 흑자 및 높은 외환보유고를 유지하고자 하는 신흥시장국들의 강한 열망 때문입니다. 이 세 가지 요인들이 서로 연계되어 있습니다. 신흥시장국들은 경쟁력을 유지하고자 합니다. 그래서 이들은 자국통화의 상승압력이 있을 때마다 외환을 매입합니다. 신흥시장국들의 열망에 대한 가장 최근 사례를 들자면, 2002년 1월부터 자료입수가 가능한 2007년 3월까지 신흥시장국들의 외환보유고 총 증가액이 2.2조 달러였습니다. 중국만이 그렇다는 것이 아닙니다. 물론 중국이 큰 부분을 차지하고 있지만 중국 이외의 신흥시장국들 역시 막대한 외환보유고를 축적하고 있습니다.

미국의 막대한 경상수지 적자를 보전하기 위한 재원조달은 어떠한가? 이러한 재원조달이 오히려 순조로운 이유는 무엇인가? 미국의 대규모 경상계정 적자의 재원조달이 순조로운 이유 중 하나가 외환보유고를 비축하고자 하는 신흥시장국들의 열망 때문인데, 이는 세계적 경상계정 불균형의 직접적인 원인 중 하나이기도 합니다. 다시 말해, 엄청난 외환보유고를 통해 자국통화가 매우 높은 경쟁력을 갖추으로써 대규모 경상수지 흑자를 조성한 신흥시장국들과 깊은 관계가 있다는 것입니다. 저축/투자 측면에서 보면, GDP 대비 저축률이 높아서가 아니라 GDP 대비 투자비율이 낮아서 신흥시장국들이 대규모 경상수지 흑자를 이루고 있습니다.

지난 몇 년 동안 미국 경상수지 적자에 대한 재원조달이 순조로웠

던 또 다른 요인을 든다면, 미국의 견고한 생산성 증가, 미국 연방준비은행의 매우 높은 신인도, 그리고 매력적인 미국 금융시장 등입니다. 미국 금융시장은 아주 효율적이고 탄력적이며 유동성이 풍부합니다. 이러한 이점들이 복합적으로 작용하여, 미국은 달러 가치를 크게 하락시키지 않고도 경상수지 적자를 보전하기 위해 세계 각국으로부터 많은 자본을 유치할 수 있는 것입니다. 외환보유고 상황을 지역별 신흥시장국가들로 분류해 보면 아시아 즉 중국과, 환란을 맞았던 한국을 비롯한 중국 이외의 국가들 양쪽 모두가 실로 막대한 외환보유고를 축적하고 있습니다. 위기를 맞았던 또 다른 국가인 러시아 역시 유가상승에 힘입어 외환보유고를 축적하고 있습니다. 현재 러시아의 외환보유고는 4,000억 달러가 넘는 수준인데, 1990년대의 러시아 상황을 아는 사람에게는 믿어지지 않을 정도입니다. 심지어 1990년대 후반 및 2000년 초에 매우 어려운 상황에 직면했던 남미의 브라질과 아르헨티나도 대규모의 외환보유고를 축적하면서 IMF로부터 받은 차관을 상환하고 있었습니다. 이와 같이 위기를 경험한 국가와 여타 신흥시장국은 모두가 축적해온 엄청난 외환보유고가 미국 경상수지 적자에 대한 자원조달에 도움이 되고 있는 것입니다.

다소 반복되는 말입니다만, 외환보유고 축적이 난데없이 이루어진 것은 아니라는 점을 강조하고 싶습니다. 기본적으로 경상수지라는 상황이 경제적 배경으로 깔려 있습니다. 신흥시장국가들의 GDP 대비 경상수지가 1995년도에 약 2%의 적자에서 최근 3%의 흑자로 크게 변동했습니다. 경상수지가 왜 이와 같은 변동을 보였는가? 이는 투자의 하락이지 저축의 증가가 아닙니다. 사람들은 세계적인 저축과잉을 논하는 경향이 있으나 사실은 투자율이 하락한 것이며, 이러한 것이 비교적 변화가 없는 저축률을 세계경제가 요구하는 수준에 매우 적절한

것으로 보이도록 만든 것입니다.

세계적인 경상계정 불균형 및 재원조달 판도의 측면에서 앞으로 어떤 변화가 있을 것인가? 일부 요인은 더욱 불리한 방향으로 움직일 것입니다. 예컨대, 중국의 환율은 명목절상이나 국내 비용/가격 압박을 통해서 실질실효환율 기준으로 점차 절상될 것입니다. 중국의 위안화 뿐만이 아닙니다. 아시다시피 신흥시장국들의 환율은 상당한 절상압력을 받고 있습니다. 한국의 원화뿐만 아니라 태국, 브라질, 심지어 아르헨티나의 통화를 보십시오. 이들 국가의 금융당국은 대량의 달러를 매입하고 있습니다. 이러한 조치가 인플레이션 억제 노력에 저해되는 것이지만 달러를 대량 매입하지 않으면 통화가치가 절상하게 됩니다. 어느 방법이든, 경상수지 흑자가 축소되므로 미국의 대외차입을 더욱 어렵게 만들 것입니다.

- 본인은 미국 경상수지 적자에 대한 재원 조달이 한계에 이를 가능성에 대해 우려하고 있습니다. 이는 신흥시장국 등의 외환보유고 축적이 중단되기 때문이 아니라, 축적된 외환보유고의 배분대상이 달러에서 다른 통화로 이동할 수도 있기 때문입니다.
- 본인이 살펴보기 시작한 두 번째 요인은 중국을 제외한 신흥시장국들의 외환보유고 축적 속도가 둔화되고 있다는 점입니다. 미국 경상수지 적자에 대한 재원조달을 위해 중요한 것은 대규모 외환보유고 자체가 아니라 외환보유고 수준의 변화 속도입니다.
- 셋째, 성장을 한층 높은 수준으로 끌어올리기 위해서는 더 많은 투자가 필요하다는 사실을 아시아의 호랑이들이 깨닫고 있습니다.

아시아의 호랑이들이 급속한 성장을 이루고 있지만 과거와는 다릅니다. 최근의 성장률이 과거 금융위기 이전에 비해 둔화된 잠재적 요인 중 하나가 저조한 투자율이라는 것이 본인의 생각입니다. 따라서 이들 국가가 투자지출을 늘리는 것이 놀랄 일은 아닌 것으로 보입니다. 이러한 조치가 이들 국가의 경상수지 흑자와 외환보유고를 감소시킬 것이므로, 미국 경상수지 적자에 대한 재원조달에 뚜렷한 영향을 미칠 것입니다.

이 모두가 합리적인 가격으로 미국 경상수지 적자에 조달되는 가용 재원을 축소시킬 수 있는 것들입니다. 따라서 무질서한 경제조정이 미래의 어떤 시점에서 일어날 수 있는데, 그 가능성이 이전보다 더 확실해지고 있습니다. 이러한 점을 알고 있다면 세계경제 불균형에 대한 질서 있는 해결방안이 모색되어야 하고 미국, 유로국가, 일본, 중국, 그리고 여타 아시아 신흥시장국들이 참여하여 조화로운 전략을 이루어내는 것이 최선의 방안이 될 것입니다. IMF가 제기해온 정책처방에 대해서는 모두 아시리라고 믿고 여기서 논하지 않겠습니다.

지금까지 본인은 현재 세계경제가 당면하고 있는 가장 현저한 도전 과제에 대해 언급하였습니다. 그렇다면 미래의 주요 위험요인들은 무엇인가? 가장 중요한 위험요인은 우리가 만들어서 우리 자신에게 고통을 주는 문제들인 것으로 생각됩니다. 본인이 염두에 두고 있는 것들을 예로 든다면, 사람이 만든 아둔한 보호무역적 조치, 역시 사람이 만든 것으로 언제든지 발발할 수 있는 지경학적 긴장, 그리고 문제로 인식하고 있으나 이에 대한 조치를 취하지 못하고 있는, 사람이 만든 기후변화 등입니다. G8 정상회의는 지난번 회담에서, 어떤 일을 할 것인가를 고려하는 일정표에 대해 합의를 도출함으로써 찬사를 받았습

니다. 하지만 그 합의가 특정조치를 취한다는 것에 대한 것은 아니었습니다. 그러므로 조치가 시작되기까지는 아직도 요원합니다. 앞으로 농업뿐만 아니라 에너지에도 악영향을 미칠 태풍, 가뭄, 홍수 등 불리한 조건의 기후가 세계도처에서 발생하게 될 것이 염려스럽습니다. 태풍 카트리나가 멕시코만의 에너지 관련시설을 황폐화시켰던 사실을 여러분은 기억하실 것입니다.

또 다른 위험요인은 낮은 인플레이션과 관계된 것입니다. 낮은 인플레이션의 유지 자체는 크게 바람직한 일이지만 이로 인한 부작용도 주의해야 합니다. 낮은 인플레이션과 금리 환경에서는 자산가치의 거품 추세가 나타날 수 있습니다. 금융당국들이 이 문제에 대한 해결방안을 찾기 위해 중지를 모으고 있는 중입니다. 또 다른 위험요인은 금융시장의 자기도취적인 태도입니다. 그동안 금융시장이 이룬 성과는 실로 돋보이는 것이었습니다. 그러나 이처럼 훌륭한 성과가 지속되면 사람들은 자기도취에 빠지게 됩니다. 채무기업에 대한 대출기관의 감독권한을 폐기하자는 이른바 “Cov-light” 제도를 포함하여, 대출기준을 완화하자는 주장들이 많은데 이는 위험한 상황이라고 생각합니다. 규율이 느슨해지면 갑자기 재앙이 닥칠 수 있기 때문입니다.

세계 금융시장구조 변화추세

Hung Q. Tran

IMF 금융·자본시장국 부국장

사공일 이사장님의 따뜻한 소개에 감사드립니다. 우리의 이목을 끄는 ‘세계 금융시장구조 변화추세’라는 주제에 대한 본인의 생각을 여기에 참석하신 여러분과 함께 나누게 된 것을 기쁘게 생각하면서 발표를 시작하겠습니다. 우선 이 주제가 상당히 이목을 끄는 것이기 때문에, 이번 발표는 IMF의 공식 견해가 아닌 본인의 개인적 견해임을 밝혀둡니다.

본인은 금융자산시장의 변화와 성장, 복잡한 금융수단, 일련의 기관투자가 또는 시장참여자, 레버리지(leverage) 활용 등 금융투자행태의 변화와, 그리고 이러한 것들이 국제자본이동의 증가를 포함한 시장구조역학(market dynamics)에 미치는 영향을 살펴보고자 합니다. 그런 후 시간적 여유가 있으면 Horiguchi 부총재께서 발표하신 내용 중 마지막 부분에서 언급된 두 가지, 즉 금융시장 여러 곳에서 나타나고 있는 신용기준 및 신용규율의 대폭적인 완화가 금융시장에 야기할 수 있는 위험가능성에 대해서도 거론하겠습니다.

첫 번째 주제는 Horiguchi 부총재께서 매우 훌륭하게 설명해주셨던 것입니다. 이른바 ‘거시경제 변수의 안정화(great moderation)’는 시장

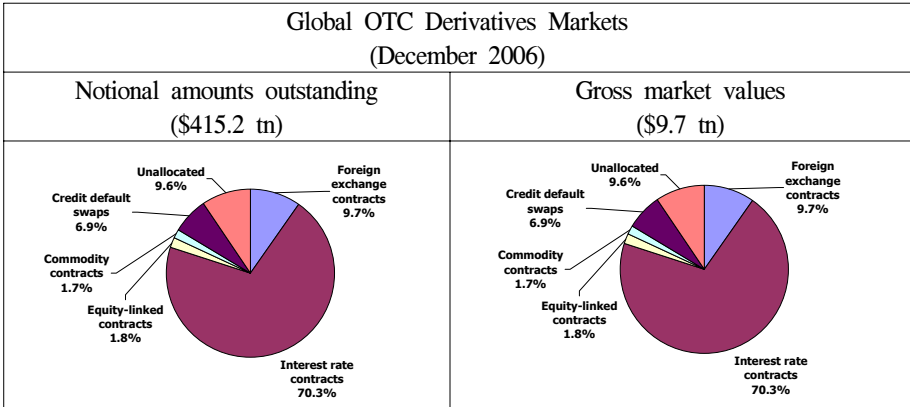
참여자의 위험부담 성향을 촉진시켜 금융자산시장을 성장시키는데 큰 역할을 하였다는 것이 본인 생각입니다. 채권, 주식 등의 자본시장은 GDP증가율과 비슷하게 성장해왔는데, 이것이 앞으로는 더욱 가속화 될 것입니다. 몇 가지 통계수치를 제시한다면, 2005년말 시가총액으로 표시된 세계 주식가치는 약 39조 달러였으며 채권총액은 약 55조 달러에 달합니다. 현재의 금융자산 총 가치는 100조 달러로 지난 5년 동안 금융자산이 대폭 성장하였음을 반영하고 있습니다. 주식 외의 은행 자산인 채권과 대출을 포함시킬 경우, 금융자산 총액은 세계 GDP의 3배가 넘습니다. 10년 전에는 이것이 2배에도 못 미쳤습니다. 그런데 10년 동안에 3배로 증가하였으며, 이는 앞으로 더욱 증가할 것입니다. 그 이유에 대해서는 곧 아시게 될 것입니다.

통화, 채권, 주식, 은행신용 같은 이른바 기초 금융상품 외에, 최근에는 이러한 기초자산에 의존하거나 혹은 이로부터 파생된 파생금융상품거래의 폭발적인 증가가 있습니다. 장외 파생금융상품시장(Over-The-Counter derivatives market)의 경우엔 지난해 거래된 약정금액(notional amount)이 약 415조 달러에 이르렀습니다. 국채, 주식, 그리고 은행 대출잔액의 최종 체결가치액이 현재 약 100조 달러라는 점을 상기하신다면 파생상품 약정금액은 기초금융상품의 가치를 크게 초과한다는 사실을 알 수 있을 것입니다. 다시 말해 파생금융상품이 개의 ‘꼬리’이고, 기초금융자산을 ‘개’라고 하면 ‘꼬리’의 크기가 ‘개’의 몸통 자체보다 몇 배나 크다는 뜻입니다.

<도표 1>의 수치는 장외파생상품 규모를 나타낸 것입니다. 물론 대량의 파생금융상품이, 세계에서 제일 큰 주식관련 파생금융상품시장 중 하나를 보유하고 있는 한국을 포함하여 여러 국제파생금융상품 거

래소에서 거래되고 있습니다. 이것을 장외파생상품시장에 합산하면, 총거래 규모는 정말 엄청납니다.

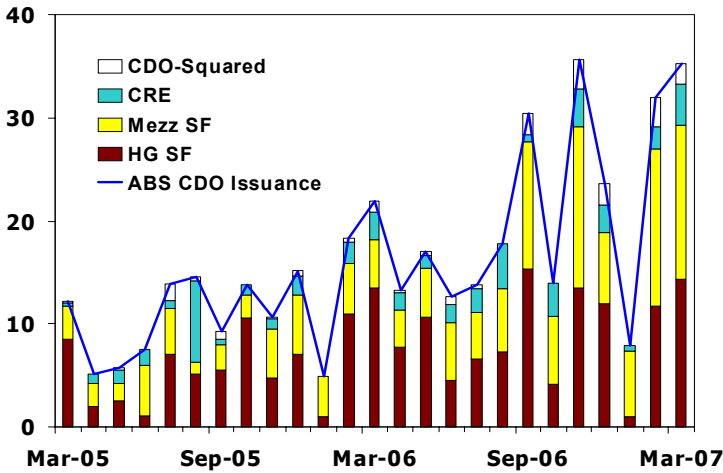
<도표 1>



이러한 금융상품의 성장 외에도, 지난 몇 년 동안의 또 다른 현저한 성장은 진정한 21세기의 금융상품이라 할 수 있는 자산(부채)담보부채권(CDO: Collateralized Debt Obligation)의 견고한 성장입니다. CDO는 다소 과거의 기법인 자산유동화(securitization)에 근거하고 있는데, 여기에는 단순하지만 강력한 선순위/후순위구조(subordinization)란 개념이 추가되어 있습니다. 기본적으로 securitization과 subordinization 사이에 정크본드(junk bond), 고수익 채권, 후순위등급 기업 채권처럼 신용등급이 낮아 채무불이행시 채무변제 순위가 후위에 있는 비우량채권, 그리고 선순위에 속하는 최우량 트리플 A(triple A) 신용등급을 가진 CDO 채권으로 구성된 파생상품의 집단이 있습니다. Subordinization이란 신용등급 제도에 따라 트리플 A 등급을 가진 CDO채권의 매입자는 제일 마지막에 부도손실을 입게 될 것이며, 대부분 다변화된 기초자산의 포트폴리오를 담보로 CDO 채권을 매입한

사람 30% 이상이 채무불이행의 손실을 입게 되는 것은 매우 드문 일입니다.

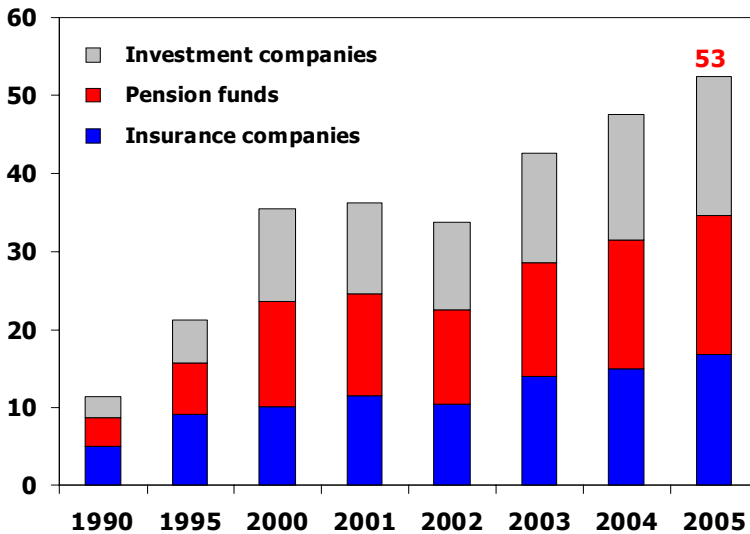
<도표 2> ABS CDO Issuance
(In billions of U.S. dollars)



<도표 2>는 다양한 종류의 금융상품을 신용등급으로 구분한 월별 CDO 발행액이 매우 현저하게 변하고 있는 것을 나타내고 있습니다. 지금까지 각기 다른 종류의 자산 성장을 보았는데, 본인이 강조하고자 하는 것은 CDO 같은 복잡한 금융상품과 파생금융상품 성장입니다. 물론 자산 문제의 다른 측면은 투자가, 즉 기관투자가의 문제입니다. <도표 3>에 나타난 바와 같이 여러 종류의 기관투자자들이 운용하고 있는 자산이 두드러지게 증가하였는바, 2005년 말에는 53조 달러였으나 지금은 분명히 더욱 증가했을 것입니다. 자산유동화채권 같은 파생 금융상품은 앞으로 계속 폭발적인 증가를 기록할 운명에 놓여 있습니다. 왜냐하면 왕성한 연기금의 금융투자 때문이며, 그리고 현재

OECD 선진국뿐만 아니라 중국 등 모든 신흥시장국가들에서 나타나고 있는 고령화 사회, 즉 인구변동이 주도하는 여러 형태의 도전에 세계가 직면하고 있기 때문입니다. 증가하는 퇴직계층을 위한 재원마련 압력을 사회와 정부가 받고 있는 이상 정부나 개인기업 양쪽 모두가 더욱더 연금계획에 대한 재정지원을 할 것인데, 이것은 자금이 연기금을 위한 용도로 지정된 운용펀드의 운용자산이 폭발적으로 증가한다는 뜻입니다. 잠시 후 언급되겠지만, 이러한 현상은 금융시장 구도역학에 매우 큰 영향을 미칠 것입니다.

<도표 3> AUM of Institutional Investors
(In trillions of U.S. dollars)



최근 들어 또 다른 중요한 현상은 물론 헤지펀드(hedge fund)의 성장인데, 흥미로운 점은 연구기관과 언론매체에 따라 그 규모에 대한 수치가 다양하게 나타난다는 것입니다. Hedge Fund Research에 의하면 헤지펀드들이 운용하고 있는 자산규모는 작년 말 현재 약 1.6조 달

리로 나타납니다. 어떤 기관은 조금 높은 2.5조 달러로 평가하고 있습니다만 자산규모의 크기는 별로 문제될 것이 없습니다. 헤지펀드 자산 규모는 본인이 앞에서 보여준 전체적 자산규모, 즉 주요 기관투자자들이 운용하고 있는 53조 달러에 비하면 아주 작은 규모입니다. 그러나 헤지펀드가 주도하는 중요하고 도전적인 발전은, 자산운용규모가 아직은 작지만 헤지펀드의 활발한 거래형태와 점증하는 레버리지 의존도 때문에 발표된 수치 이상의 큰 영향을 시장구도역학에 미칠 수 있습니다.

지금까지 본인은 앞으로 매우 성장성이 높은 연기금과, 곧 거론하려는 시장구도역학에 중요한 영향을 미치게 될 헤지펀드에 대해 살펴보았습니다. 특히 최근 수년간, 과거부터 이어지고 있는 또 하나의 중요한 발전은 이른바 “국부펀드(sov^{er}eign wealth fund)”의 성숙화입니다. 국부펀드의 개념은 본래 1차상품 수출국이 1차상품 시장 호황시의 매출잉여금 일부를 시장안정을 위해 따로 적립한다거나, 혹은 1차상품 가격이 하락할 경우를 대비하여 정부재원의 일부를 준비금으로 마련해두는 시책에서 유래하였습니다. 그러나 Horiguchi 부총재께서 설명하신 바와 같이 지난 몇 년 간의 현저한 외환보유고 축적에 힘입어, 정부 당국은 수익증대 목적으로 보유자산을 보다 효율적으로 관리(투자)할 수 있도록 외환보유고의 상당 부분을 별도 조성하는 국부펀드들이 점점 많아지고 있습니다.

<도표 4> Major Sovereign Wealth Funds

Year	SWF		Reserves		Private	Total Global Financial Assets	
	(\$ tn)	(%)	(\$ tn)	(%)	(%)	(\$ tn)	(%)
2007	2.5	2.5	5.1	5.1	92.4	100.0	
2012	8.7	6	7.4	5.1	88.9	144.4	
2017	17.5	8.4	9.9	4.7	86.9	208.6	
2012	27.7	9.2	13.0	4.3	86.5	301.3	

Source: Morgan Stanley

여기서 Morgan Stanly가 집계한 수치를 보면(<도표 4>), 몇 가지의 가정을 근거로 한 Morgan Stanly의 연구결과는 향후 수년 내에 국부펀드가 국제금융시장에서 사실상 중요한 주도자가 될 것임을 시사하고 있습니다. 지금 현재 약 25~27개에 이르는 다양한 국부펀드의 총 자산규모는 약 2.5조 달러에 이르는데, 펀드 수와 운용자산 양쪽 모두 증가할 것입니다.

사실 이러한 부류에 속하는 투자자의 증가는, 특히 국부펀드가 순전히 상업적인 고려에 따라 투자사업을 영위해나가고 있는지에 대한 정보를 시장참여자에게 제공하는 정도에 대한 공시와 투명성에 있어서 심각한 문제를 제기할 것입니다.

다시 레버리지(차입운용) 문제로 돌아가 보면, 각기 다른 주요 기관 투자가 특히 헤지펀드의 현저한 성장과 동시에, 실질 및 명목 기준으로 어느 정도 저금리의 유리한 경제전망에 힘입어 레버리지의 이용이 뚜렷하게 증가하고 있음을 볼 수 있습니다. 여기서 본인은 레버리지의

어떤 범위를 포착하고자 하는데, 그 이유는 개념자체가 쉽게 측정할 수 있는 것이 아니기 때문입니다. 두 종류의 레버리지에 있는데, 하나는 전통적인 레버리지로서 대차대조표에 계상되는 기초금융상품을 근거로 하여 자금을 차입하고 투자하는 대차대조표형 레버리지입니다. 사실 대차대조표형 레버리지 금융의 규모도 상당합니다.

그러나 매우 중요하지만 이해하고 측정하기에 힘든 까닭에, 감독 당국이나 금융규제 당국이 대응하기에 어려운 것은 손실위험성이 있는 파생금융상품 속에 깔려있는 레버리지(embedded leverage)입니다. 이는 세계금융시장 내 새로운 판도의 일부가 된 것으로서, 신용으로 자기자본 규모보다 몇 배나 큰 자금을 차입할 수 있어 큰 금액의 거래를 할 수 있는 효과를 낼 수 있습니다. 본인이 앞서 언급한 CDO 시장에서는 통상적인 자기자본수익에 비해 15~30배에 이르는 레버리지 금융수익, 대출채권담보부증권(CLO: Collateralized Loan Obligation) 시장에서는 10~30배에 이르는 레버리지, 그리고 지급보증형 신용파생상품의 일종인 총수익롤스왑(total return swaps)에서는 보통으로 약 25배에 이르는 레버리지가 깔려있습니다.

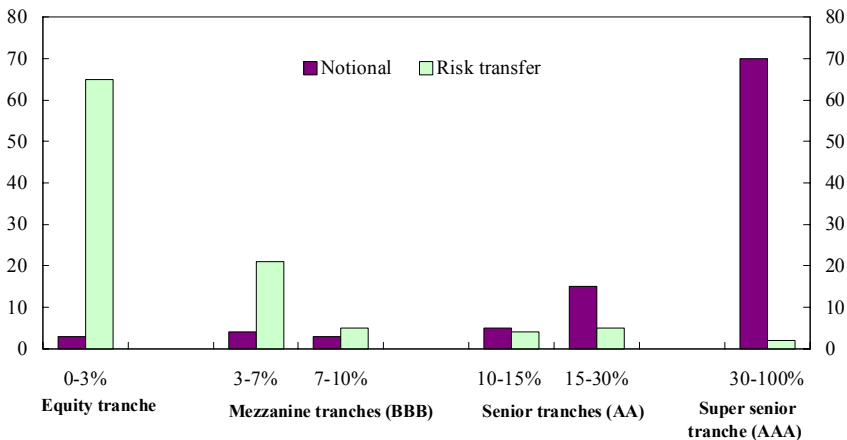
대차대조표형 레버리지와 깔려 있는 레버리지 금융을 이용하는데 있어서 헤지펀드가 가장 활발합니다. 비교적 작은 산업 규모에도 불구하고 왕성한 거래형태와 연계되어 헤지펀드는 금융중개업(brokerage)과 시장구도역학에 커다란 영향을 미칠 수 있을 정도로 성장해 왔습니다. 미국의 경우, 금융중개업에 대한 헤지펀드 거래량은 각종 파생금융상품 거래량의 1/4~2/3를 차지하고 있습니다.

이를 세분하면 고수익채권시장 거래의 25%, 현물/주식시장(cash equity

market) 거래량의 30%, 신용파생상품 거래량의 60%입니다. 그리고 대규모 거래량 때문에 헤지펀드는 투자은행 수익의 상당히 큰 몫을 차지했습니다. 미국에서 모든 주식거래 위탁료의 약 30%가 헤지펀드에 의한 것이며, 아시아 지역의 경우는 22%를 차지하고 있습니다.

여기서 깔려있는 레버리지 금융의 위험노출이 진정 어떤 것인지 이해할 수 있도록 간략히 설명해 보겠습니다(<도표 5>). 깔려있는 레버리지는 CDO의 각기 다른 신용등급을 나타내는데 최상순위 신용등급(super senior tranche)인 트리플 A, 선순위 등급(senior tranche)인 AA, 중간순위 등급(mezzanine tranche)인 AA~BBB, 그리고 등급이 없는 최하위의 지분투자(equity tranche) 등이 있습니다.

<도표 5> Instrument Leverage:
Tranche Notional Value versus Economic Risk Transfer¹
(As a percent of the reference pool)



Source: IMF staff estimates.

¹The structure is prototypical, and will vary by transaction.

신용등급이 의미하는 바는 헤지펀드가 보통 최하위 등급인 equity tranche 투자자이므로, CDO를 근거로 한 신용대출이 부도가 나게 되면 헤지펀드가 1순위로 손실을 입게 됩니다. 그러므로 부도손실의 첫 3%는 등급이 없는 equity tranche 소유자가, 다음의 4~7%는 다양한 mezzanine tranche 등급의 채권소유자가 지게 되고, 부도손실이 30%를 넘게 되면 최상위 등급도 부도손실을 안아야 합니다. 이러한 신용등급을 가진 파생상품에 깔려있는 레버리지금융은 이와 같습니다. 위험부담이 제일 높은 equity tranche에 3달러를 투자한 헤지펀드는 금융 기초자산의 포트폴리오를 담보로 도산위험성에 노출되는 100달러 이상의 큰 금액을 조달할 수 있습니다. equity tranche 투자자는 위험에 노출되었으나 상순위 신용등급의 파생금융상품 소유자의 위험부담을 짊어진 뒤 총 포트폴리오 투자의 65%에 이르는 보상이 있는 것입니다.

최상순위 신용등급인 트리플 A 같은 양질의 파생금융상품을 일반적으로 매입하는 연기금, 보험회사와 은행을 살펴보면, 이들 기관투자자는 트리플 A급 회사채 수익률차이보다 훨씬 좋은 수익률 차이를 구입하는데, 그래도 매우 제한된 위험부담에 노출되어 있습니다. 헤지펀드의 입장에서는 레버리지 금융이 매우 효율적인 방안입니다. 즉 수익을 올리기 위해 얼마 안 되는 자기자본을 투자하여 위험에 노출된 큰 금액을 차입·확보 할 수 있는 것입니다. 이러한 레버리지 금융과 헤지펀드 또는 여타 파생금융상품 시장참여자들이 위험이 노출되는 거래행위 때문에 시장구도역학에 미치는 중요한 영향은 주요 금융시장의 변동성이 지속적으로 감소하고 있는 추세입니다. S&P500 지수 옵션계약의 잠재적 불확실성을 근거로 하여 작성된 일종의 변동성 지수, 즉 투자심리지수(volatility index)를 살펴보면 변동성이 그 이전의 경기순환기와 비교하여 서서히 감소하고 있음을 보여주고 있습니다. 주식시

장의 보다 낮은 불확실성은 무엇보다도 다양한 금융시장에서 신용위험도에 따라 비례하는 레버리지금융 계약금의 요구를 점진적으로 하락시키는데 기여하고 있습니다.

21세기에 접어들어 다양한 금융자산 항목 사이의 수익률차이(yield spread)는 변동성 하락과 함께 기록적인 최하수준으로 서서히 감소해 오고 있습니다. 낮아진 불확실성은 또한 저금리 통화인 엔이나 스위스 프랑으로 표시된 자금을 차입하여 고수익 통화인 뉴질랜드 달러, 호주 달러, 브라질 레알(Real), 터키 리라(Lira) 등에 투자하는 캐리 트레이드(carry trade)라는 현상을 불러일으키고 있습니다. 여기서 특기할 점은 일본과 스위스의 저금리가 장기간 존속하고 있었는데, 새로운 점은 외환시장의 낮은 변동성이 함께 하고 있다는 것입니다. 그러므로 캐리 트레이드는 변동성에 대해 수익을 거는 것입니다. 캐리 트레이드와 시장의 변동성은 같이 움직이는데, 변동성의 증가는 캐리 트레이드의 부진한 성과를 빚어낼 것이고, 변동성의 하락은 고수익을 제공할 것입니다.

지금까지 본인이 여러분께 서술한 모든 것은 사실 세계금융시장의 기능이 국제자본이동의 거대한 증가를 가져온 자산항목, 기관투자자의 구조 및 금융수단을 어떻게 변화시켜 왔느냐를 보여주는 것입니다. 세계 GDP대비 연간 자본이동 규모는 거의 15%로서 매우 두드러진 현상입니다. 1980년대부터 1990년대 중반까지 연간 약 4~5% 수준의 점진적 증가가 있었고, 1990년 중반기 이후로는 연간 기준으로 매우 급속한 증가를 볼 수 있습니다. 신흥시장국으로의 자본이동, 특히 민간부문 역시 매우 크게 증가하고 있습니다.

가장 주목해서 볼 것은 금융상품의 발행자 구성상의 변화입니다. 외

채발행은 신흥시장국가 차입기관의 근소한 비중이 되고 있습니다. 최근 상당한 경상계정 흑자증가, 양호한 경제성과, 그리고 활발한 채무 추심 업무에 힘입어 신흥시장국들은 기본적으로 기채를 해외시장에서 국내시장으로 바꾸고 있습니다. 그 대신 민간기업과 정부투자기관이 국제자본시장에서 주요 채권발행자가 되고 있습니다.

물론 이러한 변화는 신흥시장국의 변동성을 궁극적으로 평가하는데 어떤 시사점을 가지게 될 것이며, 장래에 곤란을 줄 수 있습니다. 외국통화로 표시된 채무가 환율의 약세로 급등했기 때문에 외채를 차입한 국가가 곤란에 빠졌던 1990년대 중반기와 2000년대 초기에서 볼 수 있었던 국가채무위기 같은 것은 점점 희박해지리라는 것이 본인의 개인적 생각입니다. 그 대신 새로운 위험은 기업 수준의 기채와 연계된 신용위험의 상승입니다. 기업 기채자는 최근 거대한 자금을 상이한 금융수단을 통해서 조달하고 있으며, 국제투자가는 투자대상국의 국내시장에서 직접투자 대상국의 통화수단을 매입하는 것이 추세입니다.

2007년은 신흥시장국이 약 4,550억 달러 규모의 경상계정 흑자를 기록하는 해가 될 것인데, 이 수치는 신흥시장국과 개도국이 공동으로 대규모 경상계정 흑자를 10번 계속해서 기록하는 해가 되는 것입니다. 이 경상계정 흑자에 더하여 신흥시장국들은 약 7,500억 달러의 순자본 유입을 확보했습니다. 다시 말해 2007년도 중에 신흥시장국들은 타국, 주로 미국으로 1.3조 달러를 재순환(recycle)시켜야 하는 것입니다. 2005년 이래, 기본적으로 신흥시장국들은 매년 순계 기준으로 1조 달러 이상을 재순환 및 투자 등의 형태로 밖으로 돌려보내고 있습니다. 따라서 자본이동 효과와 취약가능성의 개념은 크게 바뀌어야 합니다. 그 이유는 신흥시장국 전체가 매년 1조 달러 이상을 세계 각처에

투자할 입장에 있다면, 위기에 대한 신흥시장국의 취약성은 1990년대의 그것과는 상이하기 때문입니다.

이와 같은 자본이동이 미치는 중요한 영향은 대다수의 신흥시장국에 있어서 대규모의 자본이동이 국내신용의 매우 강력한 신장을 촉진한다는 사실입니다. 유럽지역 신흥시장국들의 경우 기업 및 소비신용의 거대한 신장은 이미 금융당국이나 금융건전성 감독당국에게 신용의 질에 대한 문제를 주고 있습니다.

남은 시간을 이용해 특히 금융위기 이전 상태와 현황을 비교하면서 아시아와 관련된 자본이동을 개괄하고 검토해보고자 합니다. 1995~1996년 당시와 지금의 거시경제적 배경을 살펴보면 성장은 아직도 견조한데 물가상승률은 두드러지게 낮습니다. GDP대비 외채 역시 매우 낮고 외환보유고는 물론 매우 높습니다. 이러한 여건아래 최근 아시아 지역으로의 자본유입은 증가하고 있어서 금융위기 이전의 수준을 넘어서고 있습니다. 특히 상장회사에 대한 주식투자가 이러한 자본유입의 중요한 요인입니다. 그러나 자본유입의 변동성은 아시아지역 국가에서뿐만 아니라 거의 모든 국가에서 증가하고 있는 것으로 관찰되고 있습니다. 새로운 현상인 총자본유출(gross capital outflow)이라는 측면에서 볼 때, 경상계정 흑자의 대외 재순환을 나타내는 자본유출의 현저한 증가가 있으며, 아시아지역 국가사이의 자본유입 규모는 크게 다릅니다.

많은 아시아지역 국가뿐만 아니라 다른 신흥시장국가에 있어서도 자본 유출입의 신장과 변동성은 중요한 도전적 사안입니다. 순계 기준으로 볼 때 자본 순유출입(net capital outflow and inflow)의 변동성은

하락하고 있으나 자본 총유출입의 변동성은 이전과 비교하여 최근에 증가하였습니다. 이러한 총자본유출입의 변동성은 Horiguchi 부총재께서 설명한 과제, 즉 자산가격에 상승압박을 주며, 아시아지역 국가에서 신용증가를 야기하고, 환율에 상승압박을 주며, 금융당국의 제반조치를 복잡하게 하면서, 시장구도역학에 영향을 미치고 있습니다. 분명히 이는 전향적인 아시아지역 국가가 직면하는 주요 도전가운데 하나입니다.

아시아 경제와 금융: 현황과 도전 (I)

Hubert Neiss

前 IMF 아태국장

Deutsche Bank AG 수석고문

신사숙녀 여러분!

본 국제컨퍼런스에 초대하여 아시아지역에 대한 본인의 개인적 전망을 발표할 수 있도록 기회를 주신 세계경제연구원과 미국 국제금융연합회에 감사드립니다.

서 언

장기간 아시아지역 국가에서 일을 해온 본인은 이 지역의 급속한 발전에 계속 큰 감명을 받고 있습니다. 아시아지역의 발전과정을 보면 경제적 낙관론과 비관론, 그리고 국가정책이 모든 것을 올바르게 했다거나 또는 그릇되게 했다는 양자택일적 견해 사이의 주기적인 교체가 있었습니다.

첫째, 2차대전 이후 처음 얼마동안 비관론이 지배적이었던 기간이 있었습니다. 당시 아시아지역은 발전하지 못하고 낙후되리라는 견해가 있었는데 예컨대, 50년 전 한국은 기능이 마비된 국가로 남게 될 것이라고 널리 알려졌었습니다. 아시아지역 국가가 경제회복을 시작

하자 낙관론이 폭발적으로 이어졌습니다. 일본은 선진국의 새로운 모델로 각광받았습니다(베스트셀러였던 “New Asian Giant”과 “Japan as Number One”을 기억하실 것입니다). 동아시아 국가들은 “호랑이”로 불렸으며, 전문가들은 이들 국가가 이룩한 “아시아의 기적”에 대해 외경심을 안고 지켜보았습니다. 그러나 아시아지역에 대한 비관적 전망의 재발과 아시아 금융위기의 발발로 인해 이러한 낙관론은 급작스럽게 종지부를 찍었으며, 다수의 경제전문가를 포함한 많은 사람들이 장기간의 경제침체를 예고했습니다. 그런데, 아시다시피 아시아 금융위기는 급작스럽게 닥쳐온 만큼 빨리 떠나버렸습니다. 활발한 발전기간이 전면에서 펼쳐지면서 일본 등을 포함하여 위기에 휩쓸렸던 국가들이 회복되기 시작했으며, 인도와 중국 두 나라는 기록적인 속도로 성장을 계속하고 있습니다. 우리는 다시 낙관적인 국면에 진입했으며, 어떤 사람들은 벌써 아시아의 세기가 도래했다고 선언하고 있습니다.

역사적인 기록을 고려하면서 우리는 신중하고 좀 더 균형적인 견해를 갖도록 노력하여야 합니다. 아시아는 다시 가장 급속히 성장하는 지역으로서 세계무대에 돌아왔으며 장래가 매우 좋게 보입니다. 그러나 현재의 추세를 바탕으로 미래를 맹목적으로 추정할 수는 없습니다. 아시아지역 국가들의 엄청난 다양성을 고려할 때 지나치게 일반화된 결론은 금물입니다.

적정한 평가를 내리기 위해서 본인은, 지난 10년간 주요 지역의 발전 양상을 검토하고 잘된 점과 잘못된 점이 주는 교훈을 찾아, 미래에 대한 어떤 시사점을 도출하고자 합니다.

과거 10년의 평가

아시는 바와 같이 “아시아 금융위기” 이후 10년간 많은 변화가 있었는데, 그 중에서 현저한 두 가지 양상이 있습니다. 하나는 건조한 성장의 시작과 활발한 대외경제활동의 회복이며, 둘째는 전면적인 자유화와 구조개혁을 포함하는 개혁과정을 통한 경제체제의 전환입니다.

이 두 가지 발전은 상호배타적인 것이 아닙니다. 사실 본인의 가설은 지난 10년간 두드러진 아시아의 경제성과가 전적으로 이러한 개혁에 기인하고 있다는 것입니다. 개혁을 통해 생산성과 경쟁력이 제고되었고 수출업자들로 하여금 확대되는 국제수요의 이점을 누리게 했으며, 외국인직접투자를 장려하였습니다.

그러므로 본인의 발표내용은 개혁과정에 초점을 두고 있습니다. 그러나 우선 지난 10년간의 경제성과를 간략히 살펴보고자 합니다. 불가피한 일반화의 오류를 줄이기 위해서 5개 지역(아시아 금융위기에 휩싸였던 한국, 아세안 4개국, 중국, 인도 및 일본)을 별도의 표로 검토하였습니다.

경제성장의 성과

아시아의 실질 GDP성장은 특히 지난 10년 후반기에 매우 활기찼습니다(표1, 2). 한국과 동남아시아 국가는 1997/1998년의 심각한 경기후퇴 이후 괄목할 경기회복을 이룩했습니다. 중국은 10년 기간을 통해 고도성장을 기록했으며, 인도는 경제성장을 상당히 가속화시켰습니다

(역사적으로 인도의 경제성장은 이른바 저조한 “힌두 경제성장률”인 연평균 3.75%대에 있었습니다). 마침내 일본도 경기침체에 가까운 국면에서 벗어나 잠재성장률에 도달하였습니다. 그리하여 2006년에 와서 아시아지역은 견조한 성장세를 달성했고 2007년까지도 이러한 기조가 계속되고 있습니다.

〈표 1〉 Real GDP growth
(percent change from previous year)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007f
Korea	7.0	4.7	-6.9	9.5	8.5	3.8	7.0	3.1	4.7	4.2	5.0	4.4
ASEAN+4	7.2	3.6	-9.2	3.0	5.8	2.5	4.7	5.5	5.9	5.9	5.4	5.5
China	10.0	9.3	7.8	7.6	8.4	8.3	9.1	10.0	10.1	10.4	10.7	10.0
India	7.5	4.7	6.0	6.7	5.3	4.1	4.3	7.3	7.8	9.2	9.2	8.4
Japan	2.7	1.6	-2.0	-0.1	2.9	0.2	0.3	1.4	2.7	1.9	2.2	2.3

f = forecast

Source: IMF-World Economic Outlook, April 2007

〈표 2〉 GDP by Purchasing Power Parity Index
(1996 = 100)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Korea	100	106	100	111	123	131	143	150	162	173	187
ASEAN+4	100	105	96	101	109	114	121	131	142	154	167
China	100	111	121	132	146	162	180	202	228	259	294
India	100	107	114	124	133	142	151	165	183	205	228
Japan	100	103	102	104	109	112	114	119	125	132	140

Source: IMF-World Economic Outlook, April 2007

과거 20년 전과는 달리 급속한 경제성장은 낮은 물가상승률 하에 이루어졌습니다(표 3). 이 때문에 아시아의 생활수준은 지난 10년간

대폭 개선되었습니다(표 4).

과거의 성장은 대부분 생산요소의 증가에 기인하였지만 최근의 성장은 거의 생산성 증가에 기반을 두고 있다는 실증적 예시가 있습니다. 이 점이 중요하며, 그래서 성장이 더욱 견고한 것입니다.

국내수요가 금융위기 이전보다 더욱 중요해지고 수입도 크게 증가하였지만(표 5) 세계수요의 팽창, 특히 미국의 수입수요에 힘입어 수출이 성장의 원동력이 되었습니다(표 6). 이러한 요인은 아시아의 대외수지를 크게 강화시켰습니다.

〈표 3〉 Consumer prices
(percent change from previous year)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Korea	4.9	4.4	7.5	0.8	2.3	4.1	2.8	3.5	3.6	2.8	2.2
ASEAN+4	6.6	5.3	29.6	10.3	2.8	6.6	6.1	4.0	4.5	7.3	8.4
China	8.3	2.8	-0.8	-1.4	0.3	0.5	-0.8	1.2	4.0	1.8	1.5
India	9.0	7.2	13.2	4.7	4.0	3.7	4.4	3.8	3.8	4.2	5.8
Japan	0.1	1.8	0.7	-0.3	-0.7	-0.8	-0.9	-0.2	0.0	-0.3	0.2

Source: IFS

〈표 4〉 GDP per capita
(current US dollars)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Korea	12,258	11,474	7,528	9,558	10,891	10,177	11,504	12,711	14,181	16,444	18,392
ASEAN+4	1,769	1,625	987	1,180	1,237	1,168	1,308	1,463	1,597	1,751	2,090
China	699	771	817	861	946	1,038	1,132	1,270	1,486	1,716	2,001
India	406	433	428	448	455	461	473	543	618	712	797
Japan	36,898	33,837	30,645	34,634	36,811	32,234	30,809	33,180	36,076	35,672	34,188

Source: IMF-World Economic Outlook, April 2007

<丑 5> Import Growth
(percent change from previous year)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Korea	3.7	5.0	-2.8	8.6	19.9	-12.7	8.0	19.3	31.0	12.0	14.4
ASEAN+4	5.7	6.4	-4.5	11.3	18.0	-11.1	5.8	8.2	20.3	12.7	16.3
China	1.5	21.0	0.5	6.1	27.8	6.8	22.4	34.6	35.4	28.4	27.2
India	8.1	5.7	-4.5	6.7	18.8	2.3	16.2	17.1	30.0	29.7	21.0
Japan	-7.3	2.4	-7.8	8.1	14.3	-15.8	3.3	13.2	19.9	5.2	9.2

Source: IFS

<丑 6> Export Growth
(percent change from previous year)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Korea	3.7	5.0	-2.8	8.6	19.9	-12.7	8.0	19.3	31.0	12.0	14.4
ASEAN+4	5.7	6.4	-4.5	11.3	18.0	-11.1	5.8	8.2	20.3	12.7	16.3
China	1.5	21.0	0.5	6.1	27.8	6.8	22.4	34.6	35.4	28.4	27.2
India	8.1	5.7	-4.5	6.7	18.8	2.3	16.2	17.1	30.0	29.7	21.0
Japan	-7.3	2.4	-7.8	8.1	14.3	-15.8	3.3	13.2	19.9	5.2	9.2

Source: IFS

<丑 7> Current Account Balance
(percent of GDP)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Korea	-4.1	-1.6	11.6	5.5	2.4	1.7	1.0	2.0	4.1	1.9	0.7
ASEAN+4	-4.9	-3.0	8.2	6.5	5.2	4.0	4.1	4.7	3.3	2.1	4.8
China	0.8	3.9	3.1	1.4	1.7	1.3	2.4	2.8	3.6	7.2	9.1
India	-1.6	-0.7	-1.7	-0.7	-1.0	0.3	1.4	1.5	0.1	-0.9	-2.2
Japan	1.4	2.3	3.1	2.6	2.6	2.1	2.9	3.2	3.7	3.6	3.9

Source: IMF-World Economic Outlook, April 2007

〈표 8〉 Foreign Exchange Reserves
(billions of dollar)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Korea	107.0	142.8	149.2	157.7	168.3	215.6	291.1	408.2	614.5	821.5	1068.5	1159.4 ¹
ASEAN+4	20.2	24.7	27.3	32.7	37.9	45.9	67.7	98.9	126.6	131.9	170.7	192.4 ²
China	216.6	219.6	215.5	286.9	354.9	395.2	461.2	663.3	833.9	834.3	879.7	892.7 ²
India	34.0	20.4	52.0	74.0	96.1	102.8	121.3	155.3	199.0	210.3	238.9	242.7 ¹
Japan	93.0	70.9	86.4	104.4	101.9	102.6	115.7	133.5	162.6	169.5	208.4	218.5 ¹

¹ February 2007

² March 2007

Source: IMF-World Economic Outlook, April 2007

대외수지 상태

아시아지역은 높은 저축률과 경상수지 흑자를 기록하고 있습니다. 인도의 소규모 적자를 제외하고, 한국과 동남아시아 국가는 금융위기가 유발한 국제수지 적자로 부터 매우 신속한 반전을 이룩했습니다(표 7).

경상수지 흑자와 자본유입(특히 중국으로의 FDI) 때문에 외환보유고는 극적으로 증가하였습니다(표 8).

강력한 대외수지는 외채가 비교적 감소(표 9)되면서 더욱 강화되었으며, 과거 “외환위기를 겪었던 국가”들의 경우 단기차입의 중요성이 상대적으로 크게 줄어들었습니다(표 10).

<표 9> External Debt
(percent of GDP)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Korea	28.2	33.7	47.4	34.4	28.9	26.7	25.9	25.9	25.3	24.1	23.9
ASEAN+4	46.9	54.3	105.4	79.4	72.3	70.3	60.4	54.6	51.6	43.5	36.0
China	20.2	19.5	17.9	16.9	15.6	14.0	12.8	12.7	12.8	12.5	12.3
India	25.9	24.7	25.8	24.6	24.5	23.7	23.2	21.2	20.0	18.4	19.2

Source: IIF

<표 10> External Debt
(short-term/total external debt)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Korea	48.2	36.6	24.2	28.1	33.5	31.3	34.1	32.2	32.7	34.6	39.1
ASEAN+4	30.9	26.8	20.0	14.9	13.2	14.9	15.3	15.6	18.4	19.5	22.5
China	29.0	29.7	26.2	24.1	26.4	26.9	31.1	37.7	42.3	49.7	51.8
India	12.0	10.5	9.8	10.0	10.7	10.3	11.2	12.0	12.9	12.3	11.9

Source: IIF

아시아의 외환보유고 축적은 매우 괄목한 것이지만 이에 대한 비판이 없는 것은 아닙니다. 이에 대해서는 두 가지의 논란이 있습니다. 첫째, 외환보유고 축적은 가장 생산적인 재원사용이 아니며 또한 환위험(currency risk)에 노출되어 있습니다. 둘째, 대규모 외환보유고 축적은 환율변동의 유연성을 제한합니다. 다시 말해 중앙은행이 외환구매를 통해서 통화의 대외가치 상승을 억제시키는 것입니다.

첫 번째의 논란에 대해서 말씀드리면, 외환보유고 축적의 근거는 큰 충격을 주었던 아시아 금융위기의 경험 때문에, 다시 이와 비슷한 위기에 빠지지 않도록 국가가 지불하고자 하는 일종의 보험료라는 비용

으로 생각한다는 것입니다. 금융위기 당시 세계은행 및 아시아개발은행의 신용공급과 더불어 대규모 IMF 대출마저도, 갑작스럽고 거대한 자본유출 앞에서 외환보유고의 고갈을 저지하기에는 충분치 않았습다. 두 번째의 논란에 대해서 말씀드리면, 아시아지역 국가의 통화는 견고한 대외수지 상태를 반영하여 사실상 절상되었습니다. 그러나 특히 중국의 경우, 보다 신축성 있는 환율변동정책이 필요하다는 설득력 있는 근거가 제시되고 있습니다. 이것은 국내 거시경제적 이유뿐만 아니라, 미국의 대규모 경상수지 적자로 상징되는 세계적 불균형(global imbalances)의 점진적 해소에 기여할 수 있기 때문입니다. 세계적 불균형이 해소되지 않을 경우 우리 모두가 불이익을 받을 수 있을 것입니다.

어떻든 간에, 어느 시점이 되면 아시아지역의 각국 정부는 위험부담에 비해 보험료 지급비용이 너무나 높다는 결정을 하게 되리라고 본인은 생각합니다. 미국 달러에 대한 의존에서 벗어나기 위한 외환보유고 다변화 노력에 추가하여 해외의 물적 자산, 그리고 고수익이지만 위험부담이 있는 자산에 대한 투자의 증가, 보다 신축성 있는 환율변동 조치 및 시장개방 확대가 아마도 뒤따를 것입니다. 이러한 모든 시책 및 변화가 외환보유고 증가 추세를 둔화시킬 것입니다.

마지막으로 꼭 지적하고 싶은 점은 아시아지역 국가의 대외수지 강화가 보호무역주의의 대두에 기인한 것이 아니라 대외경제활동의 자유화가 진전을 보이고 있던 시기에 일어났다는 것입니다. 금융위기에 처했던 국가들은 경제회복 프로그램 속에 시장개방 조치를 포함시켰습니다. 한국 역시 OECD 회원국 의무사항의 일부로써 자유화 조치를 취했으며, 중국도 WTO 가입의정서에 따라 자유화 조치 단계를 밟고

있습니다. 대외무역장벽 역시 아시아지역 국가들이 체결한 다수의 양자간 자유무역협정에 따라 제거되고 있습니다. 그러나 비(非)협정국가로부터 무역이 전환되기 때문에 이는 차선의 방법이라는 말을 부연하고자 합니다.

이제는 개혁 문제를 살펴보겠습니다.

개혁의 전파

개혁이 아시아에서 새로운 일은 아닙니다. 지난 10년 이전에도 국제수지상의 어려움을 극복하기 위한 필요성에서 주로 IMF 프로그램에 따라, 또는 일본의 경우처럼 외부압력에 의하여 여러 나라들이 산발적으로 개혁을 단행했습니다. 그러나 개혁노력은 경제체제 내, 특히 금융부문의 여러 가지 구조적 취약성을 노출시킨 아시아 금융위기의 충격아래에서 가속화되고 확대되었습니다.

한국과 동남아시아 국가는 이러한 취약점을 시정하는데 총력을 쏟았습니다. 그러나 외환보유고 고갈, 예금인출 사태, 그리고 기업도산에 직면하게 되어 구조개혁 추진 등의 결정적인 조치를 취할 수밖에 없었습니다.

인도의 개혁 노력은 1990년대 초 대규모 국제수지 위기 상황에서 시작되었습니다. 중국의 시험용 개혁은 1980년대의 경제개방과 함께 훨씬 전에 시작되어, 지난 10년 동안 개혁의 폭이 크게 확대되었습니다. 1980년대 말 자산시장 붕괴이후 일본은 매우 점진적으로 개혁에

착수했는데, 그 이유는 한국이나 동남아시아 국가들과는 달리 급박한 금융위기의 압력이 없었기 때문입니다. 그러나 은행과 기업 부문이 계속 악화되고 성장이 정체되기 시작하자 결국 필요한 조치가 취해졌습니다.

개혁의 요소

개혁조치는 대외 및 대내 자유화, 그리고 구조조정으로 구분될 수 있습니다.

대외자유화에는 수출입 허가제(인도) 및 수출입 독점권(인도네시아)의 해체, 상품/서비스 무역에 대한 장벽(한국, 일본, 중국)의 제거, 그리고 자본계정의 자유화 등이 포함되어 있습니다.

자본계정 자유화의 일부는 금융위기 이전에 시작되었습니다. 그러나 은행제도가 개혁되기 전의 너무 급속한 자본계정 자유화 도입은, 아시아 금융위기를 촉발시킨 중요한 요인으로 지적되고 있는 과도한 단기 차입과 채산성 없는 국내대출을 가져왔다는 비판이 있습니다. 이러한 비판은 충분히 일리가 있으며 올바른 교훈을 얻게 된 것입니다. 은행제도의 개혁은 금융위기 과정에서 두드러진 역할을 했으며, 동시에 자본계정 자유화 추세는 정지된 것이 아니라 강화되었습니다.

국내 자유화는 생산, 투자 및 여타 경제활동에 대한 정부의 과도한 규제의 제거 또는 축소(특히 인도), 정부가 인가한 독점기업의 해체(인도네시아), 그리고 잡다한 보조금을 삭감 및 철폐함으로써 방만한 예

산재원을 보다 생산적으로 사용하도록 한 것 등을 포함합니다.

폭넓은 구조조정 조치는 기업과 금융 부문에 영향을 미쳤습니다. 기업은 대차대조표를 금융적 측면에서 정리하도록 구조조정 하였으며(채무조건 변경, 소유증권의 평가절하, 채무주식화 등), 기업운영 측면에서도 효율성을 제고(핵심사업 집중, 채산성 없는 업종 분리 등)하도록 했습니다. 동시에 보다 높은 지배구조 수준(공시규정 요구, 독립적 이사제도, 소액주주권, 회계기준 등)이 도입되었습니다. 그 외에 노동시장 개혁과 사회안전망의 확충이 시작되었습니다.

새로운 제도를 구축하거나 혹은 기존부서, 특히 공정거래당국과 금융감독기구를 강화하는 것 역시 개혁의 중요한 한 부분이었습니다. 세계적 추세에 맞추어 중앙은행은 더욱 독립적인 기능을 갖게 되었습니다. 개혁추진의 중심은 은행제도의 구조조정이었습니다. 한국, 동남아시아국가, 그리고 일본에서는 이제 이러한 작업의 상당 부분이 종결되었으며 중국과 인도에서 이러한 노력이 계속되고 있습니다.

금융부문의 구조조정

금융위기에 처했던 국가의 최우선 구조조정 작업은 예금자 보호를 위한 대규모 공적자금 투입을 통해, 금융제도 붕괴를 막고 부실채권을 매입하여 은행이 자생할 수 있도록 자본구조를 개편하는 것이었습니다. 구체금융은 은행소유주가 손실을 떠안고 은행경영진이 회생프로그램을 채택한다는 조건하에 이루어졌습니다.

은행 구조조정 과정에서 다수의 부실은행이 폐쇄되었으며, 어떤 은행은 합병되었고 정부가 인수했던 은행은 민영화되었습니다.

더욱이 은행규제와 건전성규제(prudential regulations)를 개선하여 세계 일류은행의 표준행동규범에 근접하도록 했습니다. 은행감독을 현대화하여 강화시켰습니다. 다른 경제분야와 마찬가지로 은행부문도 외국투자자에게 개방되었습니다.

이러한 개혁조치는 아시아지역의 은행구도를 금융위기 이전에 비해 크게 변화시키고 있습니다.

은행위기 중에 얻은 교훈 한 가지는, 공신력의 붕괴를 막기 위해서는 예금자에 대한 정부의 “예외 없는 지급보증”이 중요하다는 것입니다. 그러한 지급보증은 도덕적 해이(예금과 대출이 건전성 검증 없이 이루어지기 때문에)와 정부의 거대한 채무가능성 때문에 도입 당시에 저항을 받았습니다(IMF를 포함하여). 특히 인도네시아의 경우 이러한 논쟁은 초기에 상황을 악화시켰습니다. 때문에 정부의 지급보증제도는 여러 차례 연기된 후에 도입되었습니다.

개혁논란

개혁은 아시아 또는 여타 지역에서 언제나 논란을 일으키는 정치적인 난제가 되고 있습니다. 이러한 논란은 아시아 금융위기 중에 절정을 이루었습니다. 본인은 이에 대한 세 가지의 쟁점을 거론하고 논평해보고자 합니다.

첫 번째 쟁점은, 개혁이란 장기적 과제를 다루는 것이기 때문에 위기 시의 개혁 단행은 정책입안자들로 하여금 당장 시급한 위기관리 문제에서 멀어지게 만든다는 것입니다. 특히 IMF 프로그램은 개혁조치에 대해 너무 많은 조건을 포함시키고 있다는 비판을 받았습니다. 이에 대한 대답을 몇 가지 들겠습니다. 첫째, 이러한 논의는 은행개혁에 적용되지 않습니다. 예금인출사태, 실추된 공신력, 그리고 지급결제제도의 붕괴 위험에 직면하여, 위기관리의 일부인 은행의 구제와 개혁은 지연될 수 없는 것이었습니다. 둘째, 여러 분야에서의 개혁 필요성은 위기기간 중에 명백해졌습니다. 이와 같은 방향의 조치를 신속하게 취하지 않았다면 정부는 위기관리에 대한 신뢰도를 상실하게 되었을 것입니다. 또한 위기에서 벗어나는데 필요한 시장의 신뢰와 환율의 급속한 하락을 막기 위해 소요되는 재원의 조달 원천인 국제대출기구의 신뢰가 상실될 수도 있었을 것입니다. 마지막으로 역사적 경험에서 알 수 있듯이, 흔히 개혁이란 안정된 시기보다는 정치적·사회적 장애물이 보다 쉽게 극복될 수 있는 위기조건 하에서만 단행되었습니다. 그래서 한국과 동남아시아 제국은 과거 인도의 경우처럼, 위기를 장기적으로 필요했던 개혁을 추진하기 위한 기회로 삼았던 것이며 그것은 올바른 판단이었습니다.

두 번째 쟁점은, 개혁이 사회의 어떤 계층에 고통을 부과함으로써 사회적 혼란을 야기했다는 것입니다. 개혁이 경제위기를 심화시켰고 정치적 상황을 악화시켰습니다(인도네시아). 물론 어떤 계층에 대해서는 특히 대외개방과 노동시장 개혁의 경우 단기적으로 진통이 생깁니다. 그러나 장기적으로는 모두에게 유익합니다. 그러므로 개혁을 중단하는 것이 해결책이 아니라, 오히려 정부는 과도기의 고통을 인정하고 역경에 처한 계층에 대한 보호와 협조를 제공해야 합니다. 모든 위기

대처프로그램에는 사회안전망(예컨대, 실업보험, 건강보험, 직접재훈련 등)의 개선을 위한 재원이 포함되어 있습니다. 개혁에 착수한 국가들이 사회적 보호조치의 확대를 통해 부작용을 제거하기 위한 노력을 했지만 이러한 방향으로서는 충분한 조치가 없었습니다.

가끔 제기되었던 세 번째 쟁점은 특히 위기관리프로그램의 일환으로 단행된 개혁이 선진국의 기호와 관심사를 반영함으로써 아시아지역 국가에 대해 서방세계의 가치를 강요했다는 것입니다. 이는 터무니 없는 주장입니다. 개혁은 자체의 경제논리를 가지고 있으며, 정부는 자국경제의 장기적 혜택을 위해 개혁에 착수합니다. 그리고 아시아 이외의 국가에서도 개혁은 똑같은 정치적 및 사회적 어려움에 직면하고 있습니다(예컨대, EU의 노동시장 개혁을 둘러싼 논란이나 미국의 건강 및 연금 개혁에 대한 논쟁을 보십시오).

이제 아시아지역 국가에서 개혁에 대한 논의는 개혁의 전반적인 혜택을 보여주는 결과에 압도되어 조용해지고 있습니다. 이제는 다음과 같은 올바른 공감대가 이루어지고 있습니다.

- 세계화된 여건 아래서 개혁은 지속성장을 위해 필요하다.
- 사회적으로 바람직스럽지 못한 단기적 충격은 반드시 확인되고 시정되어야 한다.

개혁의 결과

서두에서 말씀드린바와 같이, 아직 미흡하지만 개혁은 이미 지난 10

년간 아시아 경제를 전환시키고 있습니다. 가장 두드러진 양상만 거론해 보겠습니다.

- 정부의 직접적인 지시는 대부분 시장신호로 대체되었습니다. 경쟁, 효율성, 투명성, 그리고 정책당국의 의무 및 책임성이 크게 제고되고 있습니다. 국제적 기준이 보다 지배적이고 시장은 더욱 개방되었으며, 국내경제는 세계경제와 더욱 밀접하게 통합되고 있습니다.
- 높은 자기자본 비율, 낮은 부실채권, 건전한 대출신장, 충분한 준비금과 이윤 회복으로 은행구조가 한층 안전해졌습니다. 그리고 은행의 건전성이 훌륭하게 감독되고 있습니다.
- 특히 점증하는 FDI 유입이 보여주는 바와 같이 국제신인도 역시 회복되어 상승하고 있습니다.

아시아경제는 10년 전과 비해 더욱 견고한 지속성장 기반과 강력한 위기대응력을 가지고 있습니다. 문제는 앞으로 아시아가 어떠한 방향으로 갈 것이며, 많은 성취에도 불구하고 중요한 도전이 계속 존재하느냐 하는 것입니다.

전 망

본인의 견해로 볼 때, 아시아지역의 핵심과제는 강력한 경제성장을 유지하는 것입니다. 일본을 제외하고는 1인당 소득이 아직도 비교적 낮습니다(한국의 경우도 1인당 소득이 OECD 평균치보다 훨씬 낮습니다). 때문에 선진국을 따라잡기 위해서는 더욱 노력해야 할 필요가 있

습니다.

지난날의 성과와 개혁을 통해서 이룩한 경제구조상의 변화는 낙관적인 전망을 자아내지만 중기적으로는 사회간접자본과 에너지, 그리고 장기적으로는 인구변동과 환경문제가 급속한 성장에 어떤 제동을 걸 것이라는 점을 인식해야 합니다.

보다 중요한 것은, 아시아지역 국가들이 지속적이고 강력한 성장을 할 수 있느냐의 여부는 각국의 특수한 사회적·정치적 상황 속에서 정책입안자가 생산성 증가와 경쟁력을 지탱시킬 수 있느냐에 달려 있다는 점입니다. 이러한 목적을 달성하기 위한 정책수단은 잘 알려져 있습니다.

- 첫째, 한정된 예산에 대한 경쟁적 수요 내에서 교육, 연구 및 건강 관리의 질을 향상시키는 것입니다.
- 둘째, 상당한 사회적·정치적 저항으로 인해 아직도 마무리 짓지 못한 많은 개혁일정, 특히 대외개방, 규제완화, 금융부문, 그리고 노동시장 부문에서의 개혁과제를 해결하는 것입니다.

본인이 검토해온 최근의 개혁경험으로 볼 때, 아시아지역의 정책입안자들이 이 분야에서 계속 진전을 이룰 것으로 전제하는 데는 상당한 근거가 있습니다.

그러나 본인은 아시아지역의 장기적 경제성공에 중요한 도전이 두 가지 더 있다고 생각합니다.

- 첫째는 실업보험, 최저소득 보장(부의 소득세를 통한), 건강보험, 그리고 합당한 연금제도를 포함하는 사회안전망의 대대적인 확대를 통해 사회화합을 이룩하는 안전장치의 마련입니다. 이는 어려운 도전이 될 것인바, 인센티브를 억제하지 않고 건전한 국가재정을 유지하면서 달성되어야 하기 때문입니다.
- 둘째는 지역 노동시장을 포함해서 아시아지역 국가의 관대한 경제 및 금융 통합입니다. 이는 비교적 폭넓은 아시아 국가들 간의 다양성과, 여전히 해결되지 않고 남아 있는 정치적 마찰(중국 대대만, 인도 대 파키스탄) 때문에 한층 시간이 걸리는 과정이 될 것입니다.

따라서 아시아의 미래가 밝아 보이지만 큰 도전이 없는 것은 아닙니다. 아시아지역 여러 국가에서 직업생활의 대부분을 보낸 본인은, 아시아지역 국가에게는 이러한 도전에 성공적으로 대처할 수 있는 저력이 있다고 생각하며 또 그렇게 되기를 진심으로 바라는 바입니다.

아시아 경제와 금융: 현황과 도전 (II)

Gregory Fager

미국 국제금융연합회(IIF) 아·태국장

사공일 이사장님과 신상훈 은행장님께 감사드립니다. 패널에서 최종 발표자가 되는 것은 언제나 하나의 도전입니다. 최종발표가 더욱 어려운 이유는 패널이 고명하신 인사들로 구성되었기 때문입니다.

본론으로 들어가겠습니다. 미국 국제금융연합회(IIF)는 아시아와 세계경제에 관해 필요한 방대한 양의 자료를 가지고 있으며, IIF가 이를 바탕으로 현재 아시아가 어디에 있으며 어느 방향으로 가고 있다고 생각하고 있는지에 대한 논의의 무대를 제공한다고 본인은 생각합니다. 아시아 내 선도적 신흥시장국의 성장 단면도를 살펴보면 익숙한 그림을 보게 됩니다. 인도와 중국에서 일어나고 있는 급속한 성장 및 발전과 금융위기의 영향을 많이 받은 아시아 5개국 사이에는 확실한 차이가 있습니다. 이 차이가 명시하는 것은 큰 그림이 보여주는 것보다 훨씬 미묘한 점이 있는 것으로 생각됩니다.

2007년은 아시아 5개국의 경제성과가 같은 부류의 신흥시장국들이 이룩한 성과에 미치지 못하는 4번째 해입니다. 다시 말해, 지난 4년간 한국, 필리핀, 말레이시아, 인도네시아, 그리고 태국으로 구성되는 아시아 5개국의 성장은 이들과 비슷한 세계각처의 신흥시장국가 집단에

못 미치고 있는 것입니다.

이제 우리는 이러한 전체적인 그림을 알게 되었습니다. Hung Tan 부국장께서 통계수치를 통해 이를 뒷받침하셨듯이, 예컨대 중국을 제외한다 하더라도 아시아 지역의 모든 선도적 신흥시장국들은 지난 몇 년간 외환보유고가 대폭 증가한 것으로 나타났습니다. 본인이 이 점을 강조하는 이것이 실제적으로 1997년 금융위기의 유물이기 때문입니다. 본인은, 외환보유고의 비축만으로는 금융시장의 혼란에 대한 충분한 안전책이 될 수 없다고 생각합니다. 그런데 이 지역이 경우, 사실상 인도를 제외한 모든 국가들이 수출주도형 성장모델을 통해 경상수지 흑자를 이루어냈습니다. 경상수지 흑자국으로서 지배적인 국가는 물론 중국입니다. 이러한 환경조성의 결과로 자본이동의 급속한 증가가 있는 것입니다.

금융위기에 대해 언급하자면 가까운 장래에 금융위기가 발발할 가능성은 없지만, 아시아지역은 성장의 위기에 직면하고 있는 것으로 생각됩니다. 외환보유고로 경제안정을 구축한다는 것은 잘못된 개념입니다. 수출주도형 성장모델의 전성기는 지나갔습니다. 금융불안에 대한 보호수단은 유연하고 강력한 금융시장을 가진 동태적 경제체제입니다. 본인은 예컨대 아시아개발은행(ADB)의 교토(Kyoto) 총회에 대해 다소 실망하였습니다. ADB 총회에 참석한 각국 정부의 초점이 금융위기에 대비한 외환보유고 비축에 관한 것이었습니다. 이는 진부한 이야기입니다. 지금이 아닌 10년 전에는 이러한 생각이 의미 있는 정책근거였습니다. 그래서 ADB 회원국들이 앞으로의 도전은 경쟁적 경제여건 하에서의 성장창출이라는 것을 정말 이해하고 있는지 확실치 않습니다. 자본이동이 급속히 증가한 데에는 이유가 있음을 주목해야

합니다. 최근, 외채를 창출하는 자본이동의 급속한 증가가 처음으로 나타났습니다. 금융위기 이후 아시아지역 국가들이 외채가 아닌 주식 투자를 통한 자본유입에 보다 크게 의존하였음은 분명하지만, 다시금 외채를 유발하는 요인이 나타나고 있는 조짐이 있습니다. 그러나 다시 강조하지만, 금융위기라고 할 정도에는 미치지 않고 있습니다.

이에 대한 주요한 요인들을 살펴보겠습니다. 1996년 당시 한국 일반 은행의 대외 자산 및 부채를 살펴보면 큰 격차가 있음을 확인할 수 있습니다. 이것이 바로 외환위기의 진앙입니다. 엄청나게 많은 해외차입, 주로 단기성 외채가 조달되고 있었으며 국내에서는 불량대출이 이루어졌습니다. 그리고 아시다시피 금융위기가 발발했습니다. 지금은 어떠한지 보십시오. 또 하나의 거대한 불균형 상태가 등장하고 있습니다. 다시 한 번 강조하지만, 지금 한국에 금융위기가 오고 있다는 말은 아니라, 시장의 신호가 은행들이 그러한 상황에 있다는 것을 나타내고 있다는 말입니다. 오늘자 월스트리트저널(Wall Street Journal)은 이러한 현상의 일부가 조선업계가 수출에서 획득한 외환수입을 헤지(hedge)하는 행위와 관계있다는 내용의 기사를 부각시켰는데, 그러한 것이 한 몫을 했다는 점은 분명합니다. 한국에서 커다란 불균형이 나타나고 있으며, 이에 대한 우려가 있다는 금융당국의 신호를 IIF가 받고 있습니다.

한국은행은 최근 발표된 정책의사록을 통해 단기성 외화차입에 대한 우려를 나타내고 있습니다. 지난 1~2주 전에 한국 금융감독원(FSS)은 크게 증가하고 있는 대출, 특히 중소기업 부문에 너무 많은 대출이 이루어지고 있음을 금융시장의 위험요인으로 지적했습니다. 본인이 이 점을 강조하는 이유는 우리가 고려하지 않고 있는 일부 요인들 때

문인데, 1997년 금융위기시의 상황과 크게 멀어지면서 금융시장이 종전과 같은 방식으로 반응하는 것으로 나타나기 시작하고 있습니다. 한국의 은행들이 보다 훌륭한 운영 및 자본구성을 하고 있으므로 앞으로 금융위기는 없을 것입니다. 그러나 이와 같은 것이 자체적으로 바로잡혀서 한국경제에 모종의 영향을 미치게 될지는 알 수 없습니다. 문제는 이것이 얼마나 원활하게 이루어지느냐, 그리고 세계경제가 보내는 신호에 한국이 실제로 취하고 있는 반응을 우리가 어떻게 보느냐 하는 것입니다. 이러한 것이 캐리트레이드(carry-trade)이며, 우리가 이 자리에 모여 논의하고 있는 내용입니다.

태국은 어떠한지 보겠습니다. 정치적 및 정책상의 불확실성으로 인해 1990년대 이후 볼 수 없었던 방식으로 투자가 억제되고 있습니다. 아시아경제가 항상 세계 여타국을 위한 성장과 발전의 원천이 될 것이라고는 아무도 생각하지 않을 것입니다. 태국 정부가 기본적으로 투자를 억제하는 수많은 정책을 집행함으로써 미래에 대해 불안감을 크게 조성하고 있음은 분명합니다. 그래서 지금 태국은 만성적인 성장둔화기에 진입하고 있습니다. 태국도 금융위기가 없을 것이라는 점에는 의심의 여지가 없습니다. 태국의 중앙은행이 환율을 관리하고 경제를 운영하려는 시도에서 자본규제로 정책을 바꾸던 그 해 말경에 엄청난 시장의 대변동이 있었습니다. 어느 날에는 주식시장이 15% 하락한 경우도 있었습니다. 금융위기를 말하고 있는 것이 아니라 성장위기를 말하는 것입니다. 본인은 태국이 이른바 추세성장률을 밀도는 장기적 저(低)성장기에 진입했다고 생각합니다. 새로운 정부가 구성되는 금년에는 문제해결이 어려울 것입니다. 태국은 해결되어야 할 기본적인 문제를 안고 있습니다.

인도네시아는 경제안정화에 극적인 성공을 이룬 국가로 찬사를 받아야 합니다. 예산은 책정된 범위 내에서 운용되고 있으며, 중앙은행이 2년 전 금융정책을 장악한 뒤 긴축정책을 통해 금융시장과 외환시장을 안정시킨 결과 인플레이션이 진정되고 있습니다. 이것은 거시경제적 안정의 교과서적인 단면도입니다. 인도네시아의 실적은 훌륭합니다. 인도네시아에서는 어떤 위기도 볼 수 없기 때문에 이 문제에 대해서는 아무런 염려가 없습니다. 그러나 좀더 자세히 살펴보면, 유가가 기록적인 상승을 하고 있음에도 월별 석유생산량은 1일 백만 배럴 이하로 감소하고 있습니다. 그 이유는 무엇인가? 석유매장량이 고갈되고 있어서가 아닙니다. 인도네시아 지도를 보면, 인도네시아는 사실상 미국과 같은 규모로 뻗쳐 있습니다. 그런데 대부분이 탐사되지 않은 지역입니다. 이는 인도네시아의 경제 및 구조개혁 정책이 미비하던지 결함이 있기 때문입니다. 지금은 석유생산을 급속히 제고해야 할 때입니다. 인도네시아가 외견상으로는 산유국이지만 정부가 올바른 정책을 입안하지 못했기 때문입니다. 인도네시아의 경제성과는 좋습니다. 약 6% 수준으로 성장하고 비슷한 부류의 국가들을 능가하고 있습니다. 그러나 현재의 인구와 자원부존도로 볼 때, 인도네시아는 12%선에서 성장해야 됩니다. 이러한 것이 바로 성장의 위기, 정책의 결함을 나타내는 사례입니다.

현재 경제상황의 국면을 전환시켰다고 할 수 있는 나라는 필리핀이 유일합니다. 앞서 인도네시아의 문제를 살펴보았지만, 필리핀에 대해 극찬한다는 것은 그리 이상한 일이 아닙니다. 그러나 필리핀에도 진정한 구조변화는 일어나지 않고 있습니다. 극찬의 대상은 약 5~6년 이래 필리핀 정부가 처음으로 이룩한 재정안정입니다. 만성적인 예산적자 문제를 해결해 온 것입니다. 사실, IIF가 필리핀이 또 다시 금융위기를

겪을 것이라고 우려했던 때가 바로 5~6년 전이었습니다. 당시 필리핀은 예산적자가 GDP의 5%에서 6%로 상승하였고, 시장의 신뢰성을 상실했으며, 금리차이는 500에서 600 베이스 포인트여서 가장 빈곤한 남미국가와 비교해도 안정의 경계선을 넘어섰습니다. 이러한 문제들이 모두 관리 및 조정되고 있습니다. 이제 필리핀에게 문제가 되는 것은 구조개혁입니다. 필리핀은 잘 해왔습니다. 필리핀 정부는 단기적 균형을 정착시켰고, 금융위기가 없습니다. 그러나 구조개혁 부분을 보면, 정부가 교육비 지출을 확대하기 위해서는 세수가 필요한데 필요액수에 훨씬 못 미치고 있습니다. 마닐라를 방문한 사람은 누구나, 필리핀에는 더 많은 인프라시설이 필요하다고 말한다는 것은 공공연한 사실입니다. 그런데 필리핀은 이러한 시설 건설에 필요한 재원이 없습니다. 필리핀의 부진한 구조개혁이 지속적인 강력한 성장을 뒷받침하지 못하고 있습니다.

말레이시아는 어떻게 해서 좋은 것을 그토록 많이 가질 수 있는 것인가? 말레이시아는 250억 달러에 이르는 경상수지 흑자를 이루고 있는데, 이는 GDP의 15~17% 수준 정도 될 것이다. 이는 불균형이 존재하고 있음을 나타내는 것입니다. 흔히 우리는 경상수지 적자를 기록하고 있는 미국과 같은 소비국가를 비판합니다. 같은 맥락에서 말레이시아와 같은 경제체제도 비판받아야 합니다. GDP의 17% 수준에 이르는 경상수지 흑자를 기록하는 말레이시아 경제는 무언가 잘못되어 있습니다. IIF는 말레이시아가 환율조정을 꺼리는 것으로 알고 있습니다. 현재 환율에 대한 규제를 완화할 수 있는 것은 중앙은행뿐입니다. 말레이시아가 약 4~5%의 성장률이라는 좋은 실적을 내고는 있으나, 이보다 더 높아야 합니다. 말레이시아 경제는 커다란 장점과 훌륭한 인프라를 갖추고 있지만 경제성과는 잠재력에 못 미치고 있습니다.

모든 사람에게 관심의 대상이 되고 있는 인도와 중국을 살펴보겠습니다. 본인은 이 두 나라에서 전개되고 있는 상황이 여타 아시아 국가들에게 교훈이 될 것으로 생각합니다. 인도가 과거에 비해 한 가지 다른 점은 외환보유고가 대폭 증가했다는 것입니다. 인도는 사실상 독립 이후부터 경제를 괴롭혔던 국제수지 제한조건에 더 이상 얽매이지 않고 있습니다. 과거에는, 성장이 활성화되기 시작하면 항상 수입이 증가하고 경상수지 적자가 급등했습니다. 그럴 경우, 금융위기까지라고는 할 수 없겠지만 금융혼란이 발생하여 급속한 금리인상과 성장둔화를 야기하였습니다. 그런 시대는 이제 가버렸으며 이러한 것이 바로 큰 차이입니다.

인도의 경상수지 적자와 관련하여, IMF는 200억 달러 정도의 경상수지 적자를 예측하고 있는 것으로 생각됩니다만 IIF는 IMF보다 낙관적입니다. 인도의 개혁 결과로 얻어진 중요한 성취의 하나는 상품과 서비스를 수출하는 수출부문이 되살아나고 있다는 것입니다. 이러한 결과를 가져온 것은 물론 소프트웨어의 발전과 해외로부터의 아웃소싱(outsourcing)입니다. 따라서 경상수지 적자가 억제될 것이기 때문에 위기발생은 없을 것이고 경제활동의 중단도 나타나지 않을 것입니다. 하지만 인도는 지속가능한 성장 경로에 있지 않습니다. 인도의 국내 신용대출 증가세를 보면 그 수치가 금융위기를 겪기 전의 태국, 한국, 필리핀 및 마닐라가 보였던 수치입니다. 실제로 연간 30% 이상의 신용대출 증가세를 기록하면 문제가 됩니다. 이러한 인도의 성장실적으로 우량대출을 하기가 매우 어렵습니다. 인도의 금융부문, 특히 은행 대출제도가 발전하고 있지만 아직도 미성숙한 상태에 있는 것이 사실입니다. 인도는 구조적 요인 때문에 사실 완만한 성장성과를 유지할 수밖에 없습니다. 이것이 주시하여야 할 과제입니다.

본인이 인도의 경제를 살펴 볼 때 최우선적으로 보는 한 가지 변수는 인도의 인플레이션입니다. 인플레이션은 정부를 혼란에 빠트리고 정치적 혼란을 야기합니다. 경제정책을 궁극적으로 좌우하는 것이 인플레이션의 진정 여부입니다. 최근 인도의 도매가격 상승률이 5%의 경계선을 약간 넘어섬으로써 긴축적인 정책 환경이 필요하다는 것을 나타내고 있습니다. 이는 범세계적인 현상으로, 대부분 식품으로 구성된 1차산품의 가격이 상승하고 있는 것입니다. 과거에 농산물이 부족했던 경우와는 달리, 지금 세계 각처의 식품가격이 비싸기 때문에 인도 정부는 해외에서 저렴한 식품을 구입할 수가 없습니다. 이것이 현실적인 인도의 중추적인 문제입니다. 그래서 인도는 인플레이션을 진정시키기 위해 성장에 제동을 걸고 있지만 어떠한 상황이 전개되고 있습니까? IIF는 인도 정부의 대응이 너무 늦다고 생각하고 있습니다. 1년 전에 IIF는 성장률을 더욱 하향조정하도록 권고한 바 있습니다. 이것은 1990년대를 통해 모든 아시아 경제가 경험한 일로써, 정부는 자국에 대한 언론보도를 믿기 시작합니다. “아시아 호랑이들은 과오를 범하지 않는다. 그들은 새로운 성장모델을 가지고 있다.”라는 기사를 믿고, 개혁도 하지 않고 준비 없는 상태에서 금융위기에 휘말린 아시아경제에 대해 Neiss 고문께서도 이미 암시한바 있습니다. 이러한 비슷한 조짐이 인도에서 발견됩니다. 인도 정부는 최근의 여러 가지 좋은 추세가 미래로 이어질 것으로 믿고 있습니다. 과연 그럴까요? 지난 몇 개월간의 경제지표는 그렇지 않을 수 있음을 보여줍니다.

긴축적인 금융정책을 나타내는 금리, 기준금리 또는 재할인율(Repo Rate)이 단계적으로 서서히 상승하고 있는 것으로 나타나고 있습니다. 금융당국은 금년에 기준금리를 다시 대폭 인상해야 할 것입니다. 정부 채권의 수익률곡선 역시 상승하고 있습니다. 요약하면 인도는 매우 힘

찬 성장실적을 보이고 있으나, 지속 가능한 성장실적이 아닙니다. 사실 인도의 경제성장률은 약 4~5개월 전에 이미 정점을 지났다는 것이 IMF의 시각입니다.

요즘 인도의 주식시장은 모든 사람들의 주목을 받고 있습니다. 인도는 비슷한 부류의 신흥시장국들보다 분명 성과가 뛰어나며 그럴만한 이유가 있습니다. 인도의 기업이운을 보면 진정 하나의 기적입니다. 인도의 주식시장이 세계 주식시장을 주도하고 있기 때문에 비슷한 부류의 신흥시장국들보다 힘찬 주식시장을 기대할 수 있습니다. 그러나 성장은 정점을 지나 하향세로 돌아서고 있습니다. 앞으로 이러한 움직임을 주시하여야 할 것입니다. 다시 한 번 말씀드리지만 위기는 보이지 않습니다.

중국을 살펴보겠습니다. 인도와 중국은 언제나 동등한 수준에서 논의되고 있습니다. 그러나 양국의 경제수치를 보면 차이가 있음을 알게 됩니다. 대외무역에 있어서 인도의 진전에도 불구하고, 중국의 상품 및 서비스 수출은 인도의 5배입니다. 중국은 진정 현대의 기적입니다. 그러나 모든 사람들의 이목을 중국으로 집중시키는 것은 주식시장입니다. 일주일전 알렌 그리스핀(Alan Greenspan) 전 FRB 의장마저도 중국 주식시장의 활황세에 대해 논평한 바 있는데, 폭등장이라고는 표현하지 않았지만 진정의 기미가 있을 것이라고 언급하였습니다. 중국의 주식시장은 약간 진정되고 있습니다. 사람들이 중국 주식시장의 활황을 이해하기란 다소 힘들 것으로 본인은 생각합니다. 그래서 지난 몇 년간의 중국 경제상황을 살펴보겠습니다. 언론보도에 의하면 중국 경제는 연간 10%의 성장을 이루고 있습니다. 사실 중국 경제는 이보다 더 급속하게 성장하고 있습니다. 중국 주식시장과 비슷한 부류의

신흥시장국 주식시장의 평균을 비교해보면, 주식시장 및 금융부문의 구조적 문제로 인해 신흥시장국들의 평균성과는 중국에 뒤지고 있습니다. 중국은 여러 가지 장애요인들을 다수 국영기업체의 주식발행으로 해결하여 주식시장 붐으로의 길을 터놓았습니다. 어떤 의미에서는 중국이 과거의 앞섰던 위치로 돌아가는 과정입니다. 중국 주식시장이 과대평가되어있다는 말도 있습니다. 그리고 그것이 조정국면에 있다는 것도 알고 있습니다. 주식시장이 연간 거의 200%씩 급등한다는 것은 불합리한 현상입니다. 중국 주식시장이 이보다는 하락할 것으로 모두 예상하고 있습니다. 이는 뉴튼(Newton)의 법칙과 같은 것입니다. 그러나 중국의 주식시장은 활황세에 있고 앞으로도 최초공모발행과 신주발행으로 더욱 확대될 것입니다. 중국이 금융부문을 발전시키고 있는 훌륭한 사례 중 하나가 주식시장입니다.

모두가 우려하는 부분은 지난 금요일(2007. 6. 8.) 현재로 1억 2백만의 주식구좌가 개설되어 엄청난 양의 유동자금이 창출되었다는 것입니다. 모든 사람들이 우려하는 것은 바로 이 부분인데, 중국 정부 역시 우려하는 것으로써 무엇을 해야 할지를 정부도 모르고 있습니다. 중국은 아직은 완전한 시장경제국가가 아닙니다. 중국은 주식시장을 낮추어 말하고자 노력합니다. 주식거래에 대한 세금이 부과되어 주가지수가 16%정도 하락했습니다. 그런데 중국 정부는 “우리는 주식시장을 억제하려는 뜻이 없습니다.”라고 말합니다. 중국 주식시장은 건전하며 좋습니다. 중국 정부의 발표를 보면 정부가 주식시장을 어떻게 해결해야 할지를 진정 모르고 있다는 것을 알 수 있습니다.

정부가 어떤 일을 하고 있는 생각해보고자 할 경우 본인은 종종 정부 관리의 말에 귀를 기울입니다. 그러면 거기에 항상 훌륭한 단서가

있습니다. 원자바오(Wen Jiabao) 총리의 연례기자회견은 본인이 선호하는 중국의 행사입니다. 특히 총리가 기자들의 질문을 받을 때 그러 한데, 중국의 경제상황에 대한 총리의 답변을 살펴보십시오. 그는 중국 경제에 대해, “중국 경제는 불안정하고, 불균형적이며, 조화도 없기 때문에 지속적으로 발전하기가 어렵습니다.”라고 천연덕스럽게 대답합니다. 노무현 대통령이나 부시 대통령이 이와 같이 말한다면 금융시장에 혼란이 일어날 수도 있습니다. 사실 이 때문에 약 일주일 사이 중국의 주가지수가 5%정도 하락했다가 그 후에 약 40% 상승했습니다. 이러한 발언은 사실상 편집된 것이라고 할 수 있습니다. 왜냐하면 총리의 연설은 중국어판과 영어판이 따로 있기 때문입니다. 총리는 중국어로 “엄청난”문제가 있다고 했는데 최종 영어판에서는 편집된 것입니다. 중국 총리는 훌륭한 편집인을 두고 있는 것입니다.

모든 사람들이 주목하고 있는 중국의 고정투자의 수치는 매월 발표되는데, 이것이 투자동향을 크게 오도하고 있습니다. 중국의 고정투자는 서방세계에서 정의하는 실질투자와는 다릅니다. 중국의 고정투자에는 토지구입, 인수·합병 등 통계를 잘못되게 하는 모든 내용이 포함됩니다. 그래서 IMF는 중국의 고정투자 통계를 경제활동의 한 지표로만 사용할 뿐입니다. 2007년의 고정투자 통계를 보면, 우리가 이미 알고 있는 사실, 즉 경제활동이 다시 회복하고 있음을 확인해줍니다. 그러나 이 수치는 서방세계에서 지나치게 강조되고 있다고 생각되는, 중국 경제의 불균형을 과장하는데 다시 사용됩니다.

크게 우려할 사안은 인도의 경우처럼 인플레이션 문제입니다. 그러나 인플레이션 문제가 인도와는 많이 다릅니다. 중국의 경우, 물가상승률 3%는 일종의 인플레이션 진입경계선으로 볼 수 있습니다. IMF의

한 보고서에서 지적되었듯이, 본인은 중국 중앙은행이 3%선에서 다시 긴축정책을 취할 것으로 생각하며, 그들은 그렇게 했습니다. 신중하게 생각할 사안은 별로 없으나 매우 흥미로운 일이 있습니다. 지난주 본인은 중국에 있었는데, 중국 정부는 인플레이션의 주요 요인이 식료품 가격 상승이라고 합니다. 수치도 이를 뒷받침하고 있는데 정부는 나쁘지 않다고 말합니다. 식료품 가격 상승이 나쁘지 않다고 하는 국가를 세계에서 찾아보기란 매우 드문 일입니다. 중국 당국에게는 식료품 가격 상승이 부유한 도시거주자의 부를 가난한 농촌에게 재분배하는 것입니다. 이러한 종류의 인플레이션에 대해서 중국은 상당히 방관적인 태도를 취하고 있는데, 이는 매우 이례적인 것입니다.

은행대출이 다시 16%로 상승하여 경기를 과열시키고 있기 때문에 모두가 이를 중지시키라고 중국에게 요구하고 있습니다. 경기과열 현상은 당분간 진행될 것입니다. 그런데 문제는 중앙은행이 긴축조치를 취할 것인가 하는 것입니다. 대략적으로 계측해보면, 매분기 거대한 준비 자산으로부터 얼마나 많이 자산이 통화창출에 투입되는지 알 수 있습니다. 그런데 흥미로운 점은 중국 중앙은행이 이를 중립화시키기 위해 무엇을 하느냐 하는 것입니다. 중앙은행 당국은 중앙은행 채권을 발행하고 예금 지급준비율을 제고하고 있습니다. 그런데 중앙은행 당국은 사실상 유동성 증가의 충격을 중립화시키지 않고 있음을 알 수 있는데, 그 이유는 정부가 아직도 강력한 성장을 원하고 있기 때문입니다. 중앙은행 당국이 지급준비율 제고 등 일종의 긴축조치 등을 취하고 있다는 보고도 있는 반면, 중국 정부는 강력한 성장을 유지하도록 엄청난 압력을 받고 있는 것입니다. IIF는 중앙은행 당국이 유동성 과잉상태를 지급준비율의 제고로 상쇄시키지 않을 것으로 보고 있습니다.

마지막으로 자본계정 흑자에 대해서 살펴보겠습니다. 특히 중국의 국제수지 통계상의 수치는 그 통계작성 제도가 매우 초보적인 단계에 있음을 여러분은 인식해야 합니다. 중국인들은 본인에게 “중국의 자본계정 흑자가 감소하고 있음을 보십시오. 그렇기 때문에 중국에는 환율에 대한 투기행위가 없습니다.”라고 말합니다. 그러면 본인은 진지한 표정으로 “이해합니다.”라고 대답합니다. 그러나 사실상 자본계정을 여러모로 이용한 자금이 중국으로 유입되고 있으며, 투기적 유입이 없다고 말하는 것은 사실이 아닙니다. 중국의 국내자산을 확보하기 위한 국제투자가의 시도가 많이 있습니다. 그 방법 중 하나가 사실상 자유화된 자본계정을 이용하는 것입니다.

무역수지의 불균형을 어떻게 해소할 것이냐 하는 문제가 거론될 때 많은 사람들은 수출증가의 문제와 높은 환율을 지적합니다. 중국의 환율가치가 상승하면 중국의 수출이 둔화될 수 있다고 중국인은 말합니다. 그러나 중국에서는 거대한 구조적 변화가 일어나고 있는데, 이는 매우 미묘하고도 중요한 발전입니다. 즉, 중국은 성장할 때마다 항상 자체 공급망을 구축합니다. 공급의 원천을 국내에서 개발하여 원자재를 확보함으로써 외국공급자에게 크게 의존하지 않으려는 것입니다. 가공무역(processing trade)과 관련하여, 중국인이 정의하는 가공무역은 약간 이해하기 힘든데, 이는 원료를 수입·가공하여 해외로 수출하는 것입니다. 엄밀히 말한다면 재수출은 아니며, 수입한 원자재가 포함되기 때문에 가공공정이라고 불리어집니다. 중국의 일반무역은 보통 수입으로써, 국내경제 성장의 요구를 맞추기 위한 수입수요입니다. 그런데 중국은 자체 공급망을 개발하기 때문에 무역상의 흑자불균형 시정이 그만큼 어려워집니다.

여기서 커다란 관심사가 되는 과제는 중국의 대미 무역흑자로써, 미국의 무역정책이 사실상 무역보호주의로 되어가는 이유가 여기에 있습니다. 미국 정부는 매우 미소하지만 중요한 조치를 취하였는바, 즉 중국의 대미수출품에 대한 상계관세 부과입니다. 미국은 지난 20년이 넘는 기간 동안 이러한 조치를 취하지 않았으나, 지금은 중국을 WTO에 제소하기 위한 조치를 취하려 하고 있습니다. 때문에 미국 의회는 전혀 설 틈이 없습니다.

우리는 중국이 환율과 관련하여 어떠한 조치를 취할 것인지 추측하고자 항상 애쓰고 있습니다. 중국은 지금 관리변동환율제도를 채택하고 있기 때문에 본인으로 하여금 환율예측을 어렵게 만들고 있습니다. 왜냐하면 중국의 환율이 달러에 고정되어 환율변동에 대해 생각할 필요가 없었던 과거가 좋았기 때문입니다. 지금은 중국의 환율변동에 대해 생각을 할 수밖에 없습니다. 중국은 환율을 급속히 조정할 것인가 아니면 완만하게 조정할 것인가? 사실 중국이 환율을 약간 상향조정을 하기 시작하여 1일 변동 폭을 증가시키고 있습니다. 중국이 매우 급격한 변동은 허용치 않을 것이며, 연간 단위로 점진 상승시킬 것으로 생각됩니다.

본인은 이처럼 정책입안자가 말하고자 하는 것이 무엇을 의미하는지를 해독하는데 많은 시간을 보내고 있습니다. 그래서 본인은 중국 중앙은행에 눈을 돌려 2006년 보고서를 살펴보았더니, 중앙은행은 “위안화 환율을 기본적으로 적응성 있고 균형적인 수준에서 안정되게 유지해야 한다.”라고 하고 있습니다. 이것이 무슨 의미인지 누가 알 수 있겠습니까? 본인은 이 말을 해석할 수가 없습니다. 사실 본인은 바로 1개월 전에 배포된 2007년 연례보고서를 확보할 수 있었습니다.

본인은 번역판을 보고 싶었습니다만, 중국어로 된 그 보고서의 문구는 1년 전과 꼭 같았습니다. 본인의 친구 중 몇몇은 뉴욕에서 이른바 “연준 분석전문가(Fed Watcher)”로서 활동하고 있습니다. 그들은 미국 연준에 대해 속속들이 알고 있습니다. 만약 그 친구들에게 “지난번 연준의 정책결정과 통화정책 의사록에 대해 어떻게 생각하느냐?”고 질문하면, 그 친구는 “알다시피 연준은 1989년도 3분기 이후부터 그러한 보고서를 만들지 않고 있다.”라고 답할 것입니다. 그들은 20~30년 동안 발표된 모든 문구와 내용을 알고 있습니다. 그것이 연준분석가들의 일입니다. 그래서 본인도 이를 중국에 적용하려 합니다. 뉴욕에 있는 친구들이 그토록 영리하다면, 본인도 중국에 대해 그들만큼 영리해질 수 있을 것이라는 말입니다. 본인은 중국 중앙은행이 발간한 과거의 보고서들을 살펴보았습니다. 2003년에 언급된 내용이 2006년에도 정확하게 똑같이 언급되고 있습니다. 이러한 것이 경제전문가의 본인의 생활을 더욱 어렵게 만드는 것으로 생각됩니다. 그렇기 때문에 본인이 진정한 “중국인민은행 분석전문가(PBOC Watcher)”가 되기란 불가능합니다. 중국의 중앙은행은 지난 몇 년간 똑같은 내용을 계속 언급해 왔습니다. 실제로 중국이 이러하다는 점은 여러분도 아시리라 생각되며, 이 부분에 있어서는 미국 연준 역시 사실상 마찬가지입니다.

이와 같은 점을 여러분에게 설명해드리기 위해 알렌 그린스펀 의장의 부인이 그린스펀 의장에게 했던 말을 소개합니다. 부인이 이것이 결혼 전의 일이라고 하면서, “나는 남편이 무슨 말을 하는지 이해하지 못했는데, 그는 나에게 청혼을 세 번했다고 주장합니다.”라는 이야기를 한 바 있습니다. 그래서 본인은 중국인들이 옳을 수도 있으며, 미국 연준이 시간을 낭비하고 있는지도 모른다고 생각해봅니다.

급변하는 국제금융환경과 한국의 은행경영 (I)

James Ahn

McKinsey & Company, Hong Kong

안녕하십니까! 오늘 본인은 뒤이어 발표하실 분들도 있기 때문에 15분 정도의 발표를 할까 합니다. 본인이 언급하고자 하는 것은 기본적으로 세 가지입니다. 첫째는 한국 은행권의 도전과 기회를 개관해 보겠습니다. 둘째는 한국의 은행권이 갖추어야 할 8가지 조건을 제시해 보고자 합니다. 즉, 은행이라는 조직이 능력을 바탕으로 한 경쟁을 통해 앞으로 기회의 물결을 어떻게 포착하느냐 하는 것입니다. 마지막으로, 이번 컨퍼런스의 테마가 세계화이기 때문에 세계화라는 것이 은행을 위해 실제로 얼마나 중요한지를 꼭 말씀드리고 싶습니다. 중국에 점포를 개설하고 러시아와 카자흐스탄으로 사업을 확대하려는 한국의 은행에 대한 신문기사를 여러분들은 많이 읽었을 것입니다. 다만 오늘 본인은 한국의 은행들에게 이러한 세계화의 노력이 얼마나 중요한 것인지에 대한 개인적 견해에 간략한 배경설명을 붙이고자 합니다.

도전과 기회

아시다시피, 한국의 은행산업은 전체적으로 성숙기에 접어든 산업이며, 지금까지 성장을 촉진해온 대부분의 주요 은행상품이 퇴보하고 있기 때문에 한국 시장의 성장기회는 사실상 제한되어 있습니다. 두 번

째로는 모든 기업, 심지어 소매소비자를 포함한 은행고객 자체가 통합된 지역적 및 범세계적인 서비스를 더욱 요구하고 있는 추세입니다. 세 번째의 주요 추세는 한국 내에서의 경쟁이 치열해지고 있다는 점입니다. 많은 외국인참여자들이 한국시장에 진출하여 경쟁의 수준을 높여가고 있음은 말할 나위 없습니다. 마지막으로 네 번째 추세는, 한국시장 자체와는 직접적인 관계가 없을지 모르지만 해외에 상당한 성장가능성이 있다는 것입니다. 이웃국가인 중국 및 인도 등은 한국 금융기관의 잠재적 가능성을 열어줄 수 있는 매우 중요한 지역입니다.

한국 내 여러 가지 금융상품의 시장침투 수준을 살펴보면 한국 시장의 성장동력이 되어왔던 기본상품, 예컨대 기업금융, 신용카드, 무담보개인대출 등은 현재 한국 시장에서 깊은 성숙기를 맞이하고 있습니다. 그러나 빠른 성장과 높은 시장잠재력을 가지고 등장하는 금융상품군은 많지 않습니다.

두 번째 요인인 통합 역시, 한국의 경우는 미래의 성장에 대한 도전이 되고 있습니다. 한국의 5대 은행에 집중된 자산분포를 보면 현재 이미 86%입니다. 싱가포르와 홍콩을 제외하면 한국은 아시아에서 가장 통합된 은행구조를 가진 국가 중 하나입니다. 따라서 한국에서 통합을 위주로 금융산업의 성장을 모색한다면 이는 끝난 게임입니다. 한 차례정도 더 통합과정이 있을지 모르겠지만, 그 이상의 통합은 한국에서 거의 완결되었습니다.

셋째, 한국의 은행들은 해외영업 비중이 매우 낮습니다. 대다수 한국의 은행들이 해외영업으로부터 얻는 수익은 5%미만입니다. 역내 일부 동급은행들이나 여타 세계적 금융기관들의 경우 사업 대부분이 해

외에서 이루어집니다. Standard Chartered가 사업의 대부분을 해외에서 영위하고 있음은 분명하며, 심지어 역내 동급은행인 DBS(Development Bank of Singapore)마저도 해외영업이 30%이상입니다. 또 하나 눈길을 끄는 점은 한국이 세계 10위의 경제대국임에도 세계 20대 금융기관에 속하는 한국 금융기관은 하나도 없다는 것입니다. 흥미로운 점이 20대 금융기관 속에 일본과 중국의 몇몇 은행이 포함되어 있다는 것입니다. 아직도 한국의 은행은 규모면에서 뒤처지고 있습니다.

한국 은행권이 갖추어야 할 8가지 조건

성숙되고 있는 금융시장 추세를 바탕으로 볼 때 한국 은행권이 갖추어야 할 8가지의 조건은 무엇인가? 지금부터는 본인의 발표가 다소 지루할 것입니다. 사업기회에 관한 이야기를 들을 때면 세계화, 그리고 새로운 시장개척이나 신상품 개발에 관한 이야기를 듣는 것으로 대부분의 시간을 보내기 때문입니다.

사실 본인은 오늘날 한국 은행권의 최우선 과제가 최상의 운영체제와 효율적 비용관리, 이 두 가지를 달성하는 것이라 믿고 있습니다. 이는 대부분의 분석가들이 주장하는 것과는 정반대입니다. 그러나 주도적인 금융기관이 되기 위해서 한국의 은행권은 지금보다는 한층 더 효율적이어야 하고 운영 면에 있어서도 더욱 뛰어나야 합니다.

두 번째는 심지어 신용카드, 개인신용대출, 기업대출 등과 같은 핵심상품에 있어서도 은행권은 이익률을 유지할 수 있는 보다 특유한 가치제안을 반드시 도출해야 한다는 것입니다. 기업대출이나 무역금

용 부문의 이익률을 보면, 이 부문의 사업이 계속 압력을 받고 있으며 범용 상품화되고 있습니다. 이처럼 범용 상품화에 직면함에 따라 은행은 보다 큰 부가가치의 서비스를 창출하여, 은행이 높은 이익률을 달성할 수 있도록 하는 특유의 금융상품을 고객에게 제공할 필요가 있습니다.

은행산업이 성숙되고 경쟁력이 높아지면, 국내은행은 위험관리능력을 대폭 향상시켜야 합니다. 한국의 은행가들은 “우리 은행은 세계적 수준의 위험관리 인프라를 설치하였으며, 금융위기 이후 부실채권을 대폭 줄이고 대출심의회정을 질적으로 향상시키고 있다.”고 말합니다. 이 말이 사실이라 생각되지만 한국의 은행권은 거의 모두가 오직 신용위험관리에만 초점을 두고 있으며 시장위험이나 운영위험, 심지어 명성위험과 같이 점점 더 중요해지고 있는 여타 위험관리에는 주목하지 않고 있습니다. 오늘날 한국 은행권의 전반적인 위험관리체계는 여전히 매우 초보적입니다. 앞으로 2~3년 내에 은행이 바젤(Basel)Ⅱ 협약의 완전한 실천으로 이행하는 과정에서 위험관리상의 작은 오류사례가 나타날 것이며, 이는 은행의 손익계산서에 영향을 미칠 것입니다.

앞서 언급된 세 가지의 조건이 지루하게 들리는 이유는 이 조건들이 은행업의 핵심기반이기 때문입니다. 그러나 13조원에 달하는 총수익을 얻고 있는 저력으로, 한국 은행권은 국내 최고라는 위치에서 세계 최고의 위치로 옮겨가야 합니다. 한국의 은행권 인사들과 많은 논의를 해본 결과, 본인은 은행업무의 개선이라는 과제와 관련하여 어떤 절박감을 발견하지 못하고 있습니다. 왜냐하면 은행이 기록적인 수준의 수익을 내면서 운영되고 있기 때문입니다. 한국 금융시장에 대한

외부관찰자 중 한 사람인 본인으로서는 한국 은행권의 재력이 풍부할 때 능력수준을 제고하도록 권하고 싶습니다.

네 번째 조건은, 기업금융 부문이 낮은 수익률로 인해 위축되고 있는 사업인 만큼 자본시장에서 기회를 포착하는 것입니다. 오전에 언급되었던 자본시장통합법은 새로운 법률로써, 한국의 증권 및 투자금융 산업 발전에 박차를 가하게 될 것입니다. 세계적 금융기관들의 경우 은행업 자체가 전체 사업, 다시 말해 전체 수익에서 차지하는 비중은 매우 작습니다. 세계적 금융기관들은 모두 자본시장을 근거로 사업을 영위해 가고 있는 것입니다. 한국에서 기업금융이 종말을 고하는 것은 기정사실이라고 본인은 생각합니다. 기업금융가들은 모두가, 수익률이 줄어들고 있으며 적정 수익수준에서 신규대출을 하기가 매우 어렵다고 합니다.

다섯 번째 조건은 많은 사람들이 관심 갖고 있는 세계화의 필요성입니다. 국내시장의 성장둔화를 고려해 볼 때 한국의 은행권은 해외시장에서 기회를 찾는 것이 중요하다고 생각됩니다. 본인은 한국 은행업계와 오랫동안 일해 왔습니다. 그리고 5년 전에는 업계에 대해 한국의 은행들은 세계화를 통해 해외시장에서의 인수행위가 필요하다고 건의했던 기억도 있습니다. 5년이 지난 지금, 많은 은행들이 이러한 기회를 찾고 있다는 것을 알게 되어 본인은 기쁘기 그지없습니다. 하지만 불행히도 대부분의 시장에서는 이것이 이미 뒤늦은 조치입니다. 따라서 진정한 도전은 후발주자인 한국의 은행권이 어떻게 세계화를 이루느냐 하는 것입니다. 한국은 지금 상당히 매력적인 모든 시장에서 후발주자입니다.

여섯 번째 조건은 우수한 인재 확보를 위한 경쟁에서 어떻게 이길

것이며, 세계화된 지구촌에서 성공에 필요한 인재의 폭과 깊이를 어떻게 구축하느냐 하는 것입니다.

일곱 번째 조건은 앞서 Eldon 회장께서 언급하셨듯이, 상대적으로 낮은 기반에서 시작하는 경우 세계적 수준의 브랜드를 어떻게 구축하느냐 하는 것입니다.

여덟 번째 조건은 지역화와 세계화가 점점 심화됨에 따라, 시장을 넘나들면서 경쟁할 수 있는 은행의 운영기반(정보기술과 운영모델의 측면에서)은 무엇인가 하는 것입니다. HSBC, Citibank, ING 등 선도적 금융기관들이 가지고 있는 경쟁력의 큰 원천은 홍콩이나 영국에서와 같은 수준의 세련된 서비스를 한국에 있는 고객들도 받을 수 있는 공동의 운영모델을 가진 인프라입니다. 오늘날 한국 내 대부분의 은행이 상당히 정교한 IT인프라를 가졌음에도 불구하고, 그러한 인프라가 다른 여러 시장에서 그대로 재현될 수 있도록 구축되어 있지 않습니다. 또한 한국기업, 즉 막강한 범세계적 사업을 펼치고 있는 재벌기업이 은행으로부터 투자관련 서비스를 제공하는 상품을 구입하려는 기업이라는 사실은 아시는 바와 같습니다. 따라서 국내은행이 재벌과 같은 대기업들에게 투자관련 서비스를 제공할 수 없다면, 이들 대기업은 쉽게 HSBC나 Citibank를 찾아가서 그러한 서비스를 얻을 수도 있습니다.

이상과 같이 한국 금융권에게 필요한 8가지 조건을 언급하였습니다. 처음 4가지는 여러분이 예전에 들었던 것들이어서 매우 진부할 것입니다. 간단한 사례 몇 가지를 들겠습니다. 극단적인 사례 중 하나로 Deutsche Bank의 경우를 보겠습니다. 이 은행이 펼치는 사업수입 중

은행업 관련 영업, 즉 순이자와 여타 수수료 징수와 관계된 수입은 23%에 불과하며, 수입의 거의 80%는 기본적으로 금융상품의 판매와 거래에서 나오고 있습니다. 오전에 기조연설을 하신 Eldon 회장님 체제하에서 1995년부터 2005년까지 대전환을 이룩한 HSBC의 사례를 보면, 두 가지의 중요한 추세가 나타납니다. 첫째는 기업투자와 은행으로 대거 진입하는 금융상품간의 다양화이며, 다음은 시장거점이 홍콩에서 북미로 이동하는 지리적 혼합입니다.

브랜드 구축에 대해 간단히 설명드리면, 기본적으로 12개의 상이한 브랜드를 인수하여 지금 세계 최고 브랜드의 하나로 평가받는 UBS (Union Bank of Switzerland) 사례를 말씀드리겠습니다. 인재확보 필요성과 관련하여, UBS에서 근무하는 80명의 최고경영자 중 1/3만이 스위스인이며 나머지는 세계 여타지역 사람들로 구성되어 있습니다.

세계화와 한국 금융시장

이제 이번 컨퍼런스의 주요과제인 금융시장의 세계화에 대해 언급해 보고자합니다. 한국 금융시장을 볼 때, 한국 금융기관이 해외에서 성장하기 위해 사용할 수 있는 5가지 방법 또는 사업 모델이 있다고 생각됩니다.

우선 상품중심(product focus) 사업모델로써, 특정상품을 취급하는 틈새시장에 참여하거나 혹은 모든 종류의 금융상품을 제공할 수 있을 것입니다.

두 번째는 고객중심(customer focus) 사업모델로, 기본적으로 해외의 한국교포 사회나 해외에서 영업하는 한국기업을 겨냥하는 매우 협의의 고객중심형, 또는 기본적으로 금융시장의 모든 고객을 대상으로 하는 광의의 고객중심형이 있습니다. 전적으로 틈새시장의 상품을 다루는 수준에서는, 한국 고객에게 국제 기업금융서비스 제공자가 될 수 있는 한국 국적의 은행이 있을 뿐입니다. 오늘날 한국의 은행권에게는 이러한 것이 고객을 따라가는 자연스러운 모델입니다. 그래서 은행 고객이 베트남으로 가면 거기에 은행 지점을 설립하여 그 고객에게 봉사하는 것입니다. 두 번째의 고객중심형 모델은 매우 흥미로운 것으로, 한국 고객과 교포사회를 위한 겸업은행입니다. 로스앤젤레스, 뉴욕, 시드니 및 중국에 한국교포 사회가 있는데, 고객중심형 모델은 기본적으로 해외에 거주하는 모든 한국교포 사회를 위한 광역적인 서비스를 제공하는 것입니다.

세 번째 사업모델은 지역적 틈새금융상품 모델로써, 어떤 은행이 신용카드사업을 매우 유리하게 운영한다면, 기본적으로 해외의 전문가와 금융상품을 통해 해외사업을 확장하여 MBNA, 즉 세계 제1의 신용카드회사였던 Maryland Bank, N.A. 모델(인수되기 이전)을 답습하여 지역수준의 신용카드회사가 될 수 있는 것입니다.

네 번째 사업모델은 기본적으로 이른바 신흥시장국가의 부실은행 회생전문가(bank turnaround specialist)라는 것입니다. 이 모델은 본격적으로 마치 사모펀드 처럼 운영됩니다. 이는 매우 기회주의적인 것으로, 수준에 미달하는 신흥시장국가의 금융기관을 매입한 뒤 한국에서 얻은 금융구조조정의 전문지식을 이용하여 취약한 사업을 회생시키는 것입니다. 부실은행과 통합하는 것이 아니라 해당 은행을 기본적으로

분리된 객체로서 운영하여, 부가가치적인 전문지식을 통해 주식가치를 제고하는 것입니다.

마지막 사업모델은 기본적으로 Standard Chartered나 HSBC 같은 금융기관이 되는 것입니다. 영업할 수 있는 모든 시장에 폭넓게 침투하고 있는 지역수준의 점업은행이 되는 것인데, 지역을 초월하여 통합된 점포, 프랜차이즈로써 운영하는 것입니다.

이상과 같은 5가지의 사업모델이 있습니다. 많은 한국의 금융기관이 나름대로의 사업전략을 수립하는데 있어서는 아직도 초기단계에 머물고 있다는 것이 본인 생각입니다. 사실 본인이 여러 금융기관들과 대화를 나누거나 신문 기사를 보면, 이들 기관은 4~5가지를 전략을 동시에 추진하고 있습니다.

시간관계상 여기서 발표를 마칠까 합니다. 한국의 금융기관에게 어느 정도의 동기부여나 자극이 될 수 있는, 본인이 좋아하는 한 가지 세계화의 사례를 언급하겠습니다. 20년 전 Banco Santander라는 한 스페인 은행은 세계 금융기관 순위에서 152위, 시가총액은 35억 유로, 해외에서 발생하는 수익은 1% 미만이었습니다. 즉 이 스페인 은행은 오늘날 세계에서 50~60위의 있는 많은 선도적 한국 금융기관보다 훨씬 열악한 상태에 있었던 것입니다. 2005년도 Banco Santander의 세계 순위는 12위로, 수익은 700억 유로가 넘었고, 그 수익의 60% 이상이 해외에서 발생하였습니다. 이는 하나의 사례에 불과하며, DBS나 Mitsubishi 같은 다른 사례도 있습니다.

세계화를 향한 기회는 창은 닫히고 있으며, 사실 거의 닫혀졌습니

다. 한국 금융기관들은 이제야 세계화가 필요하다는 사실에 막 눈을 뜨고 있습니다. 하지만 경쟁은 5년 전 보다 더욱 치열합니다. 이제 막 눈을 뜨고 다른 나라에서 은행을 매입하고자 하지만, 이것이 그리 쉬운 일은 아니라는 점을 명심하십시오. 매입 가능한 자산은 많지 않으며, 다국적 은행들과도 경쟁을 해야 합니다. 중국계 및 일본계 은행 사람들과 함께 일한 본인의 경험에서 말씀드리면, 한국의 금융권이 매입하고자 하는 자산을 그들 역시 목표로 삼고 있다는 것입니다. 따라서 이번 회의에서 본인이 전하고자 하는 메시지는, 세계화가 한국 금융기관들을 위한 의제 중에 가장 중요한 것이 세계화인데 기회의 창이 닫히고 있다는 것입니다. 한국 금융기관들이 세계시장에 눈을 뜨기를 촉구하는 바입니다.

급변하는 국제금융환경과 한국의 은행경영 (II)

SeokHo Lee

Director, Fitch Ratings, Hong Kong

본인은 Fitch Ratings에서 약 4년간 한국의 은행 문제를 다루어 왔으며, 현재는 한국 금융부문에 대한 수석분석가로 근무하고 있습니다. 본인이 이 자리에서 한국의 은행부문에 대한 Fitch Ratings의 견해를 발표할 수 있게 된 점에 대해 매우 기쁘게 생각합니다.

한국의 은행권이 금융위기 당시 및 2003년에 신용카드 문제로 막대한 손실을 본 뒤, 최근 2년간 매우 좋은 성과를 누리고 있음을 Fitch Ratings는 잘 알고 있습니다. 신용카드 안정화는 은행 수익성과에 따라 자본수지 상태의 개선에 상당한 기여를 해오고 있습니다. 현재 자본수지 상태는 12%의 총자산수익률(ROA), 8%의 BIS 기본 자기자본 비율 등 대다수 은행의 우량경영 목표에 근접해 있습니다. 본인은 Fitch Ratings가 개선된 한국 은행계의 신용평가를 크게 반영하고 있다고 믿습니다. 왜냐하면 지난 4년간 본인이 주요 신용등급 평가에 대부분 관여해왔지만 한국 은행계의 신용등급 하락은 없었기 때문입니다. 그리고 한국 은행계 또한 신용등급에 대한 요구를 끊임없이 해왔음을 본인은 알고 있습니다.

2006년도의 신용대출 신장 부분을 보면, 몇 년 동안 보수적인 방식

으로 운영한 결과 은행권은 전체적으로 약 16%라는 매우 견고한 신장을 이룩하였는바, 이는 경상가격 GDP 성장률의 2배입니다. 이처럼 탄탄한 신장은 대부분 하나은행과 우리은행의 주도로 이루어졌습니다. 이 두 은행은 2006년도에 신용대출이 30% 이상 신장되었으며, 이러한 신용대출 신장의 강세는 비단 우리은행과 하나은행뿐만 아니라 전체 은행시스템에 대해 여러 가지 이유에서 우려를 안겨주었습니다. 첫째, 모든 은행의 금리마진을 하락시켰습니다. 둘째, 신용대출 신장이 특히 투기적인 부동산투자가와 심지어 엔 캐리 트레이드(yen carry trade) 지원 등 위험부담이 많은 부문으로 편향되어 있는 것으로 보입니다. 또한 2006년도에 은행권에 의한 외화차입이 급증한 것에 대한 우려도 어느 정도 있습니다. 이는 주로 한국 수출업자의 헤징(hedging) 요구 증가와, 몇몇 국내 외국은행 지점의 독단적인 외화차입 운용에 관계된 것으로 알고 있습니다. 외화차입에 대해서는 현재 Fitch Ratings도 심각하게 우려하고 있지 않습니다. 그 이유는 전체적인 외화차입이 총 대출액의 7%에 불과하며, 은행의 외환포지션이 정상적으로 중립적이며 금융규제 당국에 의해서 철저히 감시되고 있기 때문입니다.

매우 공세적이었던 작년도의 신용대출 신장은 불공평한 은행서열에 대한 인식으로 촉발되었습니다. 2006년 초에 신한은행이 조흥은행을 합병하면서 그 규모가 2배로 커졌을 뿐만 아니라 아주 최근에는 LG 카드를 인수함에 따라, 각 은행들은 자신이 2위의 은행으로 추락하는 것을 원치 않았기 때문입니다. 마지막으로, 작년에 은행권이 매우 공세적인 태세를 취하면서 보다 많은 대출을 이루고, 나중에는 수익창출 교차판매(cross selling)에 집중하여 영업영역을 확대하려는 전략을 택했기 때문입니다. Fitch Ratings는 이러한 전향적 전략으로부터 아직까지 이렇다 할 실제적인 결과를 보지 못했으나, 대출의 질적 측면과 합

께 주시되어야 할 중요한 사안 중 하나가 될 것입니다.

은행의 좋은 수익성은 주로 신용비용 안정화가 주도하고 있으나, 동시에 기업수익증가(top line revenue growth) 최대치는 탄탄한 신용대출의 신장에도 불구하고 마진(margin)하락으로 약화되고 있습니다. 수익성 지표인 한국 은행계의 순이자 마진(NIM)은 현재 하향압박을 받고 있지만 국제기준으로 볼 때 아직 양호한 수준입니다. 홍콩과 싱가포르는 한국보다 낮지만, 상당히 높은 수수료 수입에 의존함으로써 사업의 수익성을 올리고 있습니다. 비교적 취약한 중국 은행권의 NIM은 개인대출 문제와 함께 중국 은행시스템이 가진 구조적 취약점 중 하나가 되고 있습니다.

Fitch Ratings는 지난 봄 연례조사차 한국의 은행권과 회동한 결과, 어떤 은행의 경우는 NIM이 계속 하락하고 있거나 올해 상반기에도 여전히 하향압력을 받고 있음을 발견했습니다. 금년에는 대부분의 은행들이 자산증가보다는 수익성에 집중할 것 같습니다. 전반적으로 볼 때, 은행 간의 경쟁뿐만 아니라 여타 금융서비스 제공자와의 경쟁 때문에 한국 은행권의 NIM은 앞으로 더욱 하향압력을 받게 될 것입니다. 특히, 앞으로의 자본시장통합법을 감안하면, 증권위탁매매업무(securities brokerage house)는 한국 은행권에게 도전과제가 될 가능성이 있습니다.

총자산수익률인 ROA가 2003년 신용카드 문제 이후 현저하게 개선되고 있습니다. 앞서 논의한 바와 같이 마진은 아직도 양호한 수준에 있으며, 안정적 신용한도를 나타내는 재무적 성과에는 한국의 대기업 구조조정 때문에 주식양도에서 발생한 자본이득도 포함되어야 합니다.

Fitch Ratings는 멀지 않은 장래에 한국의 은행권이 선진국과 유사한 성과수준을 누릴 수 있으리라 보지만, 장기적으로 기본 수익성은 하향 압력을 받게 될 것입니다. 이러한 도전을 극복하기 위해 지금 은행권은 비이자수익(non-interest income)의 확대에 더욱 많은 노력을 경주하고 있는 것으로 알고 있습니다. 그러나 이는 생각보다 더 많은 시간이 걸리거나, 마진하락을 상쇄할 정도로 충분치 않으리라는 것이 Fitch Ratings의 시각입니다. 그럼에도 불구하고, 비이자소득에서의 실질적인 진전은 신용등급을 개선하는데 있어서 플러스적인 요인이 될 것입니다.

Fitch Ratings가 주목하는 또 한가지는 금융지주회사 구조 하의 은행이 증권위탁 매매업을 하는 관계사를 가지고 있다는 점입니다. 그러나 평균적으로 비은행 사업과의 통합수준은 기대에 못 미쳐서 충분한 수준의 시너지를 발생시키지 못하리라는 것이 Fitch Ratings의 시각입니다. 이 문제는 앞으로 중요한 과제 중 하나가 될 것입니다.

한국 은행권이 보유하고 있는 자산의 질은 매우 양호한데, 모든 일반은행의 양질 자산의 구성비는 2006년 말 역대 최고인 160%의 수익비율을 가진 0.9%였습니다. 이에 대해서는, 은행계가 높은 수준의 수익을 달성하기 위해 위험부담을 더욱 질 수 있거나, 혹은 마진 규모에서 나오는 부정적인 효과를 상쇄할 수 있는 준비태세를 갖추고 있다고 할 수 있겠습니다. 신용비용이 높았던 어려운 시기의 경험과 가장 세련된 위험관리기법, 특히 최근에 이루어진 신용정보조회서비스(credit bureau service)의 질적 개선으로, 한국의 금융계는 신용정보 및 부가가치 서비스의 제공을 통하여 보다 과학적이며 객관적으로 위험 및 고객을 관리할 수 있는 좋은 위치에 놓여 있는 것으로 Fitch

Ratings는 보고 있습니다.

좋은 수익성과 투자증권업으로부터의 수익에 힘입어 은행권의 자본수지 상태가 개선되고 있는 것으로 나타나지만, 2006년에 몇몇 은행들이 채택했던 저돌적인 대출신장책은 자본수지상태의 악화로 이어지고 있습니다. 내년부터 효력이 시작되는 바젤Ⅱ협약 역시 마이너스적 요인이 될 가능성이 있기 때문에, 은행이 어느 정도 대비를 할 수 있다 하더라도 이로 인한 은행의 BIS 자기자본 비율의 하락이 예상됩니다.

한국의 은행권에서 격렬한 논쟁대상이 되고 있는 문제 중 하나인 주택시장과 이와 연계된 대출에 대해서 언급해보고자 합니다. 주택담보대출은 최근 은행대출을 신장시키는 주요 원동력이었으며, 건축물에 대한 기업대출을 포함하여 전체대출액의 1/4이상을 차지하고 있습니다. 아시다시피, 지난 몇 년간 주택가격은 매우 높은 수준으로 상승하였습니다. 국민은행의 주택가격지수에 따르면, 전국적으로 12% 상승했지만 서울에서는 20%, 그리고 서울 강남지역에서는 이보다 높은 수치로 상승했습니다. 주택가격은 2006년에 두 자리 숫자로 크게 신장된 후, 일련의 정부 조치에 힘입어 2007년에 들어서는 안정세를 보이고 있습니다. 최상의 주택지역으로 알려진 서울 강남을 제외하고는, 주택가격 상승이 실제로 나타나지 않고 있습니다. Fitch Ratings는 최근의 주택시장 안정화가 시장 주도적이라기보다는 정책 주도적인 것으로 보고 있기 때문에 시장이 어느 방향으로 움직이든지 놀라지 않을 것입니다. GDP 대비 주택담보대출액은 다른 선진국에 비해 아직도 매우 낮은 수준이므로 앞으로 신장할 여지가 있는 것으로 보입니다. 주택가격이 하락하더라도 주택담보인정비율(LTV ratio)이 약 50%

수준으로 낮다면, 있을 수 있는 부도손실로부터 은행들이 안전할 수 있다는 점에 Fitch Ratings는 동의했습니다. 그 동안의 어떤 추가적인 규제지침, 예컨대 총부채상환비율(debt-to-income ratio)의 적용도 은행이 차입자를 배려하고 중국적으로 위험관리제도의 지속적인 정교화를 증진시키는데 도움이 될 것으로 보입니다. 일반 소득증명(income documentation)을 요구하는 것은 한국의 일반적인 관행이 아니며 차입자의 거부감으로 인해 쉽지 않다는 점을 Fitch Ratings는 이해하고 있습니다.

주택담보대출에 대해서 Fitch Ratings 두 가지의 일반적인 취약점을 계속 지적해왔습니다. 주택담보대출은 대부분 단기대출이며, 거의 변동금리 대출입니다. 그래서 차입자는 시장상황의 변화와, 중국적으로는 재융자(refinance)의 위험발생에 더욱 취약합니다. 그러나 변동금리 대출문제가 여전히 남아 있지만, 단기상환문제 해소에 있어서는 어느 정도 현저한 개선을 보고 있습니다.

간단히 결론을 내리자면, 한국의 은행계가 단기간적으로는 매우 유리한 영업성과를 누리겠지만, 은행권 역시 영업을 하고 있는 기업여건의 산물이라는 것이 Fitch Ratings의 시각입니다. 현재 몇 년 동안 경제환경이 매우 좋았습니다. 2007년도의 경제성장이 약간 둔화되고 있고 원화의 강세로 인해 수출이 우려되지만, 전체적으로 볼 때 은행계가 현재의 좋은 업적을 유지하기에는 충분할 것입니다. 중장기적으로 보면, 수익성의 기반을 떨어뜨리는 치열한 경쟁에 은행계가 직면할 수도 있습니다. 특히 자본시장통합법의 도입과 더불어 금융서비스제공자, 주로 투자은행과 증권회사들 역시 은행에게는 또 다른 도전이 될 수 있을 것입니다.

앞서 설명한 바와 같이 주택시장과 주택관련 대출에 대한 정부의 엄격한 입장을 고려하면, 은행은 신용카드나 무담보개인대출 같은 고위험, 고수익 대출을 할 것으로 알려지고 있습니다. 은행의 위험관리 조직이 각기 다른 수준에 있다면, 이것은 은행의 영업성과에 있어서 결국 어떤 차별화로 유도할 것입니다. 이러한 것은 은행의 신용평가체계에도 반영되어야 한다고 Fitch Ratings는 믿고 있습니다. 은행이 사업개발에 성공한다거나 또는 비은행 산하기관과 함께 많은 시너지를 창출한다면, 이것은 은행의 위상에 대한 하나의 차별화 요인이 될 것입니다.

마지막으로, 국내시장에서의 성장 가능성에 대한 한계로 인해 사업 확대의 기회를 해외에서 찾는 은행이 있습니다. 신용평가기관인 Fitch Ratings로서는 약간 다른 견해를 가집니다. Fitch Ratings는 이러한 계획이 우선 타국에서 전문적 지식과 문화를 습득한 다음, 해외에 있는 한국 기업과 한국인에 대한 서비스에 집중하는 점진적인 움직임이어야 할 것으로 보고 있습니다. 자본에 상당한 마이너스적 충격을 주는 대형인수는 신용평가기관이 유리한 쪽으로 받아들이지 않을 것입니다. 은행계는 국내시장뿐만 아니라 해외시장에서도 궁극적으로 수익원을 다변화 하여야 한다는 점에 동의합니다. Fitch Ratings의 주요업무는 어떻게 은행권이 성공적으로 세계화 전략을 이행해 나가는지 주시하는 것이 될 것입니다. 이러한 것이 바로 신용평가기관의 주요 의무입니다.

한국금융이 당면한 주요 과제 (I)

이 장 영

금융감독원 부원장보

친절한 소개에 감사드립니다. 본인은 한국의 금융규제 조직을 보다 시장친화적으로 만들고자 하는 국제기구로들부터 충실히 배우고자 합니다. 하지만 예상하시다시피 언제나 도전은 있기 마련입니다.

본인은 금융감독원에서 국제업무와 거시건전성 감독업무를 관장하고 있습니다. 거시건전성 감독은 금융감독원의 새로운 개념으로써, 대다수 국가에서 중앙은행의 관할구역이었습니다. 그러나 대부분의 선진국 금융감독 당국은 거시건전성 감독 개념에 역점을 두고 있는데, 그 이유는 이러한 개념의 목적이 금융억압이란 사건이 가져오는 위험을 제한하고자 함이기 때문입니다. 거시건전성 감독은 기본적으로 거시경제적 요인의 변동이 금융제도 전반에 미치는 충격을 감시하고 분석하는 일입니다. 그래서 거시건전성 감독당국은 자연히 떼거리 행태(herd behavior)와 같은 금융기관의 집단적 행태와, 타 분야로 비화되는 위험을 중점으로 바람직스럽지 못한 모든 부작용을 피하기 위한 선제적 조치를 취하려고 노력합니다.

오늘 발표를 통해 본인은 은행의 떼거리 행태를 나타내는 사례의 하나인 부동산담보대출시장과, 또한 최근 현상 중 하나인 중소기업대출

에 대해서 간략히 말씀드리겠습니다. 그리고 특히 한국에 진출한 외국 은행 지점의 외화차입 폭증에 대해서도 언급하겠으며, 마지막으로 한국의 금융부문, 특히 금융감독원에 대해 한-미 자유무역협정(FTA)의 체결이 시사하는 점을 몇 가지 말씀드리겠습니다.

첫째, 주택담보대출시장이 제기하는 문제와 관련해서는, 아시다시피 주택가격의 안정화와 지난 2년간 금융감독당국이 요구해온 엄격한 대출기준이라는 두 가지 요인의 결과로 주택담보대출의 급속한 증가가 안정되고 있다는 점은 최근 자료에서 나타나고 있습니다. 금년 1월부터 4월까지 은행의 주택담보대출은 1.3조원에 불과한데, 1년 전의 5.2조원에 비하면 매우 작은 규모입니다.

지금 본인이 제기하고자 하는 질문은 한국의 일반은행이 금리인상의 부정적인 충격과 주택가격 하락 가능성에서 해방될 수 있느냐 하는 것입니다. 주택담보대출의 규모 및 구성과, 금융건전화의 다양한 지표로 판단할 때 결론적으로 한국 금융기관의 위험노출 수준은 상당히 낮습니다. 첫째, 주택담보가치 대비 대출비율은 꾸준히 하락하여 최근 49% 수준에 머물고 있는데, 이는 여타 선진국의 비율과 비교해보면 매우 낮습니다. 둘째, 주택담보대출의 연체율 역시 금년 3월말 현재 평균 약 0.8%로 상당히 낮습니다. 셋째, 주택담보대출의 구조를 보면 주택담보대출기간이 지난 2년간 연장되고 있고, 지금 5년 만기 또는 그 이상의 주택담보대출 비중이 작년말 현재 50.9%입니다. 더욱 안정된 지출구조를 나타내는 또 다른 지표는 이자지급형 대출이 아닌 원금분할상환형의 주택담보대출의 비중이 2004년 말 23%에서 작년말에 52%로 증가한 것입니다.

많은 경제전문가들은 가계부문 부채의 지속성이나 가계대출 상환능력에 대해서 우려를 나타냅니다. 가계대출이 빠르게 증가한 결과, 가계부문의 부채상환능력이 어느 정도 저하하고 있습니다. 예컨대, 지난 연말의 가계 금융자산 대비 금융부채 비중이 44%였습니다. 그리고 가계 가처분소득 대비 금융부채 비중은 소폭 상승하여 최근에 142%에 머물고 있는데, 152%를 기록하고 있는 영국과 같은 국가들에 비해서는 비교적 낮지만 조금 높은 편입니다. 마찬가지로 이자지급이나 부채상환 비율은 가계부채 및 소득증가와 함께 8.6%로 상승하였습니다. 그러나 전체적으로 볼 때 가계대출의 건전성과, 만약의 부도손실에 대응할 수 있는 대출자의 능력은 계속 견고합니다.

지난 3월말 현재 은행대출에 대한 가계의 상환불이행비율(default rate)은 0.8%였으며 불량 또는 그 이하로 구분된 은행대출비율은 0.7% 뿐이었습니다. 한국의 은행들은 매우 튼튼한 수지균형은 물론 충분한 수익과 대손충당금을 가지고 있습니다. 한국의 일반은행들이 대손상각이나 엄격한 신용평가를 통해 불량대출을 적극적으로 처분함에 따라 불량대출비율이나 부실채권비율은 0.8%로 하락하고 있습니다. BIS 자기자본비율은 매우 높은 수준인 12.8%로 상승하였습니다. 현재 이 BIS 비율은 중요성이 더욱 커지고 있는 지표인데, 금융감독원이 자산건전성 분류와 대손충당금 수준에 대해서 세계 일류은행의 표준행동규범을 채택하고 있기 때문입니다. 또한 만약의 대출손실을 대비하는 대출자를 위한 위험관리비율(coverage ratio)이 은행의 경우는 200% 이상, 상호저축은행의 경우는 145% 이상입니다. 이는 은행의 대출충당금이 모든 불량대출의 위험에 대처할 수 있을 정도로 크게 충분하다는 뜻입니다.

낮은 금리와 시장의 충분한 유동성으로 인해, 많은 은행들이 적극적으로 대출 및 고객기반을 확대하고자 노력하고 있습니다. 지난해에 주택담보대출이 크게 증가했고 올해는 중소기업을 대상으로 한 대출이 괄목할만한 증가를 이룬 것으로 나타나고 있는데, 이는 거의 때거리 형태와 유사합니다. 은행의 예금은 증가하고 있지만 대기업들의 차입이 매우 부진한 관계로, 가계 및 중소기업 대출 외에는 은행이 의지할 수 있는 고객이 많지 않습니다.

그러나 한국의 시장규모가 매우 협소함에도 은행들이 대출확대를 적극적으로 추진할 경우, 불량대출의 증가와 은행자산의 질적 저하가 초래될 수 있습니다. 그렇기 때문에 은행은 이자수익에 대한 의존도를 축소하는 일이 보다 유익할 것입니다. 현재 이자수익에 대한 의존도는 85% 수준이지만, 한국의 대다수 일반은행들은 펀드판매를 통한 판매 커미션 또는 은행 서비스사업에 대한 수수료 소득 등과 같은 비이자 부문에서 수익을 찾는 방향으로 점점 가고 있습니다. 따라서 이처럼 다양한 소득원이 이자수익에 대한 의존도를 계속 줄여 나갈 것이므로, 앞으로 은행수익의 흐름은 더욱 안정화될 수 있을 것입니다.

특히 국내에서 활동 중인 외국은행 지점의 단기성 외화차입의 급증에 대응하기 위한 외화유동성관리 분야에 대한 금융감독원의 노력에 대해 간단히 언급하고자 합니다.

지난 4월 18일 금융감독원은 최근 급속히 증가하고 있는 단기성 외화차입에 대한 논의를 위해, 서울주재 36개 외국은행 대표들과 회동을 가졌습니다. 한국의 전체 외화차입은 서서히 증가하고 있는데 반해, 올해 1/4분기 중에 단기성 외화차입이 매우 급속히 증가했기 때문입니

다. 이처럼 폭증한 단기성 외화차입의 대부분은 내부 이체계정을 통해 외국에 있는 본점에서 한국에 있는 지점으로 유입되었습니다. 이 때문에 금융감독원은 서울주재 외국은행 지점들에게 이러한 상황을 설명하고 협조를 구하기 위해 회동하였던 것입니다.

금융감독원이 단기성 외화차입 펀드의 용도를 분석한 결과, 세 가지 목적의 용도로 구분될 수 있었습니다. 하나는 한국 고객에 대한 외환 대출로, 1/3이 이 목적으로 사용되었습니다. 다른 1/3은 외화포지션의 중립을 위해 사용되었는데, 조선회사 등과 같은 한국 수출업자들에게서 선물환을 매입하기 위한 용도였습니다. 즉 외국은행 지점이 외화포지션의 균형을 유지하기 위해 선물환을 매입한 후 그것을 현물시장에 판매했던 것입니다. 이는 이른바 covered interest arbitrage라는 것으로, swap-spread rate인 선물환 환율과 현물 환율 간의 차이가 국내와 해외 간의 금리차이보다 커지는 경제적 유인동기가 존재할 경우 발생합니다. Swap-spread rate가 너무 크기 때문에 외국은행 지점도 본점에서 외화를 차입하여 국내시장 고객에게 대출하거나 채권과 같은 증권을 매입합니다. covered interest arbitrage와 같은 무위험차액거래가 최근의 단기성 외화차입 폭증을 유발하는 강력한 요인이었습니다.

이러한 경제활동은 합법적이고 정상적인 기업행위의 일부이지만, 거시경제적 수준에서 보면 금융시장 전반에 위험요인이 되고 있습니다. 이 때문에 외환시장이 불안정해지고 건전한 외채관리나 전체적인 국내유동성 관리가 매우 어려워지고 있습니다. 경제학자들이 사용하는 이른바 ‘구성의 오류(fallacy of composition)’라는 용어를 빌면, 어떤 기업행위가 가령 부분적으로 매우 합법적이라고 하더라도 전체적으로 볼 때 그것은 금융체계에 위험을 가져올 수 있습니다. 그럴 경우 과도

한 시장행태를 자제하는 것이 궁극적으로 기업에 유익하기 때문에 금융감독원은 협조를 요청할 수 있습니다. 그래서 금융감독원은 당국의 우려를 설명하기 위해 외국은행 지점들과 회동을 갖고자 했던 것입니다. 회동 이후 국내시장에 약간의 요동은 있었으나 지금은 시장이 매우 정상적으로 보이며, 외국은행 본점으로부터의 외화차입은 지난 4월 이래 하락하고 있는 듯합니다.

지금 현재 금융감독원은 외화차입을 억제하기 위한 추가적인 특단의 조치를 고려하지 않고 있습니다. 그러나 이러한 펀드의 원천과 사용에 대해서는 계속 치밀하게 감시할 것입니다. 일반적인 외국자금 유동성관리란 측면에서 강조하고 싶은 점이 하나있습니다. 총외채 대비 단기외채 비율이 지난 3월 현재 44%로 낮게 나타난 바와 같이 취약점은 없습니다. 그리고 공식외환보유고 대비 대외부채 비율 또한 51.7%로 매우 낮습니다. 요약하면 전체적인 외국통화 유동성관리란 측면에서 특별한 취약점은 없습니다.

한국 금융부문에 대해 한-미 FTA가 미치는 시사점을 간단히 설명하고자 합니다. 아시는 바와 같이 한-미 FTA 체결이 장기적으로는 긍정적인 효과를 가지겠지만 금융감독 구조와 규제체계에 미치는 영향에 중점을 두겠습니다. 금융감독의 투명성과 금융규제의 수준은 FTA 체결로 인해 향상되리라 기대합니다. 예컨대, 한국 금융감독의 불투명성, 일관성 혹은 예측가능성의 결여에 대해서 외국 금융계가 문제를 제기한바 있습니다.

FTA 협상기간 동안과 협정에도 반영되었지만, 우선 양국은 새로운 규율을 도입하거나 규율을 개정할 때 시장참여자들의 견해가 표명될

수 있는 기회를 충분히 제공하여 규제 투명성을 제고하는 것에 합의했습니다. 이것이 이른바 사전예고기간 부여 혹은 서면의견제출제도입니다. 이렇게 함으로써 시장참여자에게는 금융감독에 대한 견해를 피력할 수 있는 충분한 기회가 주어지고, 금융감독원은 제시된 다양한 견해를 새로운 규제의 도입이나 기존 규제의 개정에 반영할 수 있는 것입니다. 또 다른 조치의 하나는 이른바 행정지도로써, 이전에는 대부분 구두로 이행되었지만 앞으로는 서식형태로 공포되어 규제의 투명성을 제고시킬 것입니다. 과거에는 사전예고기간이 7일이었으나 시장참여자들의 의견을 충분히 반영하기 위해 20일을 부여할 예정입니다. 또한 FTA 협정에는 한-미 양국 금융감독당국 간의 상호협력을 도모하는 조항이 있습니다. 이러한 금융감독당국 간의 협력을 통해 양국 금융감독 수준은 최고의 국제규범으로 향상·제고될 것입니다.

이른바 우편저축보험업 등의 보험에 대한 건전성 금융감독은 미국이 제기한 문제입니다. 이 보험은 정부의 독점사업으로 정부 보조금을 받기 때문에 개인보험에 비해 상대적인 비교우위를 누리고 있습니다. 그래서 양국은 우편저축보험에 대한 금융감독을 강화하고 민간보험회사와 동등한 위치에 둔다는 점에 기본적으로 합의했습니다. 그러므로 이와 같은 합의는 금융부문 내 공정한 경쟁의 큰 기반 또는 동일한 경쟁조건을 부여하는 것입니다.

한국금융이 당면한 주요 과제 (II)

- 한국의 자본시장 개혁 -

김 형 태

한국증권연구원 부원장

감사합니다. 세계경제연구원과 국제금융연합회가 주최하는 국제금융컨퍼런스에 참여하게 되어 기쁘게 생각합니다. 본인은 자본시장 개혁에 특히 주안점을 두고 한국의 금융시장에 대한 주요 현안에 대해서 말씀드리겠습니다. 한국 자본시장의 개혁은 “자본시장 및 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장통합법’)” 제정과 관계되어 있습니다.

1. 자본시장 개혁: 범세계적 추세

자본시장 개혁은 하나의 범세계적인 추세로써 한국에 국한된 것은 아닙니다. 모든 국가들이 자본시장 개혁에 관심을 가지는 이유는 무엇인가? 그 대답은 간단합니다. 자본시장이 중요하기 때문입니다. 금융경제에 관한 많은 이론적 및 실증적 논문들은 금융시장의 발전이 경제성장을 촉진한다고 합니다. 더구나 한국처럼 첨단기술 산업에 크게 의존하는 소규모 개방경제는 첨단기술 산업을 지원하기 위한 금융부문 활성화가 절실히 필요합니다. 또 다른 중요한 이유는 자본시장이 가장 세계화된 시장이기 때문입니다. 모든 자본시장들이 기업과 투자

자를 유치하기 위해 서로 경쟁합니다. 부연하자면, 한 나라 자본시장의 경쟁력을 제고하기 위해 제일 먼저 해야 할 일은 세계적으로 경쟁력 있는 건전성 감독체계를 마련하는 것입니다. 때문에 모든 나라들이 자본시장 개혁에 착수하고 있는 것입니다.

다음으로, 세계 각국이 추진한 자본시장 개혁사례를 몇 가지 살펴보고 하겠습니다. 우선 제일 잘 알려진 사례가 2000년도 영국의 Financial Services and Market Act입니다. 두 번째는 한국이 벤치마크하고 있는 2002년도 호주의 Financial Services Reform Act이며, 세 번째가 2006년도 일본의 Financial Instruments and Exchange Act입니다. 한국의 자본시장통합법은 아직 국회에서 통과되지 않았지만, 국회 재경위원회의 심의과정에 있습니다. 마지막으로, 법안은 아니지만 거론할 만한 사례는 미국의 Committee on Capital Markets Regulation입니다. 여러 면에서 미국이 세계 자본시장을 지배하고 있다는 것은 모두 아는 사실입니다. 미국에는 뉴욕증권시장(NYSE), 나스닥(NASDAQ), 시카고상업거래소(CME) 등과 같은 최고의 거래소들이 있습니다. 또한 미국은 Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch 같은 대형투자은행(bulge bracket investment bank)을 보유하고 있기도 합니다. 사모투자회사(private equity house)의 경우는 Carlyle, KKR and Warburg Pincus 등이 세계시장을 지배하고 있습니다. 하지만 최초공모발행시장(IPO: Initial Public Offering)의 경우, 지난해 역사상 처음으로 미국 시장이 1위 자리를 런던증권거래소(London Stock Exchange)에게 빼앗겼습니다. 때문에 미국도 자본시장 개혁을 논의하게 된 것입니다. 요약하면 가장 세련되고 앞선 자본시장을 가진 미국마저도 자본시장을 개혁하고자 노력중이라는 것입니다.

2. “자본시장통합법”의 세 지주(支柱)

지금 한국에서는 어떻게 진행되고 있는지 살펴보겠습니다. 자본시장 통합법에는 세 가지의 정책동기와 이와 밀접히 연계된 세 개의 지주가 있습니다.

첫 번째의 동기는 투자은행업 지원입니다. 물론 한국에는 증권산업이 있지만 정책 동기는 증권회사를 투자은행처럼 만드는 것입니다. 단순 중개회사(brokerage house)가 중요하지 않다는 말이 아닙니다. 본인이 말하고자 하는 것은 한국의 경제적 자산을 고려하여 투자은행을 발전시키는 것이 필요하다는 점입니다. 한국이 소규모 개방경제라는 사실을 감안할 때 첨단기술 산업을 지원할 필요가 있으며, 이러한 위험부담이 있는 산업을 지원하기 위해서 한국은 우선적으로 위험을 부담하는 금융산업을 발전시켜야 합니다.

두 번째는 자본시장 내 금융혁신 장려를 정책목표로 하는 것입니다. 이러한 목표 하에 자본시장통합법은 금융상품이나 증권에 대한 명시 방법을 열거주의제도에서 포괄주의제도로 바꾸고 있습니다. 열거주의 제도란 증권회사가 증권거래법에 명백히 정의된 것 외의 다른 증권관련 영업행위를 하는 것이 법적으로 금지되어 있다는 뜻입니다.

가장 중요한 것으로 생각되는 세 번째 정책목표는 증권투자자 보호를 강화하는 것입니다. 이 목적을 달성하기 위해 자본시장통합법은 투자자를 두 범주로 구분하는데, 하나는 투자전문지식이 있는 전문투자자(sophisticated investor)이며 다른 하나는 보통의 일반투자자(unsophisticated investor)입니다. 이러한 구분은 건전성 및 안전성 규

제 재원을 개인투자자와 같은 단순투자자에게 더 많이 배분되게 할 것입니다.

이상과 같은 자본시장통합법에 대한 세 가지의 정책 동기와 취지는 매우 좋아 보이며 모두가 이에 동의하고 있습니다. 그러나 여기에는 주의를 요하는 면이 있습니다. 금융혁신을 위한 투자은행업의 확대가 물론 투자은행가에게 유리하지만 때로는 불리하기도 합니다. 그러므로 여기서 고심할 부분은 금융혁신과 투자자 보호 사이의 균형을 어떻게 달성하느냐 하는 것입니다. 투자은행의 활력에 손상을 주지 않으면서 투자자를 보호하는 방법이 한국의 금융시장 발전을 위해 매우 중요한 하나의 정책과제 중 하나입니다.

3. 금융산업제도와 금융투자회사

세계각처의 금융산업을 살펴보면 두 가지의 극단적인 경우를 볼 수 있습니다. 하나는 겸업은행제도(universal banking system)이며, 다른 하나는 전업은행제도(specialized banking system)입니다. 이 두 제도는 일반은행과 투자은행이 똑같은 장소에서 일반은행과 투자은행의 영업 행위를 할 수 있느냐에 따라 달라집니다. 한국의 금융제도는 어떠한가? 한국은 미국처럼 전업은행제도를 채택하였지만 이를 더욱 철저하게 유지하고 있습니다. 철저히 전업적(strictly specialized)이란 것은 자본시장과 관계된 영업활동 내에서도 법적인 업무영역 구별(firewall)이 있다는 뜻입니다. 자본시장통합법을 통해 달성하고자 노력하는 것은 여러 자본시장 업무를 하나의 금융투자업무로 통합하는 것입니다. 일반은행과 보험회사는 어떻게 되는가? 아무런 변화가 없습니다. 바뀌는 것은 모두 자본시장과 관계된 업무입니다. 단순중개회사(증권회사), 선

물회사, 자산운용회사 및 신탁회사는 금융투자회사로 통합됩니다.

4. 자본시장통합법과 투자은행

자본시장통합법의 가장 중요한 정책 동기는 한국 내 투자은행 설립을 장려하는 것입니다. 다소 추상적이지만, 본인은 투자은행을 기업이 발행한 증권의 인수를 통해 기업과 투자자를 연결시키는 금융솔루션 제공자로 정의하고 싶습니다. 투자은행이 종사하는 또 다른 분야는 위험관리분산(risk transformation)입니다. 투자은행은 위험을 시장가격으로 평가, 인수, 거래, 분산시키는 위험부담산업의 전문지식을 가지고 있습니다. 증권회사를 투자은행처럼 만들고자 하는 이유는 무엇인가? 그 이유는 한국의 경제자산과 밀접한 관계가 있습니다. 본인이 말하고자 하는 기본요지는 위험을 부담한다는 것입니다. 한국의 지리적 위치와, 한국이 소규모 개방경제라는 점을 고려하면 위험부담을 질 수밖에 없습니다. 위험부담을 진다는 것은 선택이 아니라 필요조건입니다. 실물경제에서 첨단기업과 같은 벤처기업은 위험부담을 택합니다. 이러한 위험부담이 있는 산업을 지원하기 위해 우선적으로 할 일이 위험부담산업을 발전시키는 것입니다. 위험부담산업이란 위험에 대응하고, 회피(hedge)하며, 분산시키는 산업이란 뜻입니다. 이러한 것이 바로 투자은행의 모든 것이며, 본인이 투자은행에게 기대하는 것입니다.

5. 자본시장통합법과 파생금융상품시장

투자은행에 대한 흥미로운 질문 중 하나는 자본시장통합법이 제정된 후의 전망 좋은 투자는 무엇인가 하는 것입니다. 본인은 투자은행가가 아니기 때문에, 본인이 이 문제에 대해 언급할 수 있는 좋은 위

치에 있는지는 자신 없지만 약간의 방향지침은 제공할 수 있습니다. 누가, 어떤 업종이 자본시장통합법으로 인해 제일 큰 이익을 볼 수 있겠느냐고 본인에게 질문한다면 두말할 필요 없이 파생금융상품이라고 답하겠습니다. 주식, 채권, 통화, 상품 등 선물거래의 기초자산(underlying asset)을 보면 여러분이 생각할 수 있는 모든 것이 파생금융상품의 대상이 될 수 있습니다. 자본시장통합법이 성취하려고 하는 것은 장내거래 파생금융상품이건 혹은 장외거래 파생금융상품이건 파생상품의 대상을 확대하고자 하고 있습니다.

6. 자본시장통합법과 사모펀드

자본시장통합법으로 인해 혜택을 보는 또 다른 분야는 사모펀드입니다. 사모펀드란 무엇인가? 사모펀드는 기업보유 주식지분의 상당부분, 때로는 100%를 인수하는 펀드이기 때문에 바이아웃펀드(buy-out fund)라고도 합니다. 또한 기업가치를 증가시키는 펀드이기도 합니다. 사모펀드가 한국에게 중요한 이유는 무엇인가? 투자은행과 마찬가지로 사모펀드도 위험부담 역할을 합니다. 금융에는 두 가지 종류의 위험과 관련된 사업모델이 있습니다. 하나는 대리인 모델(agent model)으로써, 주요 수익원은 자산운용 및 위탁업무 수수료의 징수입니다. 이것이 투자은행의 몫입니다. 또 다른 모델은 주체투자모델(principal investment model)입니다. 주체투자모델은 금융회사가 자기 소유의 자금을 투자하는 것입니다. 이것이 사모펀드에 대한 전부입니다.

사모펀드가 왜 중요한가? 간단한 예를 들겠습니다. 암벽등반가가 안전망 등 추락의 경우에 대비한 안전장치가 없다는 것을 안다면 경기에 이기기 위해 모험을 택하기란 어렵습니다. 이와 꼭 같은 일이 국가

경제에도 발생합니다. 바로 사모펀드와 효율적인 사모펀드시장의 존재를 통해 국가경제가 IT나 BT같은 위험부담이 많은 산업에 보다 적극적으로 투자할 수 있는 가능성을 한층 높여줍니다. 한국 정부는 이미 10개의 첨단산업을 미래세대를 위한 성장동력으로 선정하였습니다. 사모펀드시장은 첨단산업 지원을 위한 기본입니다. 때문에 본인은 자본시장통합법과 관련하여 사모펀드를 강조하고 있습니다. 금융투자회사는 사모펀드에 더욱 많은 관심을 갖게 될 것입니다. 왜냐하면 보다 정교한 수단으로 갖추어질 것이고, 자본기반이 확충될 것이며, 그 결과 자체 자금을 확대할 여지가 더 많아질 것이기 때문입니다. 사모펀드와 관련하여 또 다른 중요한 측면은 국내시장만으로는 불충분하다는 점입니다. 앞으로 한국의 사모펀드는 해외시장을 찾아 진출해야 할 것입니다. 한국은 이미 고령화 사회로 가는 저성장국가가 되고 있기 때문에, 본인은 해외시장이 전략적으로 중요하다고 생각합니다. 사모펀드의 해외진출은 중국이나 베트남 같은 고성장국가가 줄 수 있는 경제혜택과 자본이득을 나눌 수 있는 가장 효율적인 방법이라고 본인은 확신합니다.

7. 결 론

본인이 강조하고 싶은 점은 자본시장통합법을 단순히 법률개정으로만 봐서는 안 된다는 것입니다. 이는 의식구조 또는 철학적 변화에 관한 사안입니다. 또한 한국이 자본시장을 바라보는 방법, 즉 자본시장을 규제하고 자본시장 업무에 종사하는 방법을 변화시키는 것에 관한 사안이기도합니다. 이러한 것이 자본시장통합법에 대한 본인의 이해입니다. 자본시장통합법은 한국에 투자은행 설립을 촉진함에 있어서 보다 유리한 법적 체계를 제공할 것입니다. 이러한 측면에서 본인은

국회가 이 법안을 가능한 조속히 통과시키기를 강력히 주장하는 바입니다. 자본시장은 필요조건에 불과하며, 한국에 지역적으로 경쟁력 있는 투자은행을 설립하기 위한 충분조건은 아니라는 점을 기억하시기 바랍니다. 자본시장통합법을 어떻게 활용하느냐는 금융업계에 달려 있습니다. 자본시장통합법의 성공여부는 금융투자회사가 금융상품을 개발하기 위해 얼마나 창의성을 발휘하느냐에 따라 결정될 것입니다.

본인이 언급하고 싶은 두 번째 사항은 증권산업 뿐만 아니라 금융 산업과 금융시장 전체를 위한 것입니다. 자본시장통합법 제정이후 누가 승자가 될 것이냐에 대한 큰 오해가 있습니다. 일반은행은 ‘패자’가 되고 증권회사가 ‘승자’가 될 것인가? 본인은 이러한 견해가 매우 잘못된 것으로 생각합니다. 일반은행과 보험회사 역시 자본시장통합법으로 인한 혜택을 받게 됩니다. 증권회사도 항상 ‘승자’인 것만은 아닙니다. 증권거래법과 같은 전통적인 패러다임(paradigm) 아래서는, 효율성이 별로 없는 증권회사도 어떤 방법으로도 생존할 수 있었습니다. 그러나 자본시장통합법 아래서 효율성이 별로 없는 증권회사의 생존은 더욱 어렵습니다. 자본시장통합법이 증권회사에게는 유리하고 일반은행이나 보험회사에게는 불리하다는 생각은 매우 잘못된 오해를 초래하는 것입니다.

발표를 마치하면서 본인이 제기하고 싶은 마지막 사항은 해외시장에 관한 과제들입니다. 대내외적으로 두 가지의 전망이 있습니다. 첫째는 국내시장, 즉 한국시장 내 외국자본의 경제적 역할입니다, 다른 하나는 대외적인 것으로, 해외시장에 진출하기 위해서 한국자본을 어떻게 활성화 하느냐 하는 것입니다. 첫 번째 문제와 관련해서는, Lone Star의 경우처럼 한국경제 내 외국자본의 경제적 역할에 대해서 격렬

한 논쟁이 있습니다. 이 모든 과제가 한 가지 질문으로 귀결되는데, 좋은 펀드란 무엇인가 하는 것입니다. 양질의 펀드는 국적에 관한 시비가 아닙니다. 주주에게 유리하도록 기업가치를 증가시키는 펀드라면, 그 펀드의 국적이 무엇인지는 그다지 중요한 일이 아닙니다. 펀드가 화성이나 금성에서 온 외계인이라 하더라도 대수로운 일이 아니며, 진정 문제가 되는 것은 가치창조 여부입니다. 세계화된 경제에서 이는 우리가 간직해야 할 중요한 시각 중 하나입니다.

두 번째의 시각은 대외적인 것입니다. 한국과 같은 소규모 개방국가에게 위험은 친구이지 적이 아닙니다. 한국의 경우 위험부담은 선택이 아니라 필수입니다. 계속 강조하지만 한국은 위험과 더불어 살아갈 수 있는 방법을 배워야 합니다. 다른 나라에서도 위험을 무릅써야 합니다. 한국은 사모펀드를 구축하여 타국 기업들을 인수하기 위해 해외시장으로 진출해야 합니다. 한국 정부는 차세대 성장동력으로써 10개 산업을 선정했습니다. 이번 발표를 통해 본인은 채택해야 할 또 다른 성장동력의 제기하고 싶습니다. 이는 다른 산업과는 달리 특정 종류의 산업이 아닙니다. 모든 기업을 표적으로 하는 M&A가 바로 그것입니다. 사모펀드는 기업인수를 목표로 합니다. 특히 해외시장과 관련하여 본인이 사모펀드에 계속 중점을 두는 이유는 이 때문입니다.

특별연설

윤 증 현
금융감독위원회 위원장

사공일 이사장님, Neiss 상임고문님, Horiguchi 수석부총재님, Chua 싱가포르 대사님 그리고 내외 귀빈 여러분, 우선 세계경제연구원(IGE)과 미국 국제금융연합회(IIF)가 내일 세미나를 공동으로 개최하게 된 것을 축하드립니다. 최근 한-미 자유무역협정(FTA)이 체결되었습니다. 이번 국제금융컨퍼런스는 FTA의 발전 방향을 살펴보는데 매우 중요한 지침이 될 것이므로 더 이상 시의 적절할 수 없다고 생각합니다. 아시다시피 세계화와 경제통합이 진행되고 있으며 어느 나라도 이러한 변화의 물결을 거슬릴 수 없습니다. 한국도 이와같은 추세에 적극 참여하여, 동북아시아의 금융허브를 추구하면서 경제적으로 도약하고자 합니다. 금융산업의 발전은 다자간 협력을 필요로 하기 때문에 한국은 이 분야의 선도적 주역들과의 협력을 모색하여야 하는 시점에 있습니다.

금융감독위원회(FSC)는 한국의 규제환경을 개선하고자 노력하고 있으며, 정보교환과 상호방문을 추진하기 위해서 여러 나라들과 양해각서를 체결하였습니다. 또한 현재의 규제제도에 대해서는 원점에서부터 검토하여 불합리한 규제를 혁파함으로써 규제환경이 개선되도록 할 것입니다. FSC는 한국 금융기업의 해외진출을 위해 최대한 노력을

할 것이며, 이러한 일을 진행시키는데 다른 나라의 규제부서와 협력을 모색할 것입니다. 한국의 FSC는 규범중심의 감독에서 원칙중심의 감독으로 나아갈 것입니다. 작년 5월 FSC와 IIF는 효과적이고 전략적인 금융감독의 건전성 규제를 구축하기 위한 회의를 가졌으며, 그 결과를 여러분은 곧 보게 될 것으로 믿습니다. 한국의 금융산업은 수익을 창출하기 위해서 영업활동을 확대하고 있습니다. 본인은 이것을 세계화의 첫 번째 국면이라고 말씀드리고 싶습니다. 그러나 신흥시장국가의 등장과 함께 새로운 파트너와 수익을 창출하고 증가시키도록 협조하여야 합니다. 본인은 이것이 세계화의 두 번째 국면이라고 말씀드립니다. 이렇게 하기 위해서, 그리고 성숙한 파트너가 되기 위해서는 우선 투자가 필요합니다. 이것은 금융회사의 경영에도 적용되는데, 단기적인 이윤의 추구보다는 사회적 책임을 고려해야 한다고 생각합니다.

부연한다면, 세계적인 금융회사로 진입하기 위해 한국의 금융회사는 많은 노력을 해야 합니다. 증권회사, 투자회사, 그리고 신탁회사도 종합적인 금융투자회사가 되기 위해서는 마찬가지입니다. 고령화에 따른 사회 및 국민 복지 요구에 부응하기 위해서 보험회사는 보다 많은 다양한 장기적인 금융상품 개발에 노력하여야 하며, 그리고 폭넓은 서비스의 제공을 통하여 총체적인 위험관리 기업이 되어야 합니다.

Fortune지 선정 500대 세계기업 가운데 57개 기업이 은행, 47개 기업이 보험회사, 5개 기업이 증권회사로서, 모두 111개 기업이 최대 집단인 금융산업을 구성하고 있다는 점을 말씀드립니다. 금융산업은 이 산업의 부가가치 및 안정성 등의 장점을 바탕으로 크게 평가를 받고 있어 국가경제의 전략적 및 동태적 엔진이 되고 있습니다. 특히 금융 개혁을 통해 경제운영을 향상시키는 나라들은 더욱 그러하며, 앞으로

금융산업의 상호경쟁이 가열될 것으로 보고 있습니다. 한국에서는 12개 기업이 Fortune지 선정 500대 기업집단에 포함되어 있는데, 영업규모로 보아 삼성생명과 국민은행 2개 기업만이 세계적 수준에 와 있다고 할 수 있습니다. 그러나 신한은행 등을 포함하여 다수의 금융기업들이 앞으로 500대 기업집단으로 승격할 수 있는 요건을 갖추고 있으며, 금융부문은 다른 산업과 비교하여 큰 성장잠재력을 가지고 있습니다. 그러므로 우리는 이것이 가능하도록 집중적인 노력을 하여야 합니다.

내일 개최될 국제금융컨퍼런스에서는 이러한 시대에 부합하는 요구와 임무에 대한 토론이 이루어질 것으로 알고 있습니다. 회의에서 제기되는 모든 훌륭한 의견과 견해가 정책으로 이어질 수 있는 유익한 기회라고 생각합니다. 현재 및 보다 나은 미래를 살펴보는 훌륭한 기회로써 이번 국제금융컨퍼런스를 마련한 IGE와 IIF에 대해, 본인은 다시 한 번 축하의 말씀을 드립니다.

특별연설

김 용 덕

청와대 경제보좌관

1. 서 언

신사숙녀 여러분 안녕하십니까.

이처럼 중요한 ‘세계화 시대의 한국 금융산업’ 컨퍼런스에 참석하게 되어 큰 영광입니다. 이 자리를 통해, 본 컨퍼런스가 개최될 수 있도록 애써 주신 세계경제연구원 사공일 이사장님과 미국 국제금융연합회 Yusuke Horiguchi 수석부총재님께 감사드립니다.

아시아 금융위기가 발발한지 벌써 10년이 지났습니다. 아시아 금융위기가 세계화와 대량의 외국자본 유입으로 인해 촉발되었다는 주장도 일부 있지만, 금융위기 중에도 한국의 세계화는 후퇴하지 않았습니다. 한국은 오히려 적극적으로 세계화를 수용하여, 금융위기 이후의 기간을 금융시장 구조조정에 할애하였습니다.

구조조정을 거치면서 한국은 외국 금융기관에게 시장을 개방하였고, 외국 금융기관들은 한국의 금융시스템을 선진화하는데 중요한 역할을 했습니다. 그러나 불행히도 한국의 금융기관들은 그렇지 못한 것이 사실입니다. 세계시장에서 한국 금융기관들의 성과는 국내시장에서 외

국 금융기관들이 이룬 성과에 비해 크게 나아보이지 않습니다.

세계경제의 급속한 통합 속에 한국은 성공적인 금융세계화를 통해 금융산업을 한국경제의 새로운 성장원동력으로 육성하고자 합니다. 노무현 대통령 또한 한국의 1인당 소득을 3만 달러로 제고하기 위해서는 금융산업의 역할이 중요함을 강조하였습니다. 오늘 본인은 한국의 금융세계화 현황과 이를 촉진시키기 위한 정책추진 구상에 대해 말씀드리고자 합니다.

2. 한국의 금융세계화 현황

<국내시장 개방>

금융위기 이후의 구조조정을 통해 한국은 어려움에 처해 있던 국내 금융기관들의 경영지배권에 대한 외국인직접투자를 적극 모색했습니다. 현재 한국의 금융시장은 훨씬 안정적이며 규모가 더욱 커졌고, 외국인 참여자들에게 보다 좋은 기업환경을 제공하고 있습니다. 그 결과 더욱 많은 외국 금융기관들이 한국 진출을 확대하기 위한 노력을 활발히 전개하고 있습니다.

주요 시중은행의 외국인 소유지분은 50%가 넘습니다. 그 외에도 외국 보험업계의 시장점유율 역시 증가추세에 있어서 외국인 참여자들이 생명보험시장의 약 20%를 점유하고 있습니다. 더욱이 국내 증권시장이 성장하면서 많은 외국 자산운용회사가 한국에서의 영업활동을 확대

하고 있습니다. 세계 최고의 자산운용회사 50개 중 12개 회사가 국내 시장에 진출하여, 지금 국내 총 펀드자산의 약 17%를 관리하고 있습니다.

<국내 금융기관의 세계화>

국내 금융기관의 금융 건전성과 수익성이 여타 선진국 수준으로 대폭 향상되었습니다. 예를 들면, 국내 시중은행의 BIS비율이 1997년에는 7.04%에 불과했는데 2006년에는 12.75% 수준으로 향상되어 미국이나 영국 수준과 비슷합니다. 한국 시중은행의 총자산수익율(ROA) 역시 1997년의 -0.93%에서 2006년에는 1.08%로 증가하였습니다. 이는 미국 시중은행보다 약간 낮지만 영국, 일본 및 여타 대다수 국가보다는 높은 수치입니다.

이처럼 강력한 기반을 가지고 현재 국내은행들은 해외확장을 추진하기 시작했습니다. 이러한 추세는 해외진출 한국기업의 증가와 신흥시장국들의 급속한 성장으로 인해 가열되고 있습니다. 그러나 해외 자산규모와 점포 수 면에서 볼 때, 국내 금융기관의 세계화 수준은 선진국에 비해 낮은 편입니다. 32조 달러에 이르는 해외자산은 국내은행 총자산의 2.7%에 불과합니다. 이러한 비율은 미국 시중은행 수치인 11.7%의 1/4에 지나지 않습니다. 게다가 국내은행들의 해외지점 비중은 단지 1.7%인데 비해 Citibank, HSBC, Deutsch Bank 같은 세계적 시장참여자들의 해외지점 비중은 70%이상입니다.

3. 세계화 추진을 위한 정책추진 구상

<한국 금융산업의 공정규범>

신사숙녀 여러분!

한국 금융시장은 이미 외국 금융기관들에게 완전히 개방되어 진입 장벽이 존재하지 않습니다. 이 때문에 한-미 FTA 협상기간 중에도 외국 금융기관의 진입문제 자체가 쟁점사항이 되지 못했던 것입니다. 따라서 한국 정부의 과제는 공정하고 편견 없는 ‘경기규칙’을 구축하여 유지하는 것입니다.

한국 정부는 이러한 규칙을 설정하기 위해서 계속 노력하고 있습니다. 그러나 일부 시장참여자들은 여전히 차별받고 있는 것으로 느끼는 것 같습니다. 하지만 본인은 외국금융기관에 대한 차별행위가 전혀 없다고 자신 있게 말할 수 있습니다. 일부에서 느끼는 차별은 사실 금융규제의 투명성이 취약한 때문인 것으로 여겨집니다.

이러한 상황을 해소하기 위해 정부는 금융규제를 합리화하고 투명성과 예측가능성을 개선하도록 노력하고 있습니다. 이를 통해 한국은 세계에서 가장 기업친화적인 환경을 가진 나라 중 하나가 되도록 할 것입니다. 이와 같은 노력과 함께 우리는 한국의 금융조직을 세계수준에 부합하도록 향상시키고자 애쓰고 있습니다. 한국 정부는 “자본시장과 금융투자업에 관한 법률”을 도입할 것이며, 바젤(Basel) II 협약과 함께 더욱 국제적인 회계수준을 채택할 것입니다.

<해외진출에 대한 지원>

과거 국내 금융기관들은 새로운 수익원을 해외에서 적극 모색하기 보다는 자체 영업활동을 국내시장에 국한시켰습니다. 최근 들어 이러한 태도에 어떤 변화가 감지되고 있으나, 세계적 시장참여자들에 비하면 아직도 미약합니다. 정부는 국내 금융기관의 세계화를 활발히 지원하고 있으며, 그렇게 함으로써 금융산업이 장차 ‘한국경제의 성장동력’으로 작동할 수 있게 되리라 여겨집니다.

정부는 해외진출이 보다 용이해질 수 있도록 금융 규제, 감독 및 행정절차의 합리화에 중점을 둘 것이며, 한국에서 기업하는 외국 금융기관과 한국 금융기관 간의 공동사업을 장려할 것입니다. 또한 정부는 한국 금융산업의 해외시장 진출을 지원하기 위해, 훌륭히 조직된 지원 체계는 물론 다양한 시장정보를 제공하는 정보체계를 구축할 것입니다.

그러나 가장 중요한 것은 한국 금융기관들이 세계시장 및 블루오션에서의 새로운 수익원 모색에 주목해야 할 때가 되었음을 깨닫는 것입니다. 이러한 인식을 염두에 두고, 한국 금융기관들은 금융전문가 육성 및 금융서비스 향상 등과 같은 해외시장 확대 전략을 적극 추진해야 할 것입니다.

4. 결 론

신사숙녀 여러분!

세계화는 국가경제의 과제이며 한국과 같은 소규모 개방경제를 위해 불가피한 전략입니다. 그러나 한국 금융기관은 특히 이러한 전략과 방향 설정에서 뒤쳐져 있는 것 같습니다. 한국의 금융기관들은 협소한 국내시장 참여자에 만족하여 국제적으로 인정받는 시장참여자로 성장하지 못했습니다.

저명한 경제학자인 Frederic Mishkin은 ‘The Next Great Globalization’이란 저서에서, 신흥시장국가가 다음 단계의 발전을 이루고 부유해지기 위해서는 성공적인 금융세계화와 선진화된 금융제도가 필요하다고 주장합니다. 그의 생각은 한국의 정책추진 구상에 매우 크게 반영되어 있습니다. 한국은 세계화를 계속 추진할 것이며, 한국의 금융산업이 세계화 속에서 생존하고 번창할 수 있는 방안을 모색할 것입니다.

감사합니다.

프로그램

2007. 6. 11. (월)

6:30 p.m. 리셉션 및 만찬 (은행회관 16층 뱅커스클럽)
환영사:
사 공 일 세계경제연구원 이사장
Yusuke Horiguch 미국 국제금융연합회(IIF) 수석부총재
축 사:
윤 중 현 금융감독위원회 위원장

2007. 6. 12. (화)

8:30-9:00 a.m. 등 록 (은행회관 2층 국제회의실)

〈오전 세션〉

사회 : 사 공 일

9:00-9:15 a.m. 개 회 사
신 상 훈 신한은행 은행장

9:15-9:45 a.m. 기조연설
David Eldon 前 HSBC 회장 / 두바이 국제금융센터 회장

9:45-10:15 a.m. 세계 경제 · 금융 전망
Global Economic and Financial Outlook
Yusuke Horiguchi

10:15-10:45 a.m. 휴 식

- 10:45-11:30 a.m. 세계 금융시장구조 변화추세
The Changing Landscape in Global Financial Markets
Hung Tran 국제통화기금(IMF)
- 11:30-12:30 p.m. 아시아 경제와 금융 : 현황과 도전
Economic and Financial Trends and Challenges in Asia
Hubert Neiss 前 IMF 아태국장
Deutsche Bank AG
Gregory Fager 미국 국제금융연합회
- 12:30-2:30 p.m. 오찬 (은행회관 16층 뱅커스클럽)
특별연설 :
김 용 덕 청와대 경제보좌관
- 〈오후 세션〉
사회 : **김 병 주** 서강대 명예교수
- 2:30-3:30 p.m. 급변하는 국제금융환경과 한국의 은행경영
Korean Banks: Operating in a Changing Environment
김 우 진 한국금융연구원
SeokHo Lee Fitch Ratings, Hong Kong
James Ahn McKinsey & Company, Hong Kong
- 3:30-4:00 p.m. 휴식
- 4:00-5:00 p.m. 한국금융이 당면한 주요과제
Key Current Issues in the Korean Financial Scene
김 형 태 한국증권연구원
이 장 영 금융감독원
Margaret Riley 미국 샌프란시스코 연방준비은행

부 록

《세계경제연구원 발간자료 목록》

1. Occasional Paper Series

00-01	한미관계: 현황 및 향후 전망	Stephen W. Bosworth
00-02	글로벌 뉴 이코노미: 도전과 한국의 활로	양 수 길
00-03	금융감독의 세계적 조류	이 용 근
00-04	성장하는 아시아와 침체 속의 일본	Kenneth S. Courtis
00-05	세계금융체제의 미래와 우리의 대응	Morris Goldstein
00-06	시애틀 이후의 WTO와 한·미 FTA 전망	Jeffrey Schott / 최인범
00-07	다자간 국제경제기구의 미래와 전망	Anne O. Krueger
00-08	남북한 관계: 현황과 전망	Marcus Noland
00-09	Knowledge 시대의 외국인 직접투자 유치	Andrew Fraser
00-10	미국 新행정부 및 의회의 대외·경제 정책방향	C. Fred Bergsten
01-01	2001년 미국, 일본경제와 아시아	Kenneth S. Courtis
01-02	부시행정부의 對韓경제정책과 한국의 대응	Marcus Noland
01-03	3C를 극복하자	Jeffrey D. Jones
01-04	하이테크와 비즈니스, 그리고 세계경제	John Naisbitt
01-05	한국과 IMF	Stanley Fischer
01-06	한국경제의 향후 10년	Dominic Barton
01-07	세계 달러본위제도와 동아시아 환율딜레마	Ronald McKinnon
01-08	新국제질서 속의 유럽과 한국	Pierre Jacquet
02-01	금융위기 再發, 어떻게 막나: 칠레의 경험을 중심으로	Carlos Massad
02-02	세계경제의 기회와 위험	Martin Wolf
02-03	미·일 경제현황과 한국의 대응	Marcus Noland

02-04	미국경제와 세계경제: 회복가능성과 위험	Allen Sinai
02-05	세계화: 혜택의 원동력	The Rt. Hon. Patricia Hewitt MP
02-06	9·11 테러사태 이후의 세계질서: 문명의 충돌인가?	Francis Fukuyama
02-07	아시아지역의 통화·금융 협력	Barry Eichengreen
02-08	세계경제, 회복되나?	Kenneth S. Courtis
02-09	미국 경제와 달러의 장래	Marcus Noland
02-10	도하라운드: 문제점과 전망	Jagdish Bhagwati
02-11	2003 한국경제와 세계경제 전망	Paul F. Gruenwald
02-12	미국경제 현황과 세계경제의 앞날	John B. Taylor
02-13	9·11사태와 미국의 한반도 정책	Thomas C. Hubbard
02-14	미국 경제, 달러 및 대외통상정책 방향	C. Fred Bergsten
02-15	미국의 IT산업 관련 정책과 한국	Peter F. Cowhey
03-01	이라크전 이후의 미국경제와 세계경제	Allen Sinai
03-02	OECD가 본 한국경제	Donald Johnston
03-03	아·태 지역에서의 미국의 새 역할	Charles Morrison
03-04	세계경제 전망과 부시행정부의 경기부양책	Phil Gramm
03-05	침체된 독일·유럽 경제가 주는 정책적 교훈과 시	Hans Tietmeyer
03-06	동아시아 금융협력과 한국	Eisuke Sakakibara
04-01	2004 미국경제와 세계경제 전망	Allen Sinai
04-02	김정일 이후의 한반도	Marcus Noland
04-03	미국 대통령선거와 韓·美·日관계	Hugh T. Potrick / Gerald Curtis
04-04	중국경제의 부상과 동북아 지역경제	Dominic Barton
05-01	대통령선거 이후의 미국 통상정책, 어떻게 되나?	Peter F. Cowhey
05-02	아시아 경제·무역환경, 어떻게 전개되나	Dominic Barton
05-03	2기 부시행정부의 경제정책과 세계경제 및 시장 전망	Allen Sinai
05-04	일본의 시각에서 본 한국경제의 활로	Fukagawa Yukiko
05-05	국제신용평가기관이 보는 한국	Thomas Byrne

05-06	세계 속의 한국경제: 역할과 전망	Anne O. Krueger
05-07	중국과 인도가 세계경제에 미치는 영향	Wendy Dobson
05-08	동아시아와 아·태지역 경제통합	Robert Scollay
06-01	고유가와 세계경제의 앞날	Philip K. Verleger
06-02	2006년 미국경제/세계경제와 금융시장 전망	Allen Sinai
06-03	한-미 FTA : 지속성장의 활로	Alexander Vershbow
06-04	일본의 대외경제정책과 한-일 FTA	Oshima Shotaro
06-05	일본 경제회생과 한국경제	Fukagawa Yukiko
06-06	세계 M\$A시장 현황과 전망 : 우리의 대응	Robert F. Bruner
07-01	한-미관계 : 새로운 동반자 시대를 지향하며	Edwin J. Feulner
07-02	통일 이후 독일 경제침체의 교훈	Juergen B. Donges
07-03	2007년 세계경제와 금융시장의 지각변동	Allen Sinai
07-04	급변하는 세계 경제환경, 어떻게 대처해야 하나	Angel Gurria
07-05	동아시아 FTA 가능한가? : 중국의 시각	Zhang Yunling
07-06	구조적 변화 맞고 있는 세계석유시장과 한국	Fereidun Fesharaki
07-07	변모하는 세계경제와 한국	Anne O. Krueger
07-08	되살아나는 일본경제 : 전망과 과제	Fukagawa Yukiko
07-09	디지털 네트워크 경제와 글로벌 기업 전략	Ben Verwaayen
07-10	한-미 FTA : 미국의 시각	Jeffrey Schott
07-11	한-미 FTA와 한국경제의 미래	Barry Eichengreen

2. 세계경제지평

94-01	유목적 세계의 도전	Jacques Attali
94-02	세계주의와 지역주의 混在	이 영 선
94-03	기회와 위협으로서의 中國	김 완 순
94-04	21세기 준비 어떻게 할 것인가	Paul Kennedy
94-05	화폐의 종말/자본주의 이후의 사회	홍기택 / 주한광
94-06	UR이후 아·태 경제협력의 과제	유 재 원

94-07	환경과 무역	나성린 / 김승진
94-08	円高에 따른 일본의 산업구조조정과 한국경제의 대응	이 중 윤
94-09	세계경제환경 변화와 우리의 선택	사공 일
94-10	개방화에 따른 기업정책의 방향	김 종 석
95-01	한국경제의 위상에 걸맞는 국제적 역할: 도전과 기회	사공 일
95-02	기업의 세계화와 경쟁규범	김 완 순
95-03	무엇이 세계화인가	김 병 주
95-04	한국과 미국: 2000년의 세계경제	James Laney
95-05	세계경제는 좌초할 것인가	김 적 교
95-06	엔화강세 지속가능성과 우리의 대응	박 진 근
95-07	세계화와 한국경제: 호황인가 거품인가	구 본 호
95-08	확산되는 특혜무역협정과 정책과제	남 중 현
95-09	역사인식과 한·일관계	홍 원 탁
95-10	일본산업의 네트워크 구조와 그 효율성	이 중 윤
95-11	국제경쟁력의 갈등	이 재 응
95-12	해방후 우리 경제 반세기의 회고와 전망	김 광 석
96-01	국내 선물시장의 구상과 전망	이 선
96-02	중소기업시대 열릴 것인가	유 동 길
96-03	단체교섭제도 有感	배 무 기
96-04	세계화와 기업의 변신	지 청
96-05	우리나라 금융시장개방의 추진방향	박 영 철
96-06	다변주의 對 지역주의, 兩立은 가능한가?	김 세 원
96-07	派生金融商品의 위험과 효용	민 상 기
96-08	최근 경제위기감의 실체와 대응방향	김 광 석
96-09	경제발전, 제도개혁, 경쟁질서의 확립	이 성 섭
96-10	轉機를 맞이한 정부의 기능	김 병 주
96-11	WTO의 새로운 협상의제	김 완 순

97-01	노동법개정 難局의 해법: 교섭창구 단일화를 前提한 複數勞組 허용	김 수 곤
97-02	감속성장, 왜 바람직한가	김 적 교
97-03	韓寶사태의 敎訓	이 재 응
97-04	세계화시대의 경제운영	남 덕 우
97-05	기업성장의 虛實: 韓寶事態에서 얻는 敎訓	지 청
97-06	북한의 식량난과 집단농장체제	문 팔 용
97-07	한국의 금융개혁	윤 계 섭
97-08	高齡化 社會의 도래와 財政危機	박 종 기
97-09	外換危機의 일반모형을 감안한 우리의 대응방향	박 진 근
97-10	벤처기업시대를 열어가려면	유 동 길
98-01	한국의 經濟奇蹟은 끝날 것인가?	남 중 현
98-02	파라다임의 대전환없이는 위기 극복이 불가능하다	송 대 희
98-03	기업구조조정과 바람직한 은행-기업관계	남 상 우
98-04	새로운 기업지배구조의 모색과 사외이사의 역할	이 영 기
98-05	고투자-고저축 고리의 단절을 위한 제언	이 영 탁
99-01	연금개혁의 전망과 과제	박 종 기
99-02	지하철파업과 다시 보는 노조전임자 문제	김 수 곤
99-03	금융구조조정과 중소기업금융	박 준 경
99-04	21세기를 향한 환경정책과제	김 중 기
99-05	소득분배 문제의 실상과 대응방향	김 광 석
00-01	2000년 경제전망 및 향후 과제	김 준 경
00-02	세계금융체제에 관한 논의, 어떻게 되고 있나	사공 일
00-03	아시아 금융위기와 한국경제의 미래	사공 일
00-04	高비용 低능률 구조의 부활	이 중 윤
00-05	아시아 경제회복, 지속될 것인가?	사공 일
00-06	국제경제환경과 한국경제	조 윤 제

00-07	기업경영 감시를 위한 기관투자자의 역할	이 재 응
00-08	미국의 구조조정 경험과 교훈	이 영 세
01-01	한국산업의 경쟁력 위기와 향후 진로	김 도 훈
01-02	주 5일 근무제 도입 신중해야	박 영 범

3. 연구보고서 (세계경제 시리즈)

94-01	UR 이후 아·태경제협력의 과제와 한국의 선택	유 재 원
94-02	환경-무역관계가 한국 무역에 미치는 영향	김승진 / 나성린
94-03	円高에 따른 일본의 산업구조조정과 한국경제의 대응	이 중 윤
94-04	개방화에 따른 기업정책의 방향	김 중 석
95-01	국내 외국인직접투자 현황과 정책대응	주한광 / 김승진
95-02	비즈니스 리엔지니어링 기업: 한·일 기업의 수영가능성 비교	이 재 규
95-03	WTO 체제와 우리의 대응	김 지 흥
96-01	국내선물시장에 대한 구상과 전망	이 선
96-02	일본산업의 네트워크구조와 그 효율성	이 중 윤
97-01	루마니아의 경제현황과 주요개혁과제	김광석 / 김병주 / 고일동
98-01	우리경제의 成長要因과 成長潛在力 展望	김 광 석
98-02	한국과 ASEAN諸國間 무역구조의 변화추이와 대응방향	김 승 진
98-03	The Global Trading System: Challenges Ahead Wan-Soon Kim / Nakgyoon Choi	
98-04	정보화의 세계적 추세와 우리의 대응방안	박 중 국
00-01	Financial Crisis and Industry Policy in Korea Young Sae Lee / YoungSeung Jung	
01-01	한국에서의 기술이전과 정보의 역할	이 영 세
01-02	우리나라의 산업·무역정책 전개과정	김 광 석

4. 초청강연자료 (특별강연 시리즈)

94-01	21세기 준비 어떻게 할 것인가	Paul Kennedy
94-02	미국과 일본간의 기술경쟁과 한국에 미친 영향	Ronald Morse
94-03	일본경제, 무엇이 문제인가	Toyoo Gyohten
94-04	미국경제와 세계경제: 현황과 전망	Allen Sinai
94-05	국제환율제도 이대로 좋은가	John Williamson
94-06	The Promises of the WTO for the Trading Community	Arther Dunkel
95-01	멕시코 폐소화 위기와 세계금융시장 동향	Charles Dallara
95-02	세계경제 동향과 미국경제 전망	Allen Sinai
95-03	새로운 게임, 새로운 규칙과 새로운 전략	Lester Thurow
95-04	미국-북한관계 전망	Robert Scalapino
95-05	미국의 동아시아정책과 한반도	James Baker III
95-06	미·일 무역마찰과 한국	Anne Krueger
95-07	동북아경제권 개발 전망-일본의 시각	Hisao Kanamori
96-01	Prospects of Global Economy in 1996	Allen Sinai
96-02	유럽연합(EU)의 앞날과 세계경제	Örström Möller
96-03	세계경제와 OECD의 역할	Donald Johnston
96-04	동아시아 경제성장의 정치적 배경과 영향	Francis Fukuyama
96-05	국제사회에서의 한국의 새 역할	A.W. Clausen
97-01	다국적기업과 동아시아 경제통합	Wendy Dobson
97-02	아·태 지역에 대한 미국의 안보정책	William J. Perry
97-03	뉴질랜드의 공공부문 개혁	Donald K. Humn
98-01	범 세계적 기업과 다자간 투자협정	Edward M. Graham
98-02	변화속의 안정: 새로운 한·미 관계의 모색	W. Anthony Lake
98-03	한국: 동북아의 새로운 협력중심으로	Donald P. Gregg
98-04	경제적 측면에서 본 독일 통일의 교훈	Juergen B. Donges
98-05	세계화와 종족화-20세기 말의 딜레마	Guy Sorman

99-01	북한의 정치·경제상황과 동북아 안보	Marcus Noland
99-02	엔-달러 환율과 국제금융시장	Kenneth S. Courtis
99-03	한국과 아시아 경제: 전망과 정책대응	Donald Johnston / Hubert Neiss
99-04	미국과 일본 경제의 비교 평가	Hugh T. Patrick
99-05	세계경제: 도전과 전망	Rudiger Dornbusch
00-01	금융세계화, 어떻게 대처하나	James P. Rooney
00-02	2000년 국제금융 및 신흥시장 전망	Charles Dallara / Robert Hormats

5. 전문가 진단

- 한국 FTA 정책의 虛와 實 남종현
- A Foreign Businessman's Observations on the Korean Economy & Other Things William Oberlin
- 세계속의 한국경제 : 과제와 전망 사공 일 編

6. 기타 보고서

- The Global Economy and Korea 사공 일 編
- The Multilateral Trading and Financial System 사공 일 編
- Major Issues for the Global Trade and Financial System 사공 일 編
- 탈냉전시대 韓美 정치·경제협력관계 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
- 새로운 韓美 협력체제의 모색 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
- 세계화시대의 英美관계 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
- 한반도 통일 및 韓美 관계의 현황과 과제 사공 일 編
- International Next Generation Leaders' Foun(I) 세계경제연구원 編
- International Next Generation Leaders' Foun(Ⅱ) 세계경제연구원 編
- International Next Generation Leaders' Foun(Ⅲ) 세계경제연구원 編
- International Next Generation Leaders' Foun(Ⅳ) 세계경제연구원 編
- 세계반도체산업의 발전전망과 한국의 대응전략 세계경제연구원 編
- 한국의 금융개혁 세계경제연구원 編

• 2006 IGE/삼성전자 GLOBAL BUSINESS FORUM

Richard N. Cooper / George Scalise

• 아시아 경제통합과 세계 속의 한국경제

Eisuke Sakakibara / Charles Dallara

• 2007 IGE/삼성전자 Global Business Forum Guy Sorman / Tarun Das

• Globalization and Korean Financial Sector (세계화 시대의 한국 금융산업)

세계경제연구원 編

**Globalization and Korean
Financial Sector
(세계화 시대의 한국 금융산업)**

2008年 1月 15日 印刷

2008年 1月 15日 發行

發行人 司空 壹

發 行 세 계 경 제 연 구 원

서울시 강남구 삼성동 159

무역센터 2505호

印 刷 오롬시스템(주) 2273-7011

ISBN 978-89-86828-58-0

정가 15,000원

세계경제연구원 후원회 가입안내

- 후원회원의 종류

- 법인 회원
- 개인 회원

- 법인 회원에 대한 서비스

- 연구원 주최 행사에 우선 초청
- 연구원 주최 행사에 5인까지 무료 참가 가능
- 연구원이 발간하는 모든 간행물 무료 제공
- 법인 회원을 위한 특별 세미나 및 간담회 개최

- 개인 회원에 대한 서비스

- 연구원 주최 행사에 초청
- 행사 참가비 할인
- 연구원이 발간하는 일부 간행물 무료 제공

- 후원회비는 관련세법에 따라 세금공제 가능

- 회원 가입 문의

- 주소: 서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505
세계경제연구원
- 전화번호: 551-3334~7(전화) 551-3339(팩스)
- E-mail: igenet@igenet.com
- <http://www.igenet.com>



어떤 일을 하시는

어떤 라이프스타일을 가지셨든

고객님은 능력있는 은행을 만나야합니다

고객님 한 분 한 분이 모두 다르듯 은행에 대해 원하시는 것도 모두 다릅니다
12,000명 전문가의 다양한 능력이 오직 고객님을 위해 움직이는 신한은행!
이제 가까운 신한은행에서 고객님을 위한 신한의 힘을 만나보십시오



신한의 힘을 믿으세요

대한민국 금융의 지부심

THE Bank  신한은행

 세계경제연구원
Institute for Global Economics

서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505호

전화 : 551-3334/7, FAX : 551-3339

E-mail : igenet@igenet.com

(Website)http://www.igenet.com



9 788986 828580

ISBN 978-89-86828-58-0

정가 15,000원