

# **Sovereign Wealth Funds: Perceptions and Realities\***

*Robert C. Pozen*

Thank you for that lovely introduction. Sovereign wealth funds are definitely in the news. We have read story after story in the papers that sovereign wealth funds have recapitalized a number of American and European financial institutions. These include UBS and Merrill Lynch where the Korean sovereign wealth fund helped buy some securities to help recapitalize Merrill Lynch.

It is surprising, given all the capital that has flowed from these funds to U.S. financial institutions, how much criticism there has been of sovereign wealth funds. And this criticism has not only come from American policy makers but also from Europe. We hear almost every week a new reform proposal – critics want to make sovereign wealth funds abide by a code of practice or require that they make more disclosures.

So I will start off by reviewing some of the opinion and survey data we've seen concerning the perceptions of sovereign wealth funds, particularly in the U.S. I will then analyze what I consider to

---

\* Transcription of a speech given at the IGE/Prudential Lecture on International Finance on Tuesday, March 25, 2008

be the realities of sovereign wealth funds, broken down into five main areas: the source and size of sovereign wealth funds; their projected impact on the capital markets; concerns about their intruding into security and political matters; concerns about their impact on trading and market stability; and lastly, issues of protectionism and reciprocity.

So let me begin with a recent survey that was done among Americans. Now one of the incredible findings from this survey is that Americans know very little about sovereign wealth funds. In this survey only 6% of the respondents said that they had seen or heard anything recently about sovereign wealth funds. Yet they have strong negative feelings against sovereign wealth funds, even though they admit to knowing very little about them. Seventy-two percent of respondents say that sovereign wealth funds don't reveal enough about where and how they are investing. Sixty-eight percent say that when sovereign wealth funds buy shares in U.S. companies, this gives them too much power. And 67% say that sovereign wealth funds pose a risk to western countries' national security.(Figure 1)

We hear this same sentiment in Germany. Ms. Merkel said that "state-owned funds have political-strategic aims that could be problematic in sensitive areas." She added, "This is a new phenomenon that we must tackle with some urgency." Similarly, Mr. Sarkozy proclaimed: "There is no question of France remaining unable to react and to face the rise of power of extremely aggressive sovereign wealth funds. France must protect the companies and give them the means to develop and defend themselves."

〈Figure 1〉

**Public Opinion on SWFs**

Please rate how much you agree or disagree with each of the following statements:

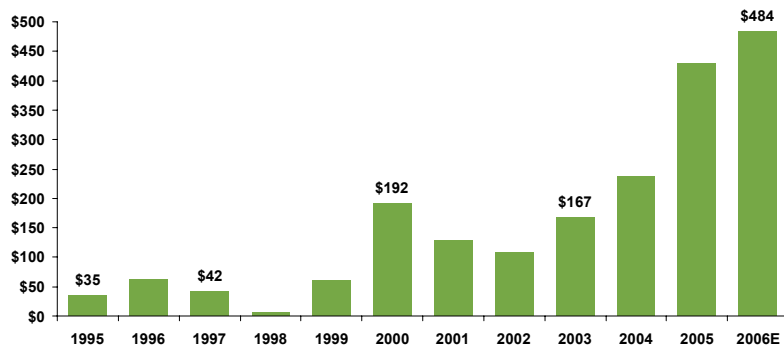
	Agree	Disagree	Net Agree
Foreign governments currently own or control large amounts of debt owed by our government, and letting them also buy stakes in U.S. companies gives them even more leverage over America's financial security.	72	12	+60
Foreign governments don't reveal enough about where they are investing their money or the size of stakes they have in U.S. companies.	72	11	+61
Allowing foreign governments to buy shares in U.S. companies gives them too much power in our marketplace.	68	21	+47
Allowing foreign governments to buy stakes in U.S. companies could compromise our national security.	67	20	+47

Source: Public Strategies, Wall Street Journal, 2/21/08.

〈Figure 2〉

**Oil Producers****Net Capital Outflows from Oil-Producing Countries with Petrodollar Assets**

(\$ Billions)

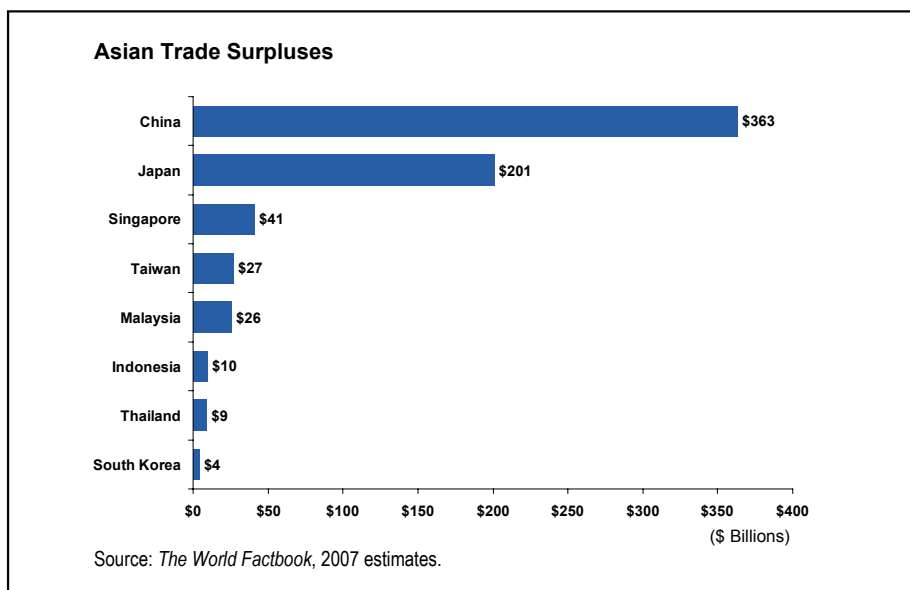


Source: McKinsey Global Institute, 2007; *New York Times*.

Turning from perception to reality, the first thing we should know is that sovereign wealth funds have been around for twenty or thirty years. And most of them were begun by countries, at the urging of the IMF, in order to diversify and stabilize the flow of oil revenues. In fact two-thirds of all sovereign wealth funds derive most of their money from oil. Between 2000 and 2006, the net capital outflows from these oil-producing countries totaled \$1.7 trillion.(Figure 2) This is much larger than the amounts in prior years. Obviously, this sharp increase has a lot to do with the price of oil going over \$100 a barrel. This is one of the key factors driving the growth in sovereign wealth funds.

The second factor driving the growth of sovereign wealth funds, and more relevant to Korea, is the large trade surpluses which have

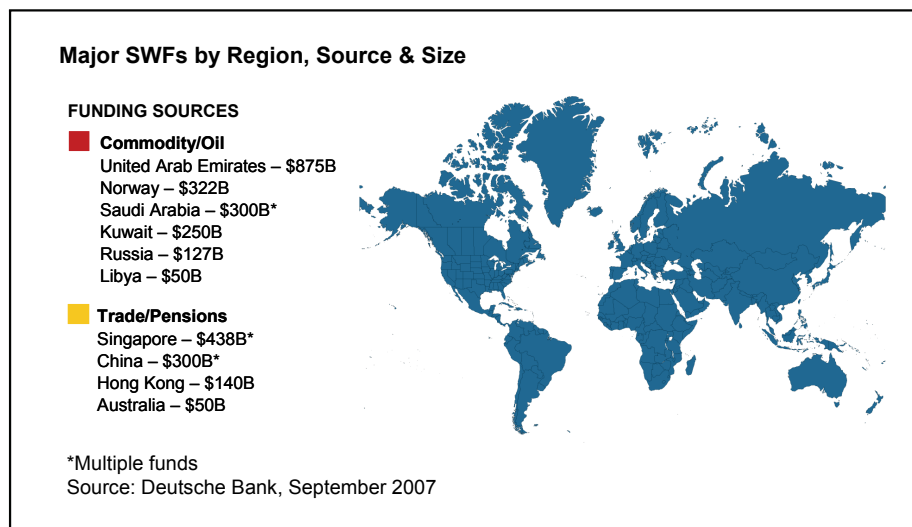
〈Figure 3〉



been accruing mainly in the Asian countries. In the statistics on trade surpluses for 2007(Figure 3), China leads the way, with Japan next and other countries in Asia showing significant surpluses. These countries have allocated some of these trade surpluses to start up sovereign wealth funds. In China's case, which has the largest reserves of \$1.4 trillion, it transferred \$200 billion U.S. dollars to its sovereign wealth fund and it already has a social security fund investing in stocks and bonds. Korea, as is well known in this room, established a sovereign wealth fund in 2005 and funded it with \$20 billion U.S. dollars. At this time, Korea has foreign reserves of \$247 billion U.S. dollars.

There is also a third source for sovereign wealth funds: countries channeling retirement contributions into these funds. These countries include Canada, New Zealand and Singapore.

〈Figure 4〉



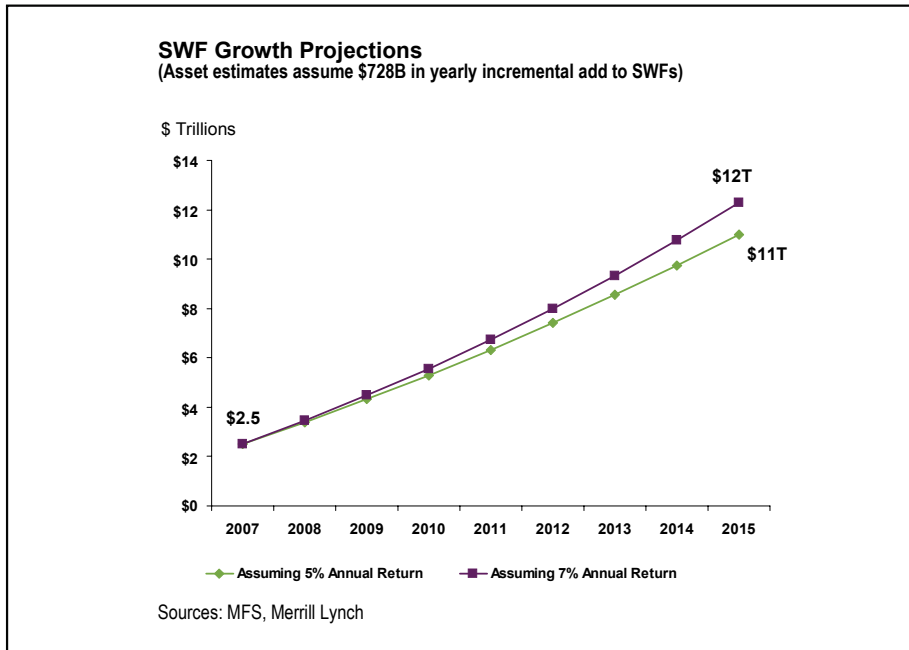
So we have three basic sources of sovereign wealth funds. The largest are the commodity funds, led by the UAE followed by Norway, Saudi Arabia, Kuwait, Russia and Libya. The other category includes both the trade surplus and pension funds: the largest being Singapore with two funds and China with two funds, followed by Hong Kong and Australia. In total, the assets of sovereign wealth funds at the end of 2007 were at least \$2.5 trillion.(Figure 4)

At this time, the U.S. and Europe are experiencing a financial crisis and much of the capital to help their financial institutions is coming from the sovereign wealth funds in the emerging markets. In general, industrialized countries export capital to emerging markets, but here the emerging markets (with the exception of Norway) are producers of oil and they are the surplus countries. So these investments have been very positive for these Western financial institutions. Yet it is these recapitalizations of Western banks and brokers – over \$100 billion in the past year – that have intensified the debate about sovereign wealth funds.

Having reviewed what we know so far about sovereign wealth funds, let us now delve into the second and more difficult set of questions on what we can project in terms of the growth of sovereign wealth funds and their possible impact on capital markets.

I will say by way of preface, especially for those of you who are professors of economics, that we are looking at first order effects because we cannot accurately predict second order effects. Nevertheless, it will be helpful to get a sense of the direction and magnitude of

〈Figure 5〉



possible growth. Here I am starting at \$2.5 trillion U.S. dollars as the total assets of sovereign wealth funds, and I am making the assumption that as in 2007, there will be roughly \$728 billion of new reserves added to the global system.(Figure 5)

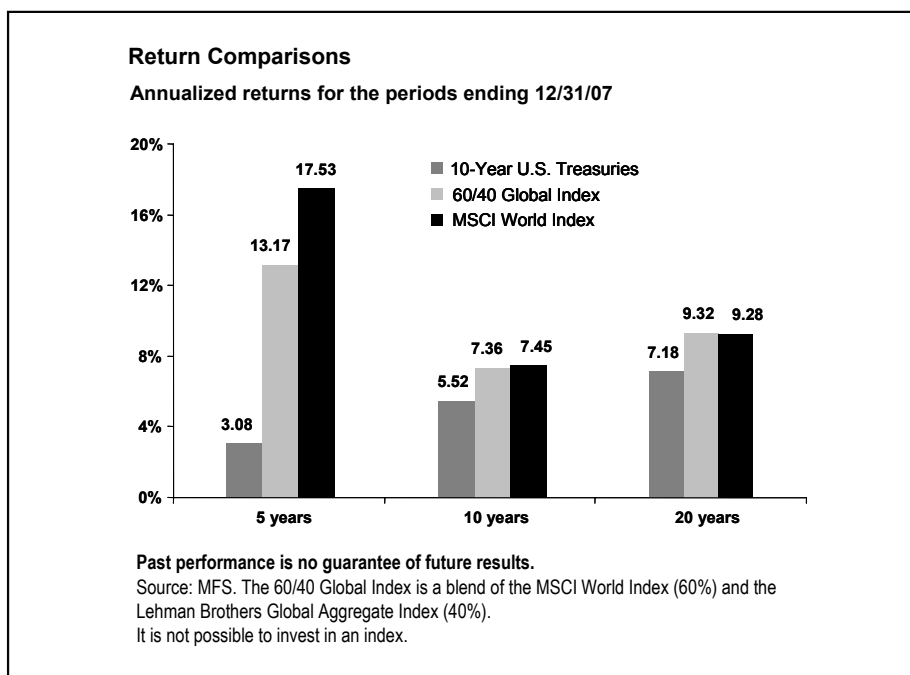
In my view, every country with a sovereign wealth fund, whether it be an oil producer or a trade surplus country, is already over-reserved. That is, they over-reacted to the Asia financial crisis by building up more reserves than they need to defend their currency. While I am not assuming that any country is going to take its existing reserves and transfer them to sovereign wealth funds, I am assuming that because these countries are already over-reserved, all new in-

cremental reserves will be transferred to sovereign wealth funds.

Thus, we start at \$2.5 trillion and we add \$728 billion in reserves every year until the end of 2015, and we assume a modest return of 5% or 7% a year, so we get to \$11 or \$12 trillion by the year 2015. My calculations are consistent with those that have been done by other economists, though everyone has their own methodology. So I think it is a reasonable estimate that these funds will have roughly \$11 trillion in 2015.

The monies now in sovereign wealth funds were previously held in central bank reserves and invested mainly in U.S. Treasuries –

〈Figure 6〉



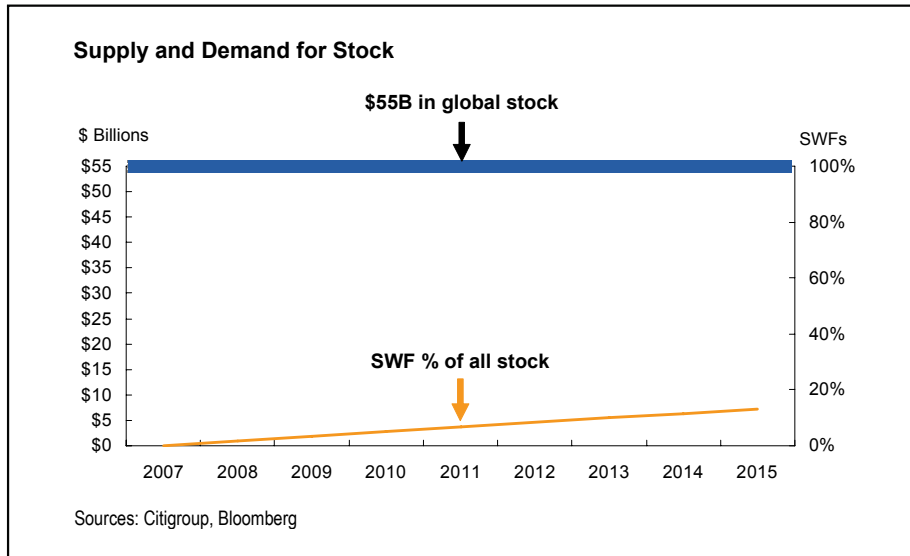


which over the last five years have returned roughly 3% per year. Meanwhile, the returns of a global stock index over the same period were 17% per year and the returns of a 60-40 portfolio of global stocks and bonds were 13% per year.(Figure 6) Thus, governments are trying to obtain a better return on this huge buildup of reserves, especially when they exceed the amount needed to defend their national currency. Of course, the U.S. Treasury portfolio would be less volatile from year to year than a stock or balanced fund, but that does not really make a big difference here because these sovereign wealth funds are investing over a time horizon of twenty to thirty years.

I will suggest that a model portfolio for a sovereign wealth fund might look like this: 50% in stocks (other than emerging stocks), 20% in bonds (other than emerging market bonds), 6% in emerging markets stocks and bonds, 6% in alternative investments, 6% in commodities and 12% in real estate. That is the sort of portfolio that we see in the sovereign wealth funds where we know what their asset allocations are.

What are the implications of that model portfolio for the capital markets? If we say sovereign wealth funds are going to have \$11 trillion in 2015 and 50% will be in stocks, that is about \$5.5 trillion in stocks (other than emerging market stocks). The total market capitalization of all publicly traded global stocks is currently somewhere between \$50 and 60 trillion so I am using \$55 trillion as a midpoint. (Figure 7) Will the stock market keep growing between now and 2015, or will it be contracting or staying the same? In fact, the stock market has been contracting over the last 5 years. It has been con-

〈Figure 7〉

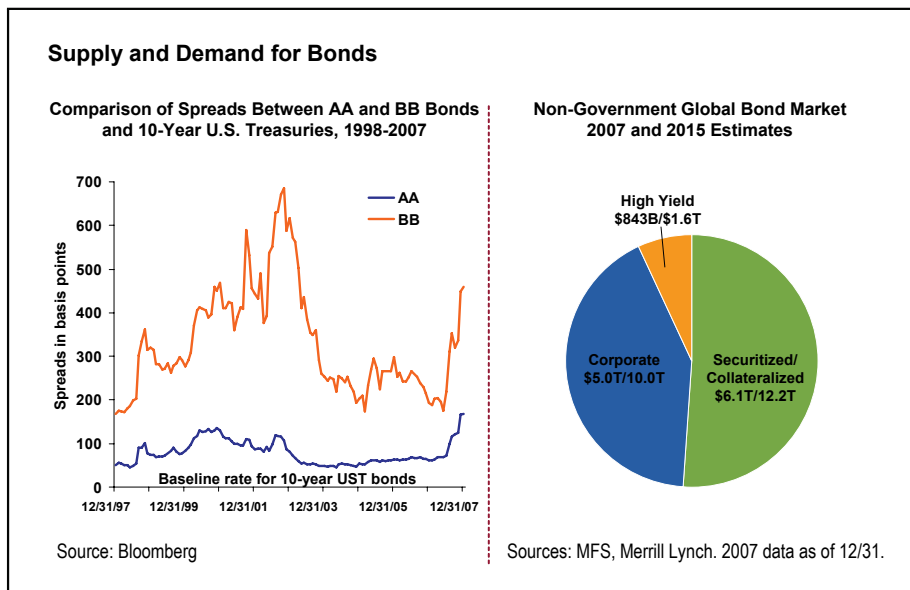


tracting because of a combination of mergers, buybacks and going private transactions that have offset IPOs. Therefore, I am assuming that the size of the global stock market will remain flat until 2015. As a result, sovereign wealth funds will hold roughly 10% of the global stock market in that year. Is that a good thing or a bad thing? One possible hypothesis is this: if you look at the demographics of the industrial world, its citizens are getting older and the population is moving away from stocks into more bonds. So it can be argued that this influx of stock investments from sovereign wealth funds is coming just in time – just as the Baby Boom generation in the U.S. and Europe starts to retire around 2011.

Turning to bonds, returns for AA bonds and for high-yield bonds are significantly higher than the yields on U.S. Treasuries. We can

predict that as monies flow to sovereign wealth funds, they will not invest in U.S. Treasuries but into diversified portfolios of higher yielding bonds. So I am estimating that 20% of sovereign wealth funds will be allocated to non-government, non-emerging market bonds – or about \$2.2 trillion in 2015. Then I have to make some assumptions about where the bond markets will be in 2015, so I looked at their growth over the last eight years. All these bond markets have roughly doubled in the last eight years. If we assume they will double again by 2015, we get the amounts shown in the graph. Under all those assumptions, we can estimate that sovereign wealth funds in 2015 will have roughly 10% of the corporate bond market, 9% of the securitized bond market and 7% of the high-yield bond market.(Figure 8)

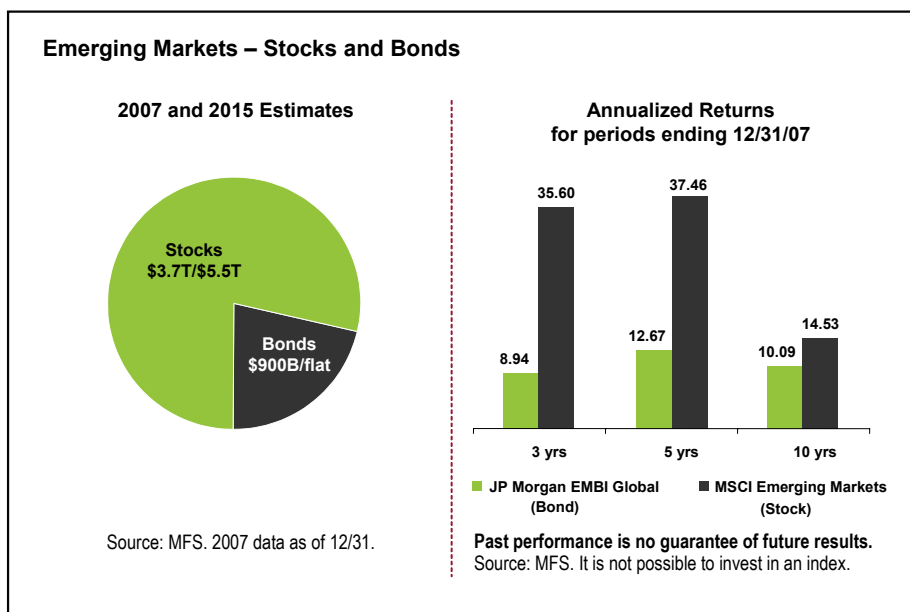
〈Figure 8〉



I have kept emerging markets stocks and bonds in a separate category. This is an area where most American and European pension managers have been very shy so we see only somewhere in the area of 3% of pension assets invested in emerging market securities. However, if you were mainly in emerging markets stocks over the last 3, 5, or 10 years, you would have been an investment genius. And the returns from emerging market bonds were also excellent during these periods.

Sovereign wealth funds are likely to have a total of 6% in emerging market securities rather than 3% because many of these funds are located in emerging markets – so they are comfortable with emerging markets securities. If we assume that 5% of sovereign wealth funds’

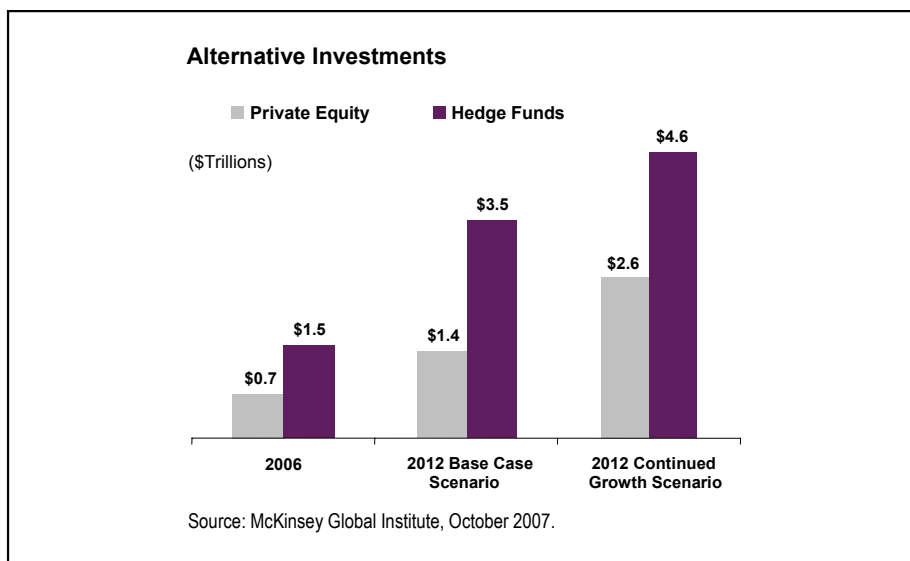
〈Figure 9〉



assets will be invested in emerging markets stocks, that comes to about 10% of that stock market in 2015. If we assume that 1% of these funds will be invested in emerging markets bonds, which is a much smaller universe than emerging markets stocks, that would be about 12% of that bond market in 2015.(Figure 9)

Another area is alternative investments such as hedge funds and private equity funds. We know that alternative investments have been favored by various sovereign wealth funds – they seem to like to invest in them, and they feel comfortable with them. Looking at growth statistics, sovereign wealth funds in 2012 will be about \$7.7 trillion in size. The graph shows the growth estimates for hedge funds and private equity funds by 2012. If we make the assumption that 6% of sovereign wealth fund assets will be invested in hedge funds, that is

〈Figure 10〉

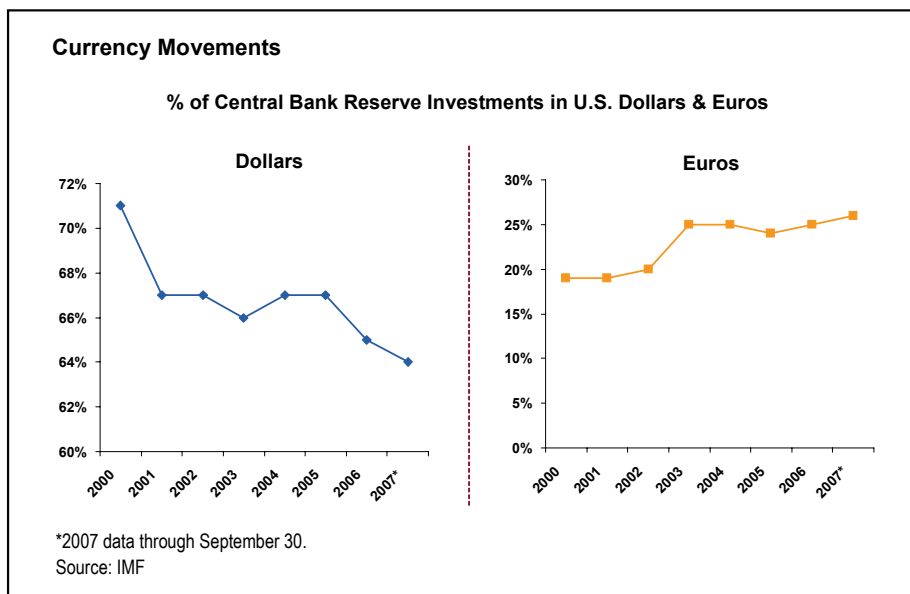


\$450 billion, and that will be a little over 10% of the hedge fund universe in 2012. If we assume that 3% of sovereign wealth fund assets will be invested in private equity funds, again that would be about 10% of the private equity universe in 2012.(Figure 10)

Once again, I do want to stress that with all of these projections, these are first order estimates only. Once prices adjust, there will be a second order effect – but it is virtually impossible at this point to predict second order effect trends with any accuracy.

The last aspect of this set of projections is currency movements. Here, it is likely that currency implications will be negative for the U.S. dollar as a result of the growth of sovereign wealth funds. We can see from the chart that, over the last seven years, the composition

〈Figure 11〉



of central bank reserves has moved substantially against the U.S. dollar in favor of euros.(Figure 11) And we would predict that, given the very high percentage of central bank reserves that are in U.S. dollars, the sovereign wealth funds would tend to invest in a more diversified basket of currencies. But there are two important caveats. One is that many countries, including Korea, want to keep the U.S. dollar strong and keep their currency relatively weak to promote their exports to the U.S. Therefore, we may find certain countries increasing their dollar reserves in order to strengthen the U.S. dollar against their local currency for trade reasons.

Second, as we all know, oil is now denominated in dollars. But we had the first non-dollar contract coming out of Venezuela, not surprisingly, where an oil contract was denominated in Euros. So this is another factor, which can have a huge effect on currency movements. If oil producers move out of U.S. dollar contracts to more contracts denominated in a basket of currencies, this would be adverse for the dollar.

In summary, it is reasonable to project that if sovereign wealth funds grow to \$11 trillion by 2015, they are likely to hold between 7% and 12% in many asset categories. The question is, what does that mean? Let's put this in perspective. Right now, pension funds and mutual funds hold roughly \$18 trillion each in assets, so by 2015 they could each easily hold \$30 trillion. Under these projections, sovereign wealth funds will only be one-third the size of those two types of financial intermediaries, but sovereign wealth funds would be more concentrated in a smaller number of entities.

These statistics bring us to the third and final portion of my presentation – the policy questions raised by the growth of sovereign wealth funds. To begin with, critics have questioned whether sovereign wealth funds can simply take over the defense and energy-related sectors in the United States. The answer is no. The US has had a law on its book for a number of years called Exon-Florio, and this has been recently amended in two important respects. The types of industries covered were expanded to include “homeland security” and infrastructure, which includes energy and communications. The approval provisions were also extended in time to become “evergreen” – which means that once your transaction is approved, they can still go back and reopen the inquiry. So every foreign transaction that involves more than 10% of a U.S. company in any of these industries – security-related, energy-related or infrastructure – has to be approved by a governmental committee headed by the U.S. Treasury. As we have seen in a number of recent cases, such foreign acquisitions have periodically been turned down by the U.S. government.

There are also specific industries in the United States where foreign ownership is strictly capped. In domestic aviation, for example, at least 75% must be controlled by U.S. citizens; and the same limit applies to shipping. With radio and TV licenses, no more than 20% may be owned by foreigners; as to nuclear power facilities, no foreign ownership is allowed. In addition, the Federal Reserve has elaborate procedures in place to approve or disapprove any foreign purchase of 10% or more of a U.S. bank or U.S. bank holding company.

Although these sensitive industries cannot be taken over by for-



eign sovereign wealth funds without governmental approval, critics still argue that these funds are likely to produce a misallocation of global resources for one of three reasons. The first is that sovereign wealth funds will promote “national champions”. But how are they going to do that? If sovereign wealth funds try to make huge acquisitions, they will be limited by anti-trust laws. Alternatively, suppose a company prices its products below market to gain a dominant position. While that will help the growth of the company, it will also lose a lot of money. Moreover, the company would be subject to anti-dumping and predatory pricing rules.

The second argument is that sovereign wealth funds are really a guise for countries to obtain geopolitical dominance. For example, will Russia’s sovereign wealth fund purchase gas transmission lines in Western Europe? It is possible that such purchases could be viewed as threatening to France or Germany, but they are very capable of requiring special government approvals in the energy or defense areas. More broadly, special approvals may be required in any industry by any country where geopolitical dominance is at issue.

Third is the general question of allocation efficiency – the allegation being that these sovereign wealth funds are going to invest for political reasons and not financial goals. But most of these funds are managed by investment professionals. Moreover, would countries be using their reserves more efficiently by investing in local projects rather than investing globally through sovereign wealth funds? If countries put their excess reserves in “white elephants” locally, that would truly be a misallocation of resources.

A separate set of arguments relates to market instability. Various people have argued for guidelines that would prevent sovereign wealth funds from causing sharp swings in securities markets. However, if you are a big institutional investor, the last thing you want to do is buy and sell very quickly because you will incur tremendous transaction costs. Recently, some financial institutions in the U.S. and Europe have been forced to sell assets because of liquidity pressures. This is what we have seen recently in the mortgage market. However, sovereign wealth funds have minimal leverage, and most have no redemption demands. So it is hard to imagine them coming under liquidity pressures to sell quickly.

The Chairman of the SEC has recently argued that host countries of sovereign wealth funds may not cooperate in insider trading cases involving these funds. But there is no evidence to support that argument so far, despite active trading in public shares of enterprises where the country still owns the majority of the shares. Similarly, Chairman Cox has expressed concern that governments will give state secrets to sovereign wealth funds so they can trade on this information. Again there has been no evidence so far that state secrets have been given to these funds. If this did happen several times, regulators would likely notice the trading pattern and stop the leaking of state secrets.

Next we come to the crux of the matter – transparency. You cannot read a paper on sovereign wealth funds without the word transparency showing up. But what does transparency mean in this context? More disclosure? And if so, to whom and about what?

When we talk about disclosure of investment returns or strategies, we are usually talking about disclosures by the manager to its clients or beneficiaries. Here the beneficiaries are the citizens of the country represented by the Ministry of Finance in most cases. Is there any doubt that the Ministry of Finance is receiving enough information about the investment returns and strategies of these sovereign wealth funds?

In fact, most of the proposals are aimed at disclosures to other participants in the securities markets. For instance, how do we know that sovereign wealth funds won't be secretly buying up a lot of stock in public companies to obtain control on the sly? The answer is that if any sovereign wealth fund, alone or acting in concert with someone, acquires 5% or more of any equity class of any publicly traded company, the sovereign wealth fund must make a public report to the SEC. If the target is a private company in the U.S. and a foreigner acquires more than 10%, the sovereign wealth fund would still be required to make filings with the U.S. Treasury.

What is not being disclosed that needs to be disclosed? A list put together by the European Union includes how fund managers relate to government officials, how the home country regulates its sovereign wealth fund, and how the internal controls and risk management policies of a sovereign wealth fund operate. But these public disclosures are not required of a hedge fund or private equity fund in which a sovereign wealth fund may invest.

In addition, the European Union wants sovereign wealth funds to

disclose their investment objectives, asset allocation and currency allocation. One commentator has even suggested that, before a sovereign wealth fund changes its asset or currency allocation, it needs to discuss this prospective change with relevant countries. But no investor should be required to give advanced signals as to where they're going to invest in the future. Instead, it may be reasonable for sovereign wealth funds to produce and distribute an annual report of their largest holdings, but not until February of the subsequent year.

Finally we have the argument on backlash. U.S. Treasury Secretary Paulson has said that if sovereign wealth funds continue to make big investments in the U.S., there will be a protectionist backlash among Americans. And he may be right, given the survey results we saw at the beginning of this talk. But is anybody trying to educate the American public about the positive aspects of investments by sovereign wealth funds – how they are helping to recapitalize financial institutions, how they are helping to lower interest rates, and how they are helping to increase demand for U.S. stocks?

One possible solution is reciprocity. President Sarkozy of France said recently: "I believe in globalization but I don't believe that sovereign wealth funds can buy anything here and our own capitalists can't buy anything in their own countries. I demand reciprocity before we open Europe's barriers". The U.S. should insist on reciprocity from the countries sponsoring sovereign wealth funds. If these funds are allowed to buy certain types of companies in the U.S., then U.S. investors should be able to buy similar companies in the home countries of these sovereign wealth funds.

Recently, officials of certain sovereign wealth funds rejected the idea of a special code of conduct for their funds. But last week Abu Dhabi and Singapore signed off on an investment code with nine principles. They pledged not to use their investments as foreign policy tools, and solely to maximize risk-adjusted returns. At the same time, they don't want to be discriminated against if they play by the rules.

So what can we conclude?

Sovereign wealth funds are now major players in the global capital markets and they are going to become even more important in the future. But there are lots of misperceptions about these funds. There are procedures in place to prevent them from buying security-related companies without prior approval. If their intent is to dominate within strategic industries, they will have many obstacles to contend with. Also, everything we've seen thus far indicates that they are not likely to destabilize securities markets, and are unlikely to trade on inside information without being caught.

However, we do need a good analytical discussion about disclosure. What are sovereign wealth funds disclosing now and what more needs to be disclosed? We should also come to a global agreement on reciprocity. Reciprocity is a policy tool that could be used to defuse some of the political backlash over investments by sovereign wealth funds in U.S. companies.

**Questions & Answers**

---

**Q** Thank you for your exciting presentation of sovereign wealth funds. Now that you have debunked most of the irrational fears of sovereign wealth funds, I believe that the underlying issue is the fear of a loss of control to a few. Since 1948, the Western powers have controlled world affairs, but small powers can now exert control it is in the hands of those that they do not know. And this is the real issue. Regardless of whether it is the oil power or Russian power, the world is moving into the autopilot system. There is no central control system because a huge amount of money is moving around. Isn't that the basic issue they don't have the ability to control this \$11 trillion moving around?

**A** Thank you for that question. First, I tend to agree with you that the more general underlying concern involves a potential loss of control of the international finance system and that we are struggling to regain control. And second, if there is a shift in the balance of power, these sovereign wealth funds represent a serious player that Europe and America must take into account. If these are the concerns, they will not be met by more disclosure by sovereign wealth funds.

The problem is we have a global market with securitized assets spread all around the world. In my view, the biggest challenge in the current fiscal crisis is that we don't know where most of the losses are – they keep popping up in unusual places. The solution to this problem does not lie with sovereign wealth funds. We need to change the accounting rules for off-balance sheet entities and the disclosure rules for contingent obligations to these entities. When you see a bank suddenly take \$40 billion of off-balance sheet assets and liabilities on to its balance sheet, that's disconcerting to investors.

**Q** Mr. Pozen, I am sure we have a lot of exciting investors here. But I am not sure if the \$55 trillion as the total flat level of all the stock markets is very encouraging. We all hope that the indexes are going to go up. So when you say that the stock markets have actually been contracting, it is depressing. Would you like to elaborate on that?

**A** If we look over the last five years, we see first a tremendous amount of activity in mergers and acquisitions, and second a lot of activity in private transactions, and third a lot of stock buybacks. If we put that all together, the amount of stock taken out of circulation exceeds the amount of new shares generated through IPOs. So I think there is a consensus that, over the last five years, the global supply of stock has actually contracted a little.

Now I cannot guarantee you that the supply of global stock will stay flat until 2015. I was using the assumption that said that if it stayed flat, the total market capitalization would be \$55 trillion. Under that assumption, sovereign wealth funds are likely to own 10% of the global stock market in 2015. However, if the stock market doubles in size by 2015, everyone will like that and sovereign wealth funds will hold a much smaller percentage of the global stock market.

I think this is the problem you have when you engage in these predictions. As many professors know, you have to make some assumptions. But what I have been doing is looking back over the last five to eight years and seeing what happened and assuming, in a naïve way I admit, that similar trends will occur going forward. As I mentioned, it's impossible to predict with any degree of certainty these growth projections.

**Q** Good morning. We have had a lot of news out of Wall Street over these past couple weeks. We've had Bear Stearns being bought by JP Morgan, and we've had better than expected quarterly earnings announced by investment banks like Goldman and Lehman. We've wondered how this would affect the investment decisions of sovereign wealth funds in the financial sector given what we know about their investment tendencies. How would they react to all these incidents?

**A** Sovereign wealth funds that invested in Bear Stearns, Citigroup, or UBS have not done very well with these investments over the past year. So sovereign wealth funds may be reluctant in the near future to invest in troubled financial institutions. These funds are trying to obtain reasonable returns over a long time horizon. The big advantage sovereign wealth funds have is that they can hang onto a stock for five, ten or fifteen years; they are not subject to the pressures that other managers are to produce short-term returns. We will have to wait and see whether these investments in financial institutions will turn out to be good ones over many years.

Sovereign wealth funds are not going to invest in “national champions” and lose money; and they are not going to bail out financial institutions and keep losing money. If they lose money, the government would be upset and rightly so. These funds want to get better risk-adjusted returns through a more diversified portfolio than holding mainly US Treasuries.

**Q** We have recently seen these funds going into the commodity market and this has created some huge volatility. Can these funds be allowed to invest in the commodity markets and drive up prices?



**A** When I suggested the model portfolio for sovereign wealth funds, I included a 6% chunk for commodities because I think we should all learn from the Yale and Harvard Endowment that to have a truly diversified portfolio, you need to hold commodities as well as stocks and bonds. Over the last couple years, as we all know, commodity prices have generally been driven up by the surging demand in China and other parts of the world. Whether this trend continues will depend mainly on what happens to the economies of the world – in terms of the demand for these commodities, and whether at these prices someone will be smart enough to develop reasonable substitutes. Thus, I think that sovereign wealth funds should not be deemed the main cause of price rises in commodities.

**Q** Thank you for your talk today. I learned a lot. A few months ago, I met a British official and he raised the ethical question that sovereign wealth funds are basically playing with tax funds. I wondered your take on that. And South Korea is talking about expanding its sovereign wealth funds and there are concerns about the ethical aspects of such investing. So I would like to hear your advice about that, too.

**A** Sovereign wealth funds are funded by oil revenues, exchange reserves derived from trade, or pension contributions. I don't know of any country that has imposed a tax on its citizens and put the tax proceeds into sovereign wealth funds. It is true that governments are choosing to put monies into sovereign wealth funds rather than in public expenditures. But that is an internal decision that each government should make for itself within its own political process.

On the ethical front, we do have one sovereign wealth fund in Norway where the Parliament has adopted ethical guidelines. I have actually written a case study on this subject for Harvard Business School, which is available through its publishing arm. The case describes in detail the ethical guidelines of the Norway Fund. That Fund excludes companies that manufacture certain sorts of weapons. Those are fairly clear criteria. But there is a second set of criteria relating to human rights violations. The Fund may not invest in a company that is a serious violator of human rights. But those terms are not well defined and have proved to be quite controversial.

So far I have not seen other sovereign wealth funds drawing up ethical guidelines for investing. The Norway model has not been followed. However, if the parliament or the government decides that its sovereign wealth fund should follow a particular set of ethical values, that could be done. I just hope that the criteria will be precisely defined.

**Q** When sovereign wealth funds are coming into the Korean stock market, do you think that they could cause volatility? If you could give advice to the Korean government as to how to better manage sovereign wealth funds, do you think they should be more conservative or do you think it should be allowed to be more aggressive?

**A** Let me answer your first question, which seems to be: If other sovereign wealth funds start investing in the Korean stock market, will that market become more volatile? My view is that sovereign wealth funds tend to be long term investors, so they are not moving

in and out of a stock every day like hedge funds. Since sovereign wealth funds are big, they would incur high transaction costs if they moved in and out quickly. So I would think that to the extent that other sovereign wealth funds invest in the Korean stock market, they will not cause a sharp rise in daily volatility of stock prices.

Now the second question about whether Korea should have a more conservative or aggressive portfolio in its sovereign wealth fund. I think you have to look at the government's total portfolio. Korea holds almost \$250 billion in reserves, which have been invested mainly in U.S. Treasuries. So from the perspective of the whole portfolio of the Korean government, it seems reasonable to have its sovereign wealth fund invest \$20 billion in stocks and corporate bonds.

Moreover, I am reluctant to use words like "aggressive" and "conservative". What do they really mean? What you really want is good diversification. You don't want to have a huge concentration in one company, and you don't want to have investments that are all in small companies or all in large companies. If you mean by "conservative" putting all assets into bonds, I think that is probably a mistake. For a long-term investor, stocks generally have higher returns than bonds. In addition, the Korean government is already holding a large amount of conservative bonds. In short, the Korean sovereign wealth fund should invest prudently in light of the whole portfolio of the government and should have a significant amount of stocks in a diversified manner.

**Q** As far as I am aware of, when the Korean government created the sovereign wealth fund, it had two objectives. One was to increase the yield of foreign exchange reserves and the other was to use the sovereign fund to make Korea an international financial center. One objective is based on financial reason but the other one is a policy issue. So I wondered your opinion on this.

**A** I think the first objective is quite reasonable for the sovereign wealth fund. However, if Korea wants to be an international financial center, it has to compete directly with Singapore, Hong Kong, Tokyo and other places. I am not sure the sovereign wealth fund is the best policy tool to achieve that second objective. To become a major financial center requires a broad range of measures such as tax credits and employee training. I am not an expert on this subject, but it seems a little unrealistic to put too much weight on sovereign wealth funds as a vehicle to make Korea an international finance center.

**Q** I think that the chief threat for sovereign wealth funds is financial protectionism. So in some sense, sovereign wealth funds from emerging economies have played a grand rescue role in investing. However, the more sovereign wealth funds there are, the more protectionist backlash there will be to them. What do you think of this? Until Asia and the U.S., or East and West, even out the surpluses and deficits in their current accounts, the sovereign wealth funds will not go away. But suppose there was some balance between the East and West, what would happen?

**A** If there were an evening out of trade surpluses and deficits among countries, then would we still have sovereign wealth funds?

To begin with, I am not sure that such an evening out is likely to happen in the near future. The imbalances are there for basic economic reasons that will probably continue to apply. The imbalances may narrow as we have changes in currency values, but all current signs seem to indicate that they're not likely to vanish. Second, as I've said, two-thirds of sovereign wealth funds are funded through oil revenues. These are not closely related to general trade issues.

So financial protectionism is probably going to remain a problem. In my talk, I've suggested a response through a mutual reciprocity policy. Here is another idea: suppose sovereign wealth funds would say, "We are not going to recapitalize any institutions in the U.S. or Europe unless we are invited to invest in them by the government officials in the home countries of these institutions". If sovereign wealth funds invest in these institutions after such an invitation, there may be less protectionist backlash to these investments.

**Q** This is not related to the central theme, but you mentioned that there are other losses that you do not know about or where they come from. We have \$7 trillion in losses in the stock market. So far there are a lot of people who entrusted financial firms to invest their money wisely but they are finding out they are not that wise and therefore they suddenly worry about that money. They withdraw their money and put it under their mattresses. What are the losses versus the fear effect on investors?

**A** Financial advisers are like everyone else – some will do a good job and some will not. So people who believe that all financial ad-

visers do a good job are naïve. It has been estimated that the securities based on residential mortgages are approximately \$550 billion, but we are not certain who will bear those losses in the long run. Only \$200 billion of these losses have been publicly reported thus far. So in the short run, many investors are afraid to trade certain types of bonds or trade with certain counter-parties. This has led to a substantial decrease in liquidity in the markets. The Federal Reserve has tried to increase liquidity by accepting much broader types of collateral than usual for borrowing U.S. Treasuries, and that has been helpful. But the fears will not be assuaged until we see most of the losses reported. My personal intuition is that the actual losses will be less than people fear, but only time will tell.

Thank you.

*The views expressed in this presentation are those of the presenter, and are subject to change at any time. These views should not be relied upon as investment advice, as securities recommendations, or as an indication of trading intent on behalf of any other MFS investment product. No forecasts can be guaranteed.*

Past performance is no guarantee of future results. It is not possible to invest in an index.

© 2008 MFS Investment Management®.

13780.1.2

## 국부펀드: 인식과 현실\*

*Robert C. Pozen*

본인에 대한 친절한 소개와 뮤추얼 산업(mutual industry)에 관한 본인의 저서를 거론해 주신데 대해 특별히 감사드린다. 국부펀드(sov​er​eign wealth fund)는 분명 화제의 뉴스로써, 국부펀드가 많은 미국 및 유럽 금융기관들을 구제하고 있다는 일련의 기사들이 신문지상에서 언급되고 있다. 이러한 금융기관에는 UBS, 메릴린치(Merrill Lynch) 등이 있는데 한국의 국부펀드는 메릴린치의 증권을 매입함으로써 자본구조개편에 도움을 주었다.

미국 금융기관들로 유입되는 모든 자본이 국부펀드에서 나오고 있다는 점에서 볼 때, 국부펀드에 대해 많은 비판이 제기되고 있다는 것은 놀랍기만 하다. 이러한 비판은 미국 정책당국 뿐만 아니라 유럽에서도 제기되고 있다. 국부펀드 개선에 관한 제안, 즉 직업윤리를 지키고 투명성을 강화하기 바란다는 비판은 거의 매주 나오고 있다.

그래서 본인은 먼저 국부펀드에 대한 미국 내 인식이 어떠한지에 관한 설문조사의 결과를 살펴보면서 강연을 시작하겠다. 그런 다음, 국부펀드의 현황과 자금 원천 및 규모, 자본시장에 갖는 함의, 국가안보와 정치적 사안 침해에 대한 우려, 거래 및 시장 안정성에 미치는 영향, 그리고 보호주의와 호혜주의 문제 등 5가지 부문을 검토하고자 한다.

---

\* 이 글은 2008년 3월 25일 개최된 'IGE/Pridential 국제금융특강' 내용을 녹취하여 번역·정리한 것으로 필자의 개인 의견임을 밝혀둡니다.

미국 내에서 이루어진 최근 설문조사 결과부터 시작하겠다. 이 설문조사에서 나타난 가장 놀라운 사실 중 하나는 미국인들이 국부펀드에 대해 거의 모른다는 점이다. 응답자의 6%만이 최근 국부펀드에 대해 알거나 들었다고 한다. 하지만 미국인들이 국부펀드를 잘 알지 못해도 이에 대해 갖는 느낌은 매우 부정적이다. 국부펀드가 어디에 어떻게 투자되고 있는지 충분히 드러나지 않고 있다고 대답한 응답자가 72%였고, 국부펀드가 미국 기업의 주식을 매입할 경우 경영지배권을 지나치게 많이 갖게 된다고 응답한 사람이 68%였다. 그리고 서방세계의 국가안보에 위협에 된다는 응답자가 67%이다.(도표 1)

독일도 미국과 같은 분위기이다. 메르켈(Merkel) 독일 총리에 의하면 “국가가 관리하는 펀드는 민감한 분야에서 쟁점이 될 수 있는 정치적·전략적 목적을 가지고 있다.”고 하면서, “이러한 것은 우리가 시급히 해결해야 할 새로운 현상”이라고 덧붙이고 있다. 사르코지(Sarkozy)

〈도표 1〉

#### Public Opinion on SWFs

Please rate how much you agree or disagree with each of the following statements:

	Agree	Disagree	Net Agree
Foreign governments currently own or control large amounts of debt owed by our government, and letting them also buy stakes in U.S. companies gives them even more leverage over America's financial security.	72	12	+60
Foreign governments don't reveal enough about where they are investing their money or the size of stakes they have in U.S. companies.	72	11	+61
Allowing foreign governments to buy shares in U.S. companies gives them too much power in our marketplace.	68	21	+47
Allowing foreign governments to buy stakes in U.S. companies could compromise our national security.	67	20	+47

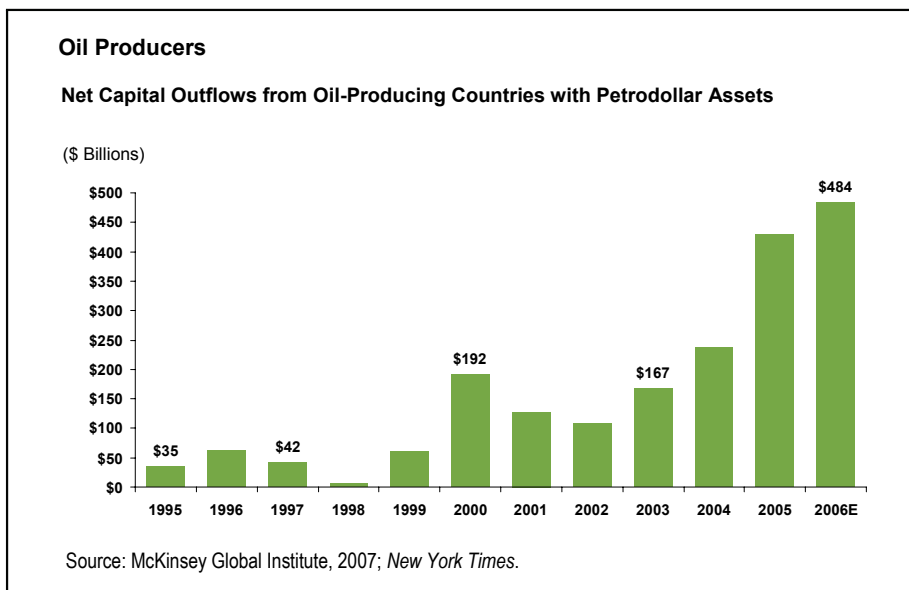
Source: Public Strategies, Wall Street Journal, 2/21/08.



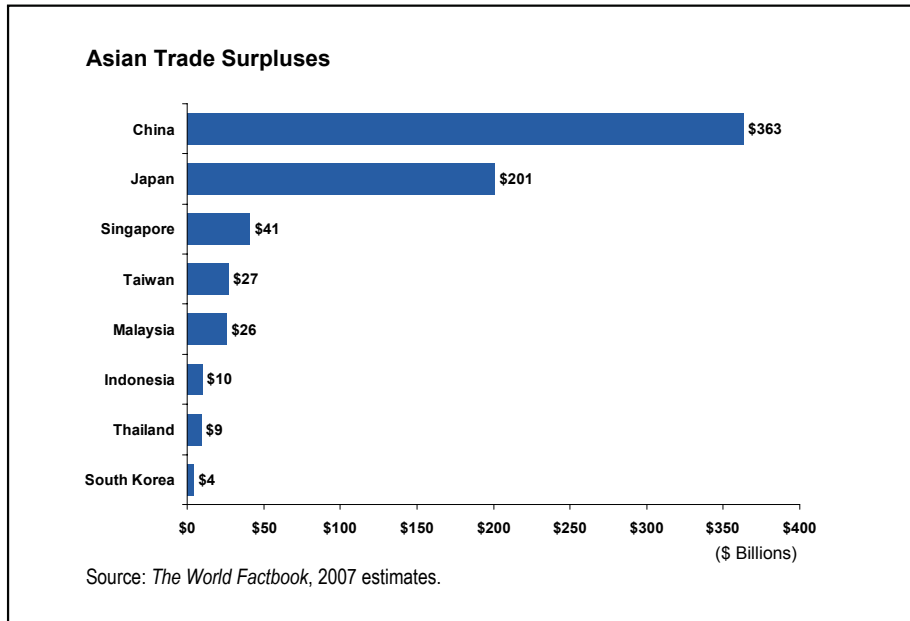
프랑스 대통령도 “프랑스가 매우 공격적인 국부펀드 세력의 부상에 직면하여 대응할 능력이 없는 상태라는 점에 대해서는 의문의 여지가 없다. 프랑스는 자국 기업들을 보호하고 경영권 방어능력을 제고하기 위한 수단을 자국 기업에게 부여해야 한다.”라고 한다.

인식에서 현실로 돌아가면서 우리가 가장 먼저 알아야 할 점은 국부펀드가 20~30년 동안 우리 주변에 존재해왔다는 것이다. 대부분의 국부펀드는 원유수입선의 다변화와 안정을 위한 IMF의 요청에 의해 여러 나라에서 시작되었다. 사실 전체 국부펀드 중 2/3는 원유판매에서 얻은 자금이다. 2000~2006년 동안 산유국의 순 자본유출은 1.7조 달러인 것으로 집계되고 있다.(도표 2) 이는 과거 어느 때보다 훨씬 큰 금액이다. 분명한 점은 이처럼 급격하게 증가한 것이 배럴당 100달러 이상으로 가고 있는 유가와 큰 관계가 있다는 사실이다. 국부펀드의 성장을 주도하는 첫 번째 주요 요인은 유가이다.

〈도표 2〉



〈도표 3〉

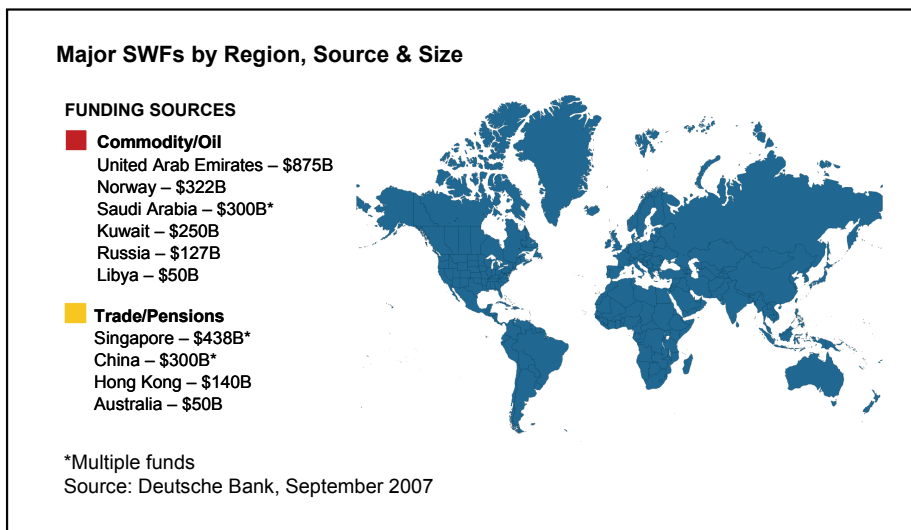


국부펀드의 성장을 주도하고 있는 두 번째 주요 요인은 한국에게 더욱 함의를 갖는 것으로, 주로 아시아 국가들이 축적하고 있는 대규모 무역흑자이다. 2007년도 무역흑자 통계를 보면 중국, 일본 순이며 여타 아시아 국가들도 상당한 무역흑자를 나타내고 있다.(도표 3) 아시아 국가들은 이러한 무역흑자의 일부를 국부펀드 조성 자금으로 배정하고 있다. 1.4조 달러로 최대의 외환보유고를 가진 중국은 2,000억 달러를 국부펀드에 이전하여, 주식 및 채권에 투자하는 사회보장펀드를 이미 운용중이다. 아시다시피 한국도 2005년에 국부펀드를 창설하여 200억 달러를 기금으로 조성한 바 있는데, 한국의 외환보유고는 2,470억 달러이다.

그리고 세 번째로는 연금 기여금을 국부펀드의 자금원으로 하는 나라들이 있는데 캐나다, 뉴질랜드, 싱가포르 등이 여기에 해당된다.

따라서 국부펀드의 자금 원천은 기본적으로 앞서 언급한 3가지이며, 규모가 가장 큰 펀드는 아랍에미레이트를 필두로 노르웨이, 사우디아라비아, 쿠웨이트, 러시아, 리비아 등이 주도하는 원자재 펀드이다. 무역흑자 및 연금 펀드를 포함한 또 다른 범주에서는 2개의 펀드를 가지고 있는 싱가포르, 역시 2개의 펀드를 가지고 있는 중국, 그리고 홍콩, 호주 순으로 이어진다. 이러한 국부펀드의 2007년도 말 총 자산규모는 최소한 2.5조 달러인 것으로 나타났다.(도표 4)

〈도표 4〉



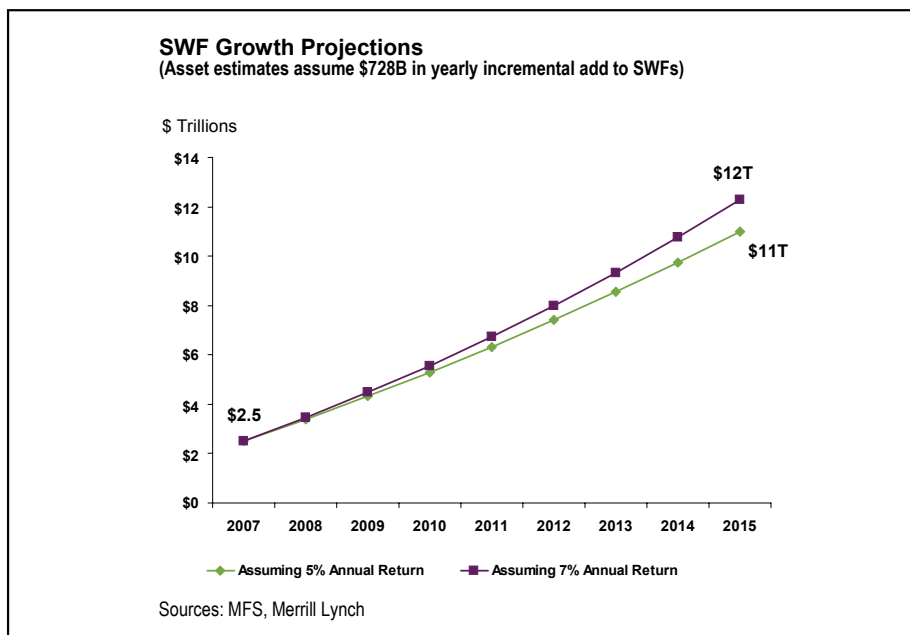
현재 미국과 유럽은 금융위기를 겪고 있으며, 이 지역 금융기관들을 구제하기 위한 자금의 대부분은 신흥시장국의 국부펀드에서 조달되고 있다. 일반적으로는 선진산업국이 신흥시장국에 자본을 수출한다. 그러나 오늘날 신흥시장국들(노르웨이 제외)은 산유국이며 무역흑자국이다. 그러므로 신흥시장국들의 투자는 서구 금융기관에게 매우 플러스(+)적인 것이다. 국부펀드에 대한 논의가 심화되고 있는 부분은 이러한 서구 은행과 중개업자들의 자본 재구성(작년의 경우 1,000억 달

러가 넘는 규모였다)이다.

지금까지 국부펀드에 대해 우리가 알고 있던 것들을 검토해보았는데 이제는 다음 단계를 살펴보기로 하겠다. 이는 국부펀드의 성장이 자본시장에 미칠 수 있는 가능성이라는 측면에서 우리가 예측해 볼 수 있는 보다 어려운 일련의 문제들이다.

미리 언급하고 싶은 것은(특히 경제학 교수들께), 두 번째의 효과를 정확히 예측할 수 없기 때문에 첫 번째 효과만 살펴보고자 하는 것이다. 그렇게 하더라도 국부펀드의 성장가능 규모와 방향을 이해하는 데에는 도움이 될 것이다. 이 자리에서는 2007년도 국부펀드의 세계 전체 자산규모가 2.5조 달러에서 시작하여, 매년 약 7,280억 달러에 이르는 새로운 보유액이 추가된다고 가정하겠다.(도표 5)

〈도표 5〉



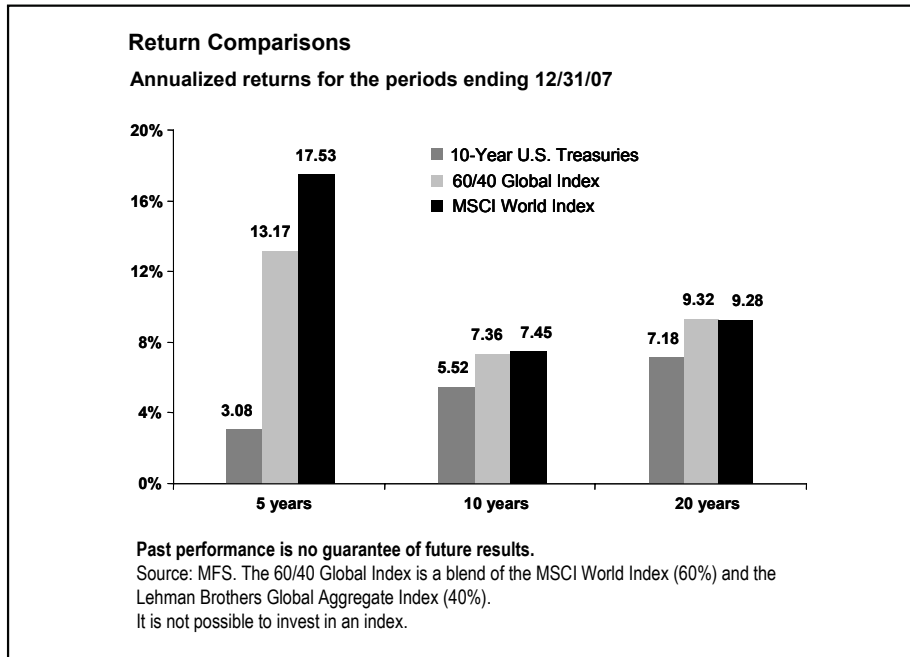
본인의 견해로는, 산유국이든 무역흑자국이든 국부펀드를 운용하는 모든 국가는 이미 과잉상태의 외환보유국이다. 즉, 이들 국가는 모두 자국통화를 방어하기 위해 필요 이상의 외환보유고를 구축함으로써 아시아 금융위기에 과잉 대응했다는 뜻이다. 그래서 본인은 기존 외환보유고의 일정 부분을 국부펀드에 이전하는 것을 전제로 하지 않고, 이들 국가의 외환보유고가 이미 과도하기 때문에 새로 추가되는 외환보유액만을 국부펀드에 이전하는 것으로 전제하겠다.

그럴 경우, 2.5조 달러에서 시작하여 2015년 말까지 매년 7,280억 달러의 외환보유고를 추가하고 연간 5~7%의 적정 수익률을 가정하면, 2015년에는 국부펀드 규모가 약 11~12조 달러가 된다. 누구나 자신만의 계산법을 가지고 있지만, 이러한 본인의 추계는 다른 경제전문가들의 추계와도 일치한다. 따라서 2015년의 국부펀드 규모는 약 11조 달러에 이를 것이라는 추계가 무리하지 않다는 것이 본인 생각이다.

과거 각국 중앙은행의 외환보유고였던 국부펀드의 자금들은 현재 미국 국채에 주로 투자되고 있는데, 지난 5년간의 연간 수익률은 약 3%였다. 반면에 같은 기간 동안의 세계 주식시장 연간 수익률은 17%였으며, 세계 주식 및 채권이 60-40으로 구성된 포트폴리오(portfolio)의 연간 수익률은 13%였다.(도표 6) 따라서 많은 외환보유고를 축적한 각국 정부, 특히 자국통화 방어에 필요한 수준 이상의 막대한 외환보유고를 축적한 국가들은 보다 나은 수익을 얻기 위해 노력중이다. 물론 미국 국채 포트폴리오는 주식이나 혼합펀드에 비해 연간 변동성이 덜하지만 여기에서는 사실상 큰 차이가 없다. 왜냐하면 국부펀드는 20~30년간의 장기투자이기 때문이다.

본인이 제시하고 싶은 앞으로의 국부펀드 포트폴리오 모델은 신흥시장국이 아닌 주식과 채권 각각 50%와 20%, 신흥시장국 주식과 채

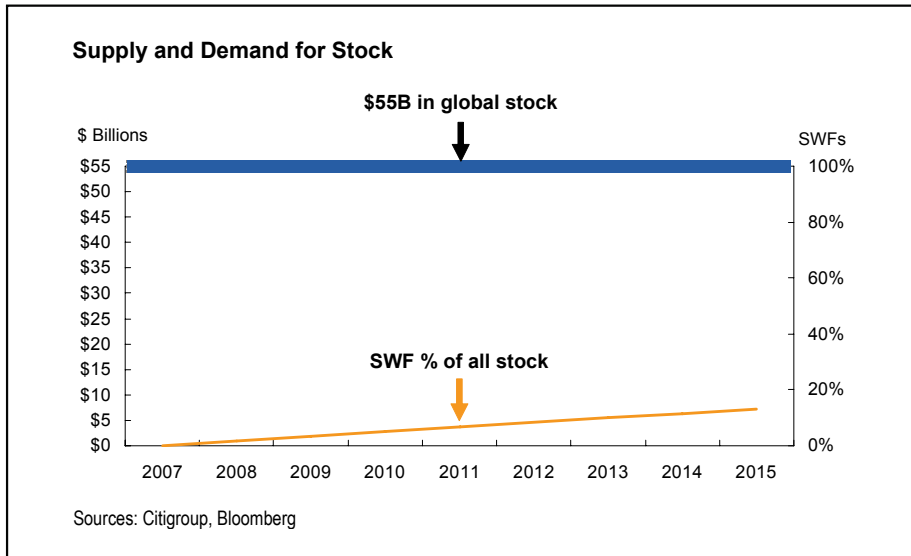
〈도표 6〉



권 6%, 대안투자 6%, 원자재 6%, 부동산 12%가 될 수 있겠다. 이는 실제로 우리가 투자분포를 파악하고 있는 몇몇 국부펀드에서 나타나는 포트폴리오 형태이다.

이러한 유형의 포트폴리오가 자본시장에 미치는 영향은 무엇인가? 2015년도의 국부펀드 규모가 11조 달러이고 그중 50%를 주식(신흥시장국 주식이지 아님)에 투자할 경우, 그 규모는 약 5.5조 달러가 된다. 현재 세계 주식시장 시가총액은 50~60조 달러인데, 본인은 그 중간치인 55조 달러라고 가정하겠다.(도표 7) 문제는 앞으로 2015년까지 세계 주식시장이 계속 상승하느냐 또는 위축되느냐, 아니면 현 상태로 유지되느냐 하는 것이다. 사실 주식시장은 지난 5년간 위축되어온 상태이다. 왜냐하면 주식 공개상장을 상쇄시키는 합병, 자사주 매입 등

〈도표 7〉

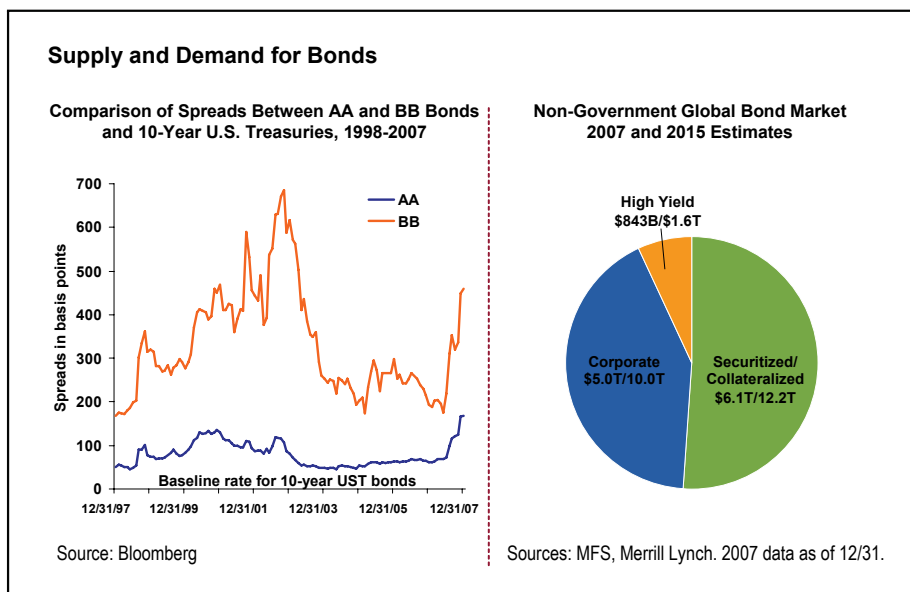


여타 요인들 때문이다. 그래서 본인은 세계 주식시장 규모가 2015년까지 변동이 없다고 가정하겠다. 그렇게 되면 2015년도 국부펀드 규모는 세계 주식시장 시가총액의 약 10%가 될 것이다. 이러한 것이 좋은 것인가 아니면 나쁜 것인가? 다음과 같은 한 가지 가설이 가능하겠다. 선진산업국들의 경우, 인구가 고령화하고 있으며 주식에서 이탈하여 채권으로 이동하는 사람들이 늘고 있다. 따라서 미국과 유럽의 베이비 붐 세대들이 2011년쯤이면 은퇴하기 시작하는 만큼, 국부펀드에서 주식투자로의 자금유입은 매우 시의 적절하다고 할 수 있겠다.

채권 부분을 살펴보면, AA등급 및 고수익(high-yield) 채권의 수익률은 미국 국채 수익률보다 상당히 높다. 그러므로 국부펀드로 유입되는 자금이 미국 국채로 가지 않고 보다 높은 수익을 내는 채권 포트폴리오로 바뀔 가능성이 있는 것으로 예상된다. 본인은 2015년에 국부펀드의 20%인 약 2.2조 달러가 비(非)정부, 비(非)신흥시장 채권으로

유입될 것으로 예측하고 있다. 그래서 그때가 되면 이들 채권시장이 어떻게 될지 어느 정도 가정해보기 위해 지난 8년간의 성장률을 살펴 보았더니 대략 2배 정도 성장하였다. 다시 이들 채권시장이 2015년에 2배가 된다고 가정해보면 아래 그래프와 같은 수치가 나온다. 이러한 가정 하에서 2015년에 국부펀드는 기업채권시장에 약 10%, 담보화된 채권시장에 약 9%, 고수익채권시장에 약 7%가 배분되리라는 추산이 가능하다.(도표 8)

〈도표 8〉

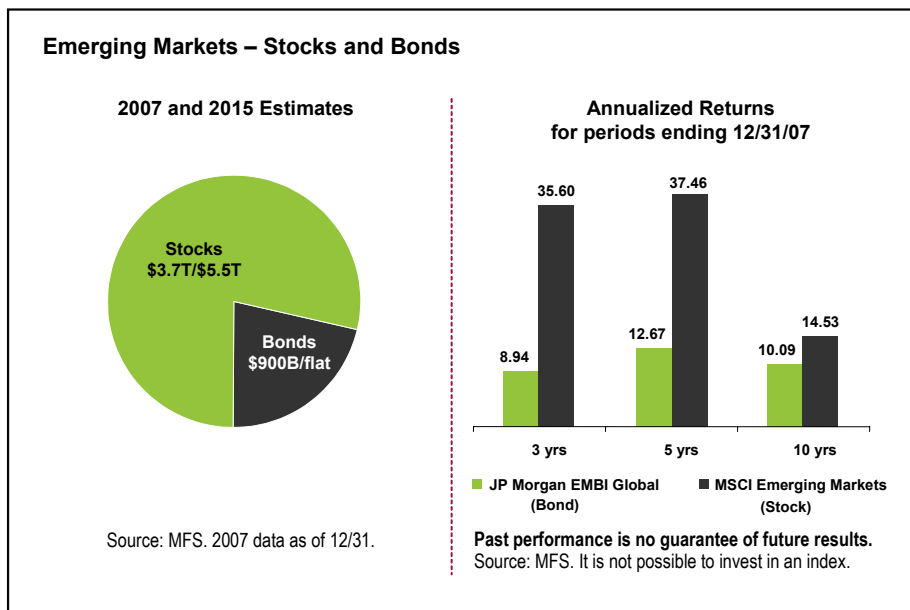


신흥시장국의 주식시장과 채권시장을 나누어 살펴보면, 미국 및 유럽의 연금 관리자들은 주식시장에 매우 소극적이어서 연금자산의 3%만 투자하고 있다. 하지만 지난 3~5년 동안 신흥시장국 주식시장에 투자한 사람이 있다면 그는 투자의 귀재이며, 이 기간 동안 신흥시장국의 채권 수익률 또한 매우 좋았다.



국부펀드는 3%가 아닌 6% 정도를 신흥시장국 증권에 투자할 것으로 보이는데, 대부분의 국부펀드가 신흥시장국에 소재하고 있는 관계로 그들에게는 신흥시장국 증권이 편하기 때문이다. 국부펀드 자산의 5%가 신흥시장국 주식에 투자된다고 가정할 경우, 2015년에는 그것이 전체 주식시장의 약 10%에 이르게 된다. 그리고 국부펀드 자산의 1%를 주식보다는 훨씬 규모가 작은 신흥시장국 채권에 투자할 경우, 2015년에는 그것이 전체 채권시장의 약 12%가 될 것이다.(도표 9)

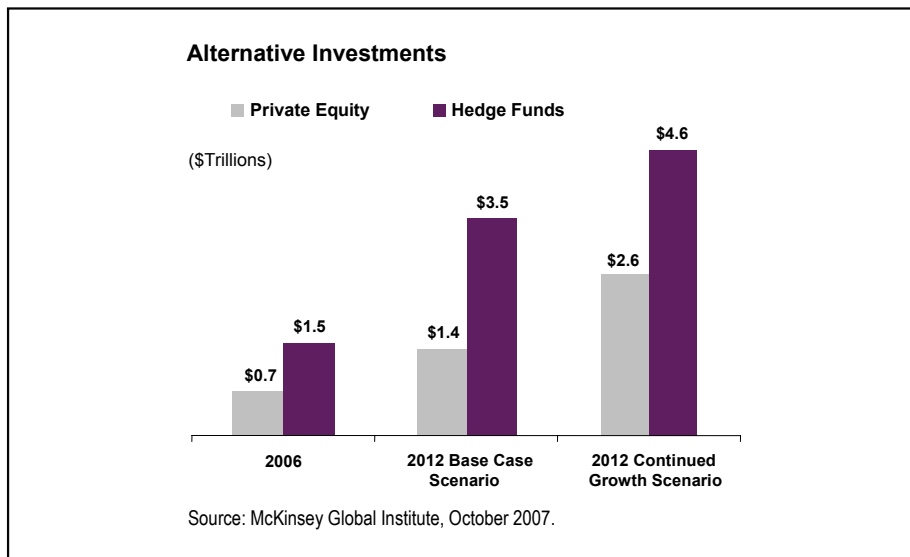
〈도표 9〉



또 다른 분야는 사모펀드, 헤지펀드와 같은 대체투자이다. 아시다시피 대체투자는 여러 국부펀드들이 편안하게 느끼며 선호해온 투자처이다. 통계에 의하면 국부펀드는 2012년에 약 7.7조 달러의 규모에 이를 것으로 나타난다. 아래 도표은 2012년도의 헤지펀드 및 사모펀드 성장추세를 나타낸 것이다. 국부펀드 자산의 6%, 즉 4,500억 달러가

헤지펀드에 투자될 경우 2012년에 이는 전체 헤지펀드의 10%를 약간 상회하는 규모가 될 것이다. 그리고 국부펀드 자산의 3%가 사모펀드에 투자될 경우 2012년에 이것은 전체 사모펀드의 약 10%가 될 것이다.(도표 10)

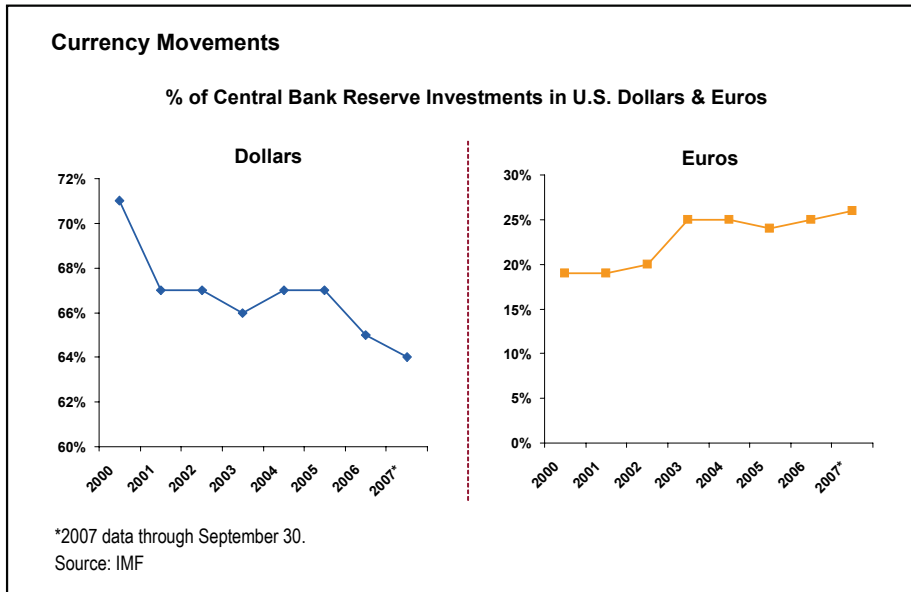
〈도표 10〉



다시 한 번 강조하지만 이 모든 예측들은 첫 번째 단계의 예측일 뿐이다. 가격이 조정되면 두 번째 단계의 효과가 있겠지만 현 시점에서 어떤 정확성을 가지고 두 번째 단계의 효과를 예측한다는 것은 사실상 거의 불가능하다.

이러한 일련의 예측 중 마지막 측면은 통화가치의 움직임인데, 이 통화가치의 움직임은 국부펀드의 성장으로 인해 미국 달러화에 마이너스적인 영향을 미칠 가능성이 크다. 아래 그래프에서 나타난 바와 같이, 지난 7년 동안 각국 중앙은행 외환보유고는 달러화 대신 유로화

〈도표 11〉



쪽으로 크게 이동한 상태이다.(도표 11) 그러므로 각국 중앙은행 외환 보유고에서 차지하는 달러화의 비중이 높다는 점을 감안할 때, 국부펀드는 더욱 다변화된 통화바스켓에 투자할 것으로 예측된다. 그러나 여기에는 두 가지 중요한 점이 있다. 첫째, 한국을 비롯한 많은 나라들은 자국의 대미무역 증진을 위해 달러는 강세로, 그리고 자국통화는 달러에 비해 약세로 유지하고 싶어 한다. 따라서 이와 같은 무역상의 이유 때문에 자국통화 대비 달러화의 가치를 강화시키기 위해 자국의 달러 보유고를 증가시키는 국가가 나타날 수도 있다는 것이다.

둘째, 아시다시피 원유가격은 지금 달러화로 표시되고 있다. 그런데 처음으로 달러화가 아닌 통화로 표시된 원유매매계약이 베네주엘라에서 나타났다는 것이다. 그 매매계약은 유로화로 체결되었는데, 그리 놀랄 일은 아닌 것 같다. 이는 통화가치 움직임에 엄청난 영향을 미칠

수 있는 또 다른 요인이다. 만일 산유국들이 원유매매계약을 미국 달러화가 아닌 통화바스켓으로 표시하는 경우가 더 많아질 경우 달러화에게는 좋지 않은 일이 될 것이다.

요약하자면, 2015년에 국부펀드가 11조 달러로 성장할 경우 여러 자산항목 중에서 국부펀드가 차지하는 비중이 7~12%가 될 것이라는 데에는 무리가 없다. 그런데 문제는 이것이 무슨 의미인가 하는 것이다. 이를 전망해보기로 하자. 연금펀드와 뮤추얼펀드의 자산 규모가 지금 현재 각각 대략 18조 달러 정도이므로, 2015년에는 30조 달러를 쉽게 달성할 수 있을 것이다. 이러한 전망 하에서는 국부펀드의 규모가 양 펀드 자산의 1/3에 불과할 것이다. 그러나 국부펀드는 훨씬 집중적이고 투자개체의 수도 더 적다.

이러한 통계들은 본인 강연의 세 번째이자 마지막 부분인, 국부펀드의 성장에서 제기되는 정책과제로 연결된다. 그동안 비판이 제기되어 온, 국부펀드가 미국의 방위 및 에너지 관련 부문을 인수하는 것이 가능한가 하는 문제부터 시작해보자. 이에 대한 대답은 “아니오”이다. 미국은 수년 전에 이른바 “Exon-Florio” 법을 제정한 바 있는데, 최근에 이 법이 두 가지 중요한 측면에서 개정되었다. 이 법이 보호하는 산업의 유형이 “국가안보”와 에너지 및 통신을 포함하는 인프라로 확대되었다. 때맞춰 승인조항 역시 “evergreen”이 되도록 확대되었는데, 이는 한 번 승인된 거래도 다음번에는 승인절차가 그대로 효력을 발휘하여 심리를 재개할 수 있다는 의미이다. 그러므로 외국인이 국가안보나 에너지 관련 인프라 분야의 미국 기업 지분을 10%이상 인수하는 모든 거래는 미국 재무부가 주도하는 정부위원회의 승인을 반드시 거쳐야 한다. 여러 사례에서 보았듯이, 그러한 외국인 인수는 미국 정부에 의해 간헐적으로 부결되고 있다.

또한 미국 내에는 외국인 소유가 엄격히 제한된 특정 산업들도 있다. 가령 국내선 항공업의 경우 미국 시민의 보유지분이 최소한 75%가 되어야 하며 해운업도 마찬가지이다. 라디오 및 TV 방송업은 외국인 지분이 20%를 초과할 수 없다. 더구나 미국 연준은 국내 은행이나 은행지주회사에 대한 10% 이상의 외국인 지분에 대해 승인 또는 거부할 것인가에 관한 세부절차를 두고 있다.

비록 미국 정부의 승인 없이는 외국 국부펀드들이 이처럼 민감한 산업을 인수하는 것이 불가능하다고 할지라도, 다음 세 가지 이유 중 하나로 국부펀드가 범세계적 자원을 비효율적으로 배분할 가능성이 있다는 주장이 여전히 나오고 있다. 첫째는 국부펀드가 “국가적 승자(national champion)”를 조장할 것이라는 점이다. 하지만 이러한 일이 가능하겠는가? 국부펀드가 대규모 인수를 시도하려 한다면 반독점법에 의해 제동이 걸릴 것이다. 다른 대안은 기업이 제품가격을 시장가격 이하로 책정하여 지배적 위치를 차지하는 것이다. 이와 같은 방법이 기업 성장에는 도움이 되겠지만 자금손실도 클 것이다. 게다가 그 기업은 반덤핑 및 약탈가격 법규 저촉대상이 될 수도 있다.

둘째는 국부펀드는 사실 각국이 지정학적 지배권을 차지하기 위해 위장한 것이라는 주장이다. 가령, 러시아 국부펀드가 서유럽 내 가스 송유관을 매입할 것인가 하는 경우이다. 이와 같은 가스송유관 매입이 프랑스와 독일을 위협하는 것으로 비춰질 수 있겠지만, 유럽은 에너지 및 방위 부문에 대해서는 정부 특별승인을 요구하는 조치를 취할 수 있도록 하고 있다. 일반적으로, 지정학적 지배가 문제되는 국가에서는 특정 산업에 대한 특별승인조치를 요구할 수 있다.

셋째는 분배효율성에 관한 일반적 문제이다. 즉 국부펀드가 금융상의 목적인 아닌 정치적 이유로 투자할 것이라는 주장이다. 하지만 대

부분의 국부펀드는 투자전문가들이 관리하고 있다. 더욱이 국부펀드를 통해 세계적으로 투자하기보다는 국내프로젝트에 투자함으로써, 자국 외환보유고를 보다 효율적으로 사용하고 있는 나라가 있겠는가? 넘치는 자국 외환보유고를 “애물단지(white elephant)”에 투입한다면 그것이야말로 잘못된 자원배분일 것이다.

또 다른 일련의 논의는 시장의 불안정성에 관한 것이다. 국부펀드가 증권시장에서 극심한 변동을 야기하지 못하도록 하는 지침서가 마련되어야 한다는 주장이 많다. 하지만 대규모 기관투자자들의 경우 급히 매매하는 일은 최후의 수단이다. 왜냐하면 엄청난 거래비용 때문이다. 최근 미국과 유럽의 일부 금융기관들은 유동성 압력으로 인해 자산을 매각하지 않을 수 없었다. 이는 최근의 모기지(mortgage) 시장에서 나타나고 있는 현상이다. 그러나 국부펀드는 소규모의 자본이용 효과를 얻고 있으며 대부분의 경우 채권상환 요구도 하지 않는다. 따라서 국부펀드가 유동성 압력에 놓여 급하게 매각하리라고는 생각하기 어렵다.

최근 미국 증권거래위원회(Securities Exchange Commission: SEC) 위원장은 국부펀드를 포함한 내부자거래방지법을 집행함에 있어서 국부펀드 주체국들의 협조가 이루어지지 않을 수도 있다고 언급한 바 있다. 그러나 주식 대다수를 여전히 국가가 소유하고 있는 국영기업체들의 주식이 활발하게 거래되고 있음에도 불구하고, 이러한 주장을 뒷받침할만한 근거는 아직까지 없다. 이와 비슷한 사례로 콕스(Christopher Cox) SEC 위원장은 각국 정부가 자국 국부펀드에게 국가기밀을 제공함으로써 이를 거래할 수 있도록 하는 경우에 대한 우려를 나타낸 바 있으나, 국가기밀이 국부펀드에 제공되었다는 증거 역시 지금까지는 없다. 만일 그러한 경우가 몇 번 있었다면 규제기관이 그와 같은 거래 형태를 포착하여 국가기밀 유출을 중단시켰을 것이다.

이제는 오늘 사안의 핵심인 투명성 문제로 들어가겠다. 투명성이라는 단어를 접하지 않고서는 국부펀드에 대한 논문을 읽을 수 없다. 하지만 여기서 투명성이란 무슨 뜻인가? 더욱 강화된 공시를 말하는 것인가? 그렇다면 누구에게 무엇을 공시하는 것인가?

투자 수익이나 전략에 대해 언급할 때 우리는 흔히 고객이나 수혜자에 대한 관리자의 공시에 관해 이야기한다. 여기서 수혜자란 대부분의 경우 재무부로 대표되는 국가의 국민이다. 국부펀드의 투자 수익이나 전략에 관한 정보를 재무부가 충분히 입수하고 있는지 의심스러운가?

사실 대부분의 제안들은 증권시장 내 여타 참여자에 대한 공시를 목표로 하고 있다. 예컨대, 국부펀드가 경영권을 확보하기 위해 국영기업의 주식을 은밀히 대량 매입하는 것이 불가능하다는 것을 어떻게 알 수 있는가? 그 대답은 다음과 같다. 국부펀드가 단독적으로 또는 누군가와 제휴하여 공공기업 지분의 5% 이상을 취득할 경우, 해당 국부펀드는 SEC에 공식적으로 보고해야만 한다. 그리고 미국 민간기업을 대상으로 하여 외국 국부펀드가 10% 이상의 지분을 인수할 경우에도 해당 국부펀드는 미국 재무부에 서류를 제출해야 한다.

그렇다면 공시가 필요함에도 공시되지 않고 있는 것은 무엇인가? EU가 종합한 목록에는 다음과 같은 것들이 포함되어 있다. 즉 펀드매니저와 공무원들은 어떤 관계인가, 해당 국가는 자국의 국부펀드를 어떻게 규제하는가, 국부펀드의 내부통제와 리스크(risk) 관리는 어떻게 작동되는가 하는 것들이다. 그러나 국부펀드의 투자대상이 될 수 있는 헤지펀드나 사모펀드에 대해서는 이러한 공시가 요구되지 않는다.

게다가 EU는 국부펀드가 투자 목표와 자산 및 통화 배분도 공시하기를 바라고 있다. 심지어 국부펀드가 자산이나 통화의 배분을 변경하

고자 할 때는 사전에 반드시 당사국들과 논의해야 한다는 주장도 있다. 하지만 어떤 투자가이든 간에 그들이 장차 투자할 곳에 대해 미리 신호를 주도록 해서는 안 된다. 대신에 국부펀드가 최대 소유지분에 대한 연례보고서를 다음해 2월까지 발간·배포하는 것은 타당성이 있어 보인다.

마지막으로 반발(backlash)에 관한 논의이다. 폴슨(Henry Paulson) 미국 재무장관은 국부펀드의 미국 내 대규모 투자가 계속될 경우 미국 인사이어서 보호주의적 반발이 있을 것이라고 언급하고 있다. 서두에 언급된 설문조사 결과에서 나타났듯이 그의 언급이 옳을 수도 있다. 그러나 국부펀드에 의해 이루어지는 투자의 긍정적 측면, 즉 국부펀드가 미국 금융기관의 자본구조 개편, 저금리, 그리고 주식수요 증가에 어떤 도움이 되는지를 미국 국민들에게 가르치고자 하는 사람이 있겠는가?

가능성 있는 한 가지 해결책은 호혜주의(reciprocity)이다. 최근 사르코지 프랑스 대통령은 “본인은 세계화를 믿는다. 그러나 본인은 국부펀드가 프랑스에서 아무 것이나 매입할 수 있다고 믿지 않으며, 우리의 자본가들이 그들의 국가에서 아무 것도 매입할 수 없다는 것도 믿지 않는다. 본인은 유럽의 장벽이 열리기 전에 호혜주의를 요구하는 바이다.”라고 언급하였다. 미국도 국부펀드의 자금원이 되는 국가들에게 호혜주의 적용을 주장해야 한다. 미국 내 특정 부류의 기업에 대한 인수가 국부펀드에게 허용되면, 국부펀드 모국 내의 이와 유사한 기업에 대한 인수도 미국 투자자들에게 허용되어야 하는 것이다.

최근 어떤 국가들의 국부펀드 당국자는 펀드운영에 관한 특별행동 강령에 대한 아이디어를 거부하였지만, 지난 주 아부다비(Abu Dhabi)와 싱가포르의 9개의 원칙으로 구성된 투자법에 조인했다. 이들 두 나



라는 자국의 투자를 외교정책수단으로 사용하지 않고 오로지 리스크가 조정된 투자수익 극대화에만 사용하기로 공약하였다. 동시에 그들은 규칙에 따라 행동할 경우 차별받지 않기를 바라고 있다.

그렇다면 우리가 내릴 수 있는 결론은 무엇인가?

지금 국부펀드는 세계 자본시장에서 매우 중요한 참여자이며 앞으로 더욱더 중요해질 것이다. 하지만 국부펀드에 대한 잘못된 인식도 많다. 사전승인 없이는 안보관련 기업들을 인수하지 못하도록 하는 절차도 존재한다. 국부펀드의 의도가 전략적 산업 내에서의 지배권 행사라면 많은 난관과 싸워야 할 것이다. 또한 지금까지 살펴본 모든 쟁점들은 국부펀드가 증시를 불안하게 한다거나, 발각되지 않고 내부자거래를 한다는 것이 쉽지 않다는 점을 나타내고 있다.

하지만 공시에 관해서는 보다 분석적인 논의, 즉 지금 국부펀드가 어떤 것을 공시하고 있으며 추가되어야 할 사항은 무엇인지에 대한 논의가 필요하다. 또한 우리는 호혜주의에 관한 세계적 협정도 도출해야 한다. 호혜주의는 국부펀드의 미국 기업 투자에 대한 반발을 일부 해소하기 위한 정책적 수단이기 때문이다.

## 질의·응답

**질문** 훌륭한 강연에 감사드립니다. 귀하는 국부펀드에 대한 대부분의 우려가 근거 없음을 밝혔는데, 본인은 근본적인 문제가 소수 국부펀드에 대한 통제력 상실에 대한 우려라고 생각합니다. 1948년 이후 그동안 서방 강대국이 세계적 현안들을 조정·관리해왔으나 이제는 신흥 강국들도 이러한 역할을 할 수 있게 되었다. 문제는 그들이 잘 알지 못하는 실체의 손에 좌우되고 있다는 점이다. 이것이야말로 진정한 문제이다. 그 실체가 산유국 세력이든 러시아 세력이든 간에 세계는 자동항법시스템으로 움직이고 있다. 엄청난 자금이 움직이고 있기 때문에 중앙통제시스템이 없다. 11조 달러의 이동을 세계가 통제할 능력이 없는 것이 근본적인 문제가 아니겠는가?

**답변** 우선 세계금융시스템에 대한 통제력의 잠재적 상실 등이 보다 일반적이고 기본적인 우려라는 점과, 우리가 통제력을 되찾기 위해 분투하고 있다는 귀하의 견해에 본인은 동의하는 편이다. 그리고 두 번째로, 세력판도에 변화가 있다면 국부펀드는 유럽 및 미국이 반드시 고려해야 할 중요한 시장참여자라는 것이다. 이와 같은 우려들이 존재한다면 공시를 더욱 강화함으로써 해소할 수 있을 것이다.

문제는 우리가 증권화된 자산이 지구촌 곳곳에 퍼져 있는 세계적 시장을 가지고 있다는 것이다. 본인의 견해로는, 현재의 금융위기에 있어서 가장 큰 도전은 대부분의 손실이 어디서 나타날지 모른다는 것이다. 이러한 손실들이 예상치 못한 곳에서 계속 튀어나오고 있다. 이 문제에 대한 해답은 국부펀드에 있는 것이 아니다. 우리가 필요한 것은 부외거래 손실항목(off-balance sheet entities)에 대한 회계규범이며, 이와 같은 손실항목에 대한 부수적 의무의 공시규범이다. 은행이 갑자기 대차대조표상에서 400억 달러에 이르는 부외거래 자산과 부채를 떠안는 것을 보게 되면 투자자로서는 당황스러울 것이다.

**질문** 이 자리에도 활동적인 투자자들이 많이 있겠지만, 세계 주식시장 시가총액이 55조 달러로 보합세를 유지하는 것이 매우 고무적이라고는 생각되지 않는다. 우리 모두는 주가지수가 상승하기를 바라고 있기 때문에 주식시장이 실제로 위축되고 있다는 귀하의 언급은 실망스럽다. 이 부분에 대해 상세하게 설명해주실 수 있겠는가?

**답변** 지난 5년간을 살펴보면 우선 M&A 활동이 엄청나게 많아졌으며, 장외거래와 자사주 매입도 빈번해졌음을 알 수 있다. 이 모두를 종합해보면 유통과정에서 빠져나간 주식의 규모는 신규공모를 통해 발행된 신주의 규모를 초과한다. 그래서 본인은 지난 5년 동안 세계 주식공급이 약간 감소했다는 것에 대한 공감대가 있는 것으로 생각한다.

2015년까지 세계 주식공급이 보합세를 유지하리라는 것은 본인이 장담할 수 있는 부분이 아니다. 본인은 주식공급이 보합세를 유지할 경우 시가총액이 55조 달러에 달할 것이라는 가정을 한 것이었다. 이와 같은 가정 하에서, 2015년이 되면 국부펀드 자산규모가 세계 주식시장의 10%가 될 것으로 보인다. 그러나 주식시장의 규모가 2015년에 두 배로 확대되면 모두에게 좋은 일이 될 것이고, 국부펀드가 세계 시장에서 차지하는 비중은 훨씬 작아질 것이다.

이러한 것은 앞서와 같은 예측작업을 할 때 당면하게 되는 문제인 것으로 생각된다. 여러 교수들께서도 그러하겠지만 우리는 어떠한 가정을 해야 한다. 그러나 본인이 해온 것은 지난 5~8년간 어떤 일이 있는지를 살펴보고, 앞으로 나타날 유사한 추세를 단순한 방법으로 가정하는 일이다. 이미 본인이 지적한 바와 같이 어느 정도의 확신을 가지고 이러한 성장추세를 예측한다는 것은 불가능하다.

**질문** 지난 몇 주 동안 월스트리트에서는 많은 일이 있었던 것으로 알고 있다. JP Morgan이 Bear Sterns를 인수했고, Goldman 및 Lehman과 같은 투자은행들이 발표한 분기별 수익은 기대 이상이었다. 우리가 알고 있는 국부펀드의 투자경향을 감안할 때, 이러한 일련의 움직임이 금융부문에 대한 국부펀드의 투자결정에 어떤 영향을 미칠지 궁금하다. 이러한 사건들에 대해 국부펀드는 어떤 반응을 보이겠는가?

**답변** Bear Sterns, Citigroup, UBS 등에 투자한 국부펀드의 작년도 투자결과는 그다지 좋지 못했다. 그러므로 국부펀드가 문제 있는 금융기관에 대한 투자를 당분간 꺼려할 수도 있다. 국부펀드는 장기투자에서 합리적인 수익을 확보하고자 노력하고 있는바, 그들의 최대 장점은 주식에 5~15년 동안 묶어둘 수 있다는 것이다. 따라서 그들은 여타 펀드관리자들처럼 단기수익을 내야하는 압력을 받지 않고 있다. 금융기관에 대한 국부펀드의 투자결과가 몇 년 후에 좋아질지는 두고봐야 할 것이다.

국부펀드가 “국가적 승자”에게 투자하여 손실을 보지는 않을 것이다. 즉 국부펀드가 문제 있는 금융기관을 구제함으로써 계속 손해를 보지는 않을 것이라는 의미이다. 국부펀드가 손실을 낸다면 해당 국가는 당연히 당황스러울 것이다. 그렇기 때문에 국부펀드는 미국 국채 중심이 아닌, 보다 다양한 포트폴리오를 통해 위험이 잘 조정되어 있는 수익을 원한다.

**질문** 국부펀드는 최근 원자재 시장에 진출하여 엄청난 시장변동을 일으키고 있는 것으로 보인다. 국부펀드가 원자재 시장에 진출하여 가격상승을 주도하는 것은 용인될 수 있는 일인가?

**답변** 본인이 국부펀드에 대한 포트폴리오 모델을 제시할 때 원자재의 비중을 6%로 잡았다. 그 이유는 진정으로 다양한 포트폴리오를 구성하고자 한다면 주식 및 채권뿐만 아니라 원자재도 포함시킬 필요가 있다는 점을 예일 및 하바드 대학교의 기금모금에서 우리 모두 배워야 한다고 생각되었기 때문이다. 아시다시피 지난 2년 동안의 원자재 가격 상승은 대체로 중국 및 여타 국가들의 수요급증이 주도해왔다. 이러한 추세가 계속될 것인지 여부는 대부분 세계 각국의 상황에 달려 있다. 즉 원자재 수요 측면에서, 현명한 누군가가 나타나 현재의 원자재 가격 수준에 합당한 대체물을 개발하느냐의 여부에 달려 있는 것이다. 그러므로 국부펀드가 원자재 가격 인상의 주요 요인으로 간주되어서는 안 된다는 것이 본인의 생각이다.

**질문** 많은 것을 배울 수 있었던 귀하의 오늘 강연에 감사드립니다. 몇 달 전 본인은 영국 관리 한 사람을 만난 적이 있는데, 그는 국부펀드가 기본적으로 세금에서 나온 자금을 가지고 활동하고 있지 않느냐는 도덕적인 문제를 제기한 바 있다. 이러한 점에 대한 귀하의 견해를 듣고 싶다. 현재 한국에서는 국부펀드 확대에 관한 논의가 진행되고 있는데 국부펀드 투자의 도덕적 측면에 대한 우려가 있다. 이 점에 대한 귀하의 조언도 듣고 싶다.

**답변** 국부펀드의 자금은 원유판매수입, 주로 무역흑자로 인한 외환보유고, 연금 기여금등으로 조달된다. 본인이 아는 바에 의하면 자국 국민에게 부과된 세금의 세수를 국부펀드에 투입한 나라는 없다. 각국 정부가 자금을 공공지출보다는 국부펀드에 투입하는 쪽으로 택하고 있다는 것은 사실이다. 그러나 이는 각국 정부가 자국의 정치과정 내에서 결정해야 할 내부적 사안이다. 노르웨이 국부펀드는 특정 무기류 제조업체를 투자대상에서 제외시키는 등 그 기준이 상당히 분명하다.

도덕적 측면과 관련해서는, 노르웨이 의회가 자국 국부펀드에 대한 도덕적 지침을 채택한 상태이다. 사실 본인은 하바드대학교 경영대학원에서 이 과제에 대한 사례를 연구한 바 있는데, 이 논문에서 노르웨이 국부펀드의 도덕적 지침에 대해 자세히 기술되어 있다. 노르웨이 국부펀드는 특정 무기류 제조업체를 투자대상에서 제외하고 있다. 이러한 기준은 상당히 구체적이다. 인권보호 위반과 관련된 일련의 평가기준도 있다. 노르웨이 국부펀드는 인권보호를 심각하게 위반한 기업에는 투자할 수 없다. 하지만 이 조항들에 대한 정의가 제대로 이루어지지 않아 상당한 논란이 되고 있다.

노르웨이 외에, 투자를 위해 도덕적 지침을 세운 국부펀드를 본인은 아직 보지 못했다. 하지만 국부펀드가 일련의 특정 도덕적 가치를 준수해야 한다는 의회나 정부의 결정이 내려지면 가능할 것이다. 다만 본인이 바라는 점은 그 기준에 대한 정의가 명확해야 한다는 것이다.

**질문** 국부펀드가 한국에 진출할 경우 한국 주식시장의 변동 가능성은 어떠한가? 국부펀드를 더욱 훌륭하게 관리할 수 있는 방법을 귀하가 한국 정부에게 조언한다면 한국 정부는 보다 보수적이어야 하겠는가, 아니면 보다 공격적이어야 하겠는가?

**답변** 여타 국부펀드가 한국 주식시장에 투자하기 시작하면 한국 주식시장의 변동성이 심해지겠느냐는 첫 번째 질문부터 대답하겠다. 국부펀드는 장기투자자의 성향이 있어서 헤지펀드처럼 매일같이 주식을 이동시키지 않는다는 것이 본인의 시각이다. 국부펀드는 자금규모가 크기 때문에 매일 주식을 이동시킨다면 높은 거래비용을 치르게 된다. 따라서 여타 국부펀드가 한국 주식시장에 투자하는 범위 내에서는 주식가격의 일일 변동성이 급격하게 상승되지 않을 것으로 보인다.

두 번째 질문은 한국이 자국의 국부펀드를 운영함에 있어서 보다 보수적이어야 하는가, 아니면 공격적이어야 하는가에 관한 것이었다. 본인은 한국 정부의 전체 포트폴리오를 살펴보아야 한다고 생각한다. 한국은 거의 2,500억 달러에 달하는 외환보유고를 가지고 있는데 주로 미국 국채에 투자되고 있다. 따라서 한국 정부의 전체 포트폴리오 면에서 볼 때 한국의 국부펀드는 200억 달러를 주식이나 기업채권에 투자하는 것이 합리적인 것으로 보인다.

더욱이 본인은 “공격적(aggressive)”이라거나 “보수적(conservative)”이라는 말의 사용을 꺼려한다. 이 말이 실제로 무슨 의미인가? 우리가 원하는 것은 양질의 투자분산이다. 하나의 기업에 대거 집중투자한다거나, 소규모기업 또는 대기업 어느 한쪽에 전부 투자하고 싶어 하는 투자가는 없을 것이다. 채권에 모든 자산을 투입하는 것이 보수적 투자의 의미라면 이는 잘못된 것으로 생각된다. 장기 투자자에게는 일반적으로 채권보다 주식이 더 높은 수익을 가져다준다. 게다가 한국 정부는 이미 보수적 채권을 대량 보유하고 있는 중이다. 간단히 말하자면 한국의 국부펀드는 정부 전체 포트폴리오를 감안하여 신중히 투자하되, 상당한 양의 주식을 분산된 방법으로 보유해야 한다는 것이다.

**질문** 본인은 한국 정부가 두 가지 목적으로 국부펀드를 창설했던 것으로 알고 있다. 하나는 외환보유고에 대한 수익을 제고하는 것이고, 다른 하나는 국부펀드를 이용해 한국을 국제적 금융중심지로 만들기 위함이었다. 첫 번째 목적은 금융적 측면을 바탕으로 하고 있으나 두 번째 목적은 정책적 과제이다, 이에 대한 귀하의 견해는 무엇인가?

**답변** 첫 번째 목적은 국부펀드를 위해 매우 합리적인 것으로 생각된다. 하지만 한국이 국제적 금융중심지가 되고자 한다면 싱가포르,

홍콩, 동경 및 여타 도시들과 직접 경쟁해야 한다. 두 번째 목적을 달성하기 위한 최선의 정책도구가 국부펀드인지에 대해서 본인은 회의적이다. 굴지의 국제적 금융중심지가 되기 위해서는 세금공제, 직업교육 등과 같은 일련의 폭넓은 조치가 필요하다. 본인이 이 문제에 대한 전문가가 아니지만, 한국이 국제적 금융중심지로 가기 위한 교통수단으로써 국부펀드에 지나치게 큰 비중을 둔다는 것은 약간 비현실적인 것으로 보인다.

**질문** 국부펀드 발전에 가장 큰 위협이 되는 것은 금융보호주의인 것으로 생각된다. 어떤 의미에서 보면 신흥시장국의 국부펀드는 투자부문에서 규제역할을 훌륭하게 수행해왔다. 하지만 국부펀드가 많아질수록 국부펀드에 대한 보호주의적 반발은 더욱 거세질 것이다. 이에 대한 귀하의 견해는 어떠한가? 국부펀드는 아시아-미국 또는 동양-서양 간 경계선에 있어서 적자 및 흑자가 균형을 이루어야만 사라질 것이다. 만약 동-서 간의 균형이 어느 정도 이루어진다면 어떤 현상이 나타나겠는가?

**답변** 국가 간 무역의 흑자 및 적자가 균형을 이룬다 하더라도 국부펀드는 여전히 존속할 것인가? 우선, 본인은 머지않은 장래에 그러한 일이 일어날 수 있을지에 대해서조차도 자신이 없다. 불균형이 존재하는 것은 기본적인 여러 가지 경제적 이유 때문이며, 이러한 것들은 아마도 계속 존재할 것이다. 통화가치의 변화에 따라 이러한 불균형이 좁혀질 수 있을지 모르겠지만 현재의 모든 조짐으로 볼 때 불균형이 쉽게 사라지기는 어려울 듯하다. 둘째, 본인 앞서 지적한 바와 같이 국부펀드의 2/3가 원유판매수입을 통해 재원이 조달되고 있다. 이러한 재원은 일반적인 무역문제와 밀접한 관계가 없다.

금융보호주의는 아마 계속 문제로 남아 있을 것이다. 본인은 오늘 강연에서 호혜주의 정책을 통한 대응책을 제시한 바 있다. 또 다른 아이디어로써 다음과 같이 가정해보자. 즉, 국부펀드가 “투자대상기관이



속해 있는 국가의 공무원이 그 기관에 투자요청을 하지 않는 한 어떤 기관에 대해서도 자본구조개편을 하지 않겠다.”고 발표하는 것이다. 국부펀드가 각국 정부의 요청을 받아 후 해당기관에 투자한다면 이에 대한 보호주의적 반발이 줄어들 수도 있을 것이다.

**질문** 오늘 강연의 핵심주제와는 관계없지만, 실체도 모르고 어디서 발생할지도 모르는 손실에 대해 귀하께서 언급한 바 있다. 우리는 주식시장에서 7조 달러에 이르는 손실을 내고 있다. 지금까지 많은 사람들이 자신의 자금을 현명하게 투자하기 위해 금융기관에 맡겼으나, 그들은 자신이 현명하지 않다는 사실을 깨닫고 있다. 그리고 불현듯 투자자금이 염려되자 그들은 자금을 회수하여 침대 밑에 보관하고 있다. 투자가에게 미치는 불안감에 비해 손실은 어느 정도인가?

**답변** 금융자문가는 누구나 마찬가지겠지만, 좋은 결과를 내는 사람이 있는가 하면 그 반대인 사람도 있다. 그러므로 금융자문가들 모두가 좋은 결과를 낼 것이라 믿는 사람은 순진한 사람이다. 주택담보대출을 바탕으로 발행된 증권의 가치가 약 5,500억 달러로 추계되고 있지만 장기적으로 누가 손실을 보게 될지는 우리도 모른다. 단지 지금까지 공식적으로 보고된 손실이 2,000억 달러라는 것뿐이다. 따라서 단기적으로는 대다수의 투자자들이 특정 형태의 채권이나 특정 상대방과는 거래하기를 두려워한다. 이러한 현상으로 인해 시장에서는 유동성이 크게 위축되고 있다. 그래서 미국 연준은 유동성을 증가시키기 위해 미국 국채를 차입하기 위한 담보물의 형태를 통상 수준보다 확대 허용하는 등의 노력을 기울이고 있으며, 이러한 노력은 도움이 되고 있다. 그러나 손실의 대부분이 보고되기 전까지는 투자자들의 우려가 수그러들지 않을 것이다. 본인의 직감으로는 실제 손실규모가 사람들의 우려보다 적을 것으로 보이나, 시간이 지나봐야만 알 수 있을 것이다.