

Proceedings

IGE's 15th Anniversary
International Finance Conference
November 24-25, 2008, Seoul, Korea

Lessons from the Recent Global Financial Crisis

Its Implications for the World and Korea



최근 세계금융위기,
어떻게 대처할 것인가?

 세계경제연구원
Institute for Global Economics



국제통화기금
International Monetary Fund

후원



신한은행
SHINHAN BANK

Proceedings

IGE's 15th Anniversary
International Finance Conference
November 24-25, 2008, Seoul, Korea

Lessons from the Recent Global Financial Crisis

Its Implications for the World and Korea



최근 세계금융위기,
어떻게 대처할 것인가?

 세계경제연구원
Institute for Global Economics

 국제통화기금
International Monetary Fund

후원  신한은행
SHINHAN BANK

머리말

급변하는 세계경제환경 속에서 세계적 안목으로 바깥세상의 변화를 미리 내다보고, 이에 적절히 대응할 수 있는 방안을 제시하고자 세계경제연구원이 창설된 지 벌써 15년이 되었습니다. 이러한 가운데 최근 서브프라임 모기지 사태로 시작된 미국발 금융혼란이 세계적 금융위기로 확산되면서 실물부문까지 어려움을 겪고 있습니다만 현재로서는 앞으로의 사태추이를 판단하기가 그리 쉽지 않은 것이 사실입니다.

이에 저희 세계경제연구원(IGE)은 신한은행의 후원을 받아, “최근 세계금융위기, 어떻게 대처할 것인가?”를 주제로 하는 국제금융컨퍼런스를 2007년에 이어 지난 2008년 11월 24~25 양일간 국제통화기금(IMF)과 공동으로 개최하였습니다. 신상훈 신한은행 은행장, Kenneth S. Curtis 전 Goldman Sachs Asia 부회장, Mahmood Pradhan IMF 통화 및 자본시장국 부국장을 비롯한 사계의 전문가들이 참여한 이번 컨퍼런스는 금융계뿐만 아니라 정부, 학계, 언론계에서도 커다란 호응을 보였습니다.

신상훈 신한은행 은행장은 개회사를 통해서 지금 우리가 당면하고 있는 여정이 분명 힘들고 위험하게 보이지만, 세계 각국의 중앙은행들이 적절한 안전망 구축과 시장 내 유동성 공급을 위해 공조하고 있을 뿐 아니라 각국 정치지도자들도 세계적으로 하락하고 있는 민간수요를 상쇄하기 위해서 다양한 경기부양 패키지를 내놓고 있음을 강조하였습니다. 그리고 이러한 노력들이 상황을 안정시키기에는 충분치 않을지 모르지만, 지난 10년 전에도 아시아 국가들은 심각한 외환위기를 겪었고 또 이를 극복했듯이 우리는 이번의 위기도 결국

극복할 것이라는 자신감을 피력하였습니다.

기조연설자인 Kenneth S. Courtis 전 Goldman Sachs Asia 부회장은 이번 위기가 우리에게, ① 대차대조표 상에서 악성부채 및 부실대출을 제거하고, ② 금융기관들의 자본을 확충하고, ③ 디레버리징 (deleveraging) 진행속도를 완화하는 한편, ④ 수요침체의 세계적 확산을 방지하는 등의 네 가지 실천사항을 요구하고 있다고 강조하면서 그 이유와 구체적인 방안을 제시하였습니다.

첫 번째 주제인 “최근의 금융혼란과 세계금융시장 안정성”에 대해서 Charles R. Blitzer IMF 통화 및 자본시장국 부국장은 단일 국가의 단일 모기지 시장에서 금융경색으로 시작된 사건이 최악의 금융위기로 발전된 가장 중요한 원인으로 거래상대방 간의 신뢰도 붕괴를 들면서 현재 이를 해소하기 위한 국제공조가 이루어지고 있으며, 특히 유동성 공급에 관한 주요국 은행 간의 공조노력이 진행되고 있음을 지적하였습니다. 이와 관련하여 IMF도 다자적인 단기유동성 지원창구(Short-Term Liquidity Facility)를 신설하였으며, 개선의 여지가 있는 모든 대출창구를 검토함과 동시에 금융안정화포럼(FSF) 및 국제결제은행(BIS)과 더불어 글로벌 규제환경을 검토하고 있는 중이라고 하였습니다. 한편 조운제 서강대 교수는 최근의 금융위기가 국내 또는 국제적으로 현행 규제 및 감독체계의 한계를 드러낸 것으로써 이에 대한 새로운 발상과 행동, 즉 새로운 규제체계 및 국제금융체계의 설계와 구축이 필요하다고 지적하고 있습니다. 그리고 경제성장 원동력으로서의 효율적인 금융시스템을 유지하는 동시에 금융시스템의 안정성을 확보하는 것이 관건이며, 만연된 리스크 저평가를 바로잡기 위해서 새로운 금융규제를 설계함에 있어서는 단기 업적주의, 투명성 결여, 과도한 경기순응적 성향 등 적어도 이 세 가지

요인들이 해결되어야 한다고 강조하고 있습니다. 그리고 최근 워싱턴 DC에서 개최된 G-20 회의의 결론이 “새로운 국제금융체계”라 할 수 있는 목표에는 미치지 못하지만, 그 범위와 중요성이 평가절하되어서는 안 된다고 역설하였습니다.

두 번째 주제인 “레버리지(leverage)와 금융위기”와 관련하여 Mahmood Pradhan IMF 통화 및 자본시장국 부국장은 이번 위기의 뒤에는 과도한 레버리지가 큰 부분을 차지하고 있는 것으로 보고 있다고 하면서, 아태지역 은행들의 위험노출도는 은행들이 지역적으로 분산되어 있기 때문에 비교적 균형이 잡혀 있지만, 만약 신흥시장에 대한 위험노출도가 큰 서유럽 은행들이 자본을 확충하기 위해서 대출을 회수 및 삭감해야 한다면 디레버리징이 오래 갈 수도 있다고 지적합니다. 그리고 이러한 디레버리징이 자산매각을 통해 이루어질 것이므로 신용증가율에 마이너스(-)적 영향을 미쳐, 은행시스템에 충격을 받은 국가뿐만 아니라 세계 대부분 지역에 영향을 미칠 것이기 때문에 이에 대비할 것을 주문하고 있습니다.

한편 김영도 한국금융연구원 연구위원은 금번 세계적 위기의 요인으로 저금리, 느슨한 대출심사 기준, 자산유동화와 높은 레버리지, 그리고 감시 및 규제 부재 등 네 가지를 들었습니다. 이와 함께 이번 위기가 쉽게 확산될 가능성이 있기 때문에 정책적인 측면에서 한국은 선제적 대응책이 필요하다는 점을 강조하고 있습니다. 그리고 미국 및 유럽의 정책당국이 위기 초기에 리스크의 원인과 규모를 파악하지 못했기 때문에 서브프라임 위기가 진행되는 동안 어려움이 많았다는 점과, 한국은 경기대응적 금융정책과 시장여건을 감안하는 규제제도를 개발할 필요가 있다는 점이 이번 위기를 통해서 한국이 새겨야 할 교훈이라는 것을 지적하고 있습니다.

“세계금융위기가 한국, 아시아 및 국제금융계에 주는 함의”를 주제로 한 세 번째 세션에서 Cheng Hoon Lim IMF 자문관은 이번 세계적 금융위기의 충격으로 인해 ① 아시아 지역 주식시장이 크게 악화되고 있으며, ② 아시아 각국 중앙은행이 상당한 규모의 유동성을 공급함에도 불구하고 유동성 상황이 경색되고 있고, ③ 거래상대방 및 유동성 리스크가 점증하면서 위험기피행위가 증가하고 있을 뿐 아니라, ④ 엔화와 위안화를 제외한 아시아 통화 가치가 상당한 압력을 받고 있으며, 마지막으로 ⑤ 국가신용 및 기업부문 리스크가 증가하고 있다고 보고 있습니다. 하지만 금융시스템의 안정을 유지하기 위해서 한국 정책당국이 취한 매우 강력하고 단호한 조치들은 찬사를 받아야 한다고 하였습니다. 또한 한국에게는 사용할 수 있는 정책수단이 아직도 많은 것으로 생각되기 때문에 한국 금융시스템이 위기에 빠지지 않으리라는 것이 공통된 견해라고 주장합니다. 그리고 세계 각처의 불확실성 수준과 계속되는 시장변동성에 대한 압박을 감안할 때 한국의 원화와 자산이 지속적인 압력을 받게 되지만, 그렇다 하더라도 한국의 펀드멘털이 건전하기 때문에 한국이 시스템상의 위기에 빠지지 않는 것이라고 결론짓고 있습니다.

한편 미국 국제금융연합회(IIF)의 Hung Tran 박사는 현재 위기를 극복하기 위해서 실행에 옮겨지고 있는 규제제도의 변화가 향후 국제금융의 주요 특징을 형성할 것이라고 주장하면서 앞으로, ① G-20 구도가 국제금융 및 경제문제의 집단관리에 더 많은 국가들을 참여시키는 흥미로운 메커니즘이 될 수 있을 것이며, ② 은행 및 금융기관의 레버리징을 억제하기 위해 앞으로 다양한 규제제도의 개혁이 실천에 옮겨질 것이고 이러한 환경에서 거시건전성 규제와 감독이 전체적으로 과거보다 더 큰 역할을 하게 될 뿐만 아니라, ③ 기업모델 및 기대치에 대한 시장참여자들의 태도 등이 변화의 주요 특징이

될 것이라고 지적하고 있습니다.

오후 세션의 특별연사로 나선 Bill Shields 박사는 지금까지 세계금융위기의 핵심요인으로 꼽히는 “신뢰도 위기”란, 본질적으로 은행 및 신용 시스템이 당면하고 있는 위기의 근본원인을 이미 발표된 정책들이 과연 효과적으로 해결할 수 있을 것인가에 대한 신뢰감 부족이라고 지적하고 있습니다. 하지만 최근 신용시장의 위험가산금리가 좁혀지기 시작했다는 증거가 보이고, 대다수 국가에서 공표한 공공금리의 대폭적인 인하 효과가 부분적으로 나타나고 있으며, 동시에 많은 국가에서 은행 대출기준이 크게 강화되고 있는 것으로 나타나는 등 그동안의 정책제안들이 효력을 나타내고 있음을 보여주는 잠정적인 근거가 있다고 주장합니다. 특히 미국의 경우 연준의 기업어음 매입기금(CPFF)이 최근 기업어음시장 개선에 기여하고 있으며, 부실자산 구제프로그램(TARP)의 초점이 재조정되면서 은행에 대한 자본투입이 최우선 정책이 되고 있고 또 시장 역시도 제 역할을 하고 있다고 역설하였습니다.

네 번째 세션에서는 “투자은행 모델은 지속 가능한가?”라는 주제에 대해서 논의가 이루어졌습니다. 이에 대해서 Cantor Fitzgerald - Asia Pacific의 Angelina Kwan 박사는 투자은행 모델의 역사를 수억 년 전 선사의 삼엽충 시대로까지 거슬러 올라갈 수 있는 투구계와 같다고 하면서, 기본적으로 자문서비스, 증권인수, 딜링(dealing), 담보대출 증권화(originating), 해당은행 고유의 자산거래 등으로 이루어진 전통적인 투자은행 모델이 그동안 변화해왔고 또 변화하고 있으며, 특히 또 이번 금융위기 전체가 변화시키고 있는 것들도 전통적 투자은행 모델이라고 주장하고 있습니다. 하지만 지금까지 살아남아 온 투구계도 거친 파고 속에 등이 아래로 뒤집어질 경우 다시

원상태로 돌아오도록 도움을 받지 못하면 사망하게 되는 만큼, 위기에 당면한 투자은행의 경우에도 정부가 실제로 개입하여 적절한 조치를 함으로써 이들의 원상복구가 이루어지도록 해야 한다고 강조합니다.

한편 이장영 한국금융감독원 부원장은 은행영업 모델 중 어떤 형태가 그 나라에 최적인지에 대해서는 견해가 다양하며, 한국의 경우 금융시스템이 일반은행에 지나치게 의존하고 있어서 일반은행과 투자은행 시스템 간의 균형이 필요하다는 것이 정책당국자 및 학계 대부분의 견해라고 주장합니다. 또한 그 역시도, 몇 가지의 결합에도 불구하고 투자은행이 시장에서 달성하는 주요기능 즉 증권발행자와 다양한 투자자들 사이의 리스크를 평가하고 중개하는 기능은 각국 경제 내 자본시장의 효율적 운용을 위해서 필요하므로 투자은행 모델 자체는 여전히 필요하다고 주장합니다. 그리고 한국의 투자은행이 아직 걸음마 단계에 있지만, 투자은행의 성장은 경제발전의 긴요한 요소인 고부가가치 금융서비스 산업과 리스크 자본의 성장 양쪽 모두에게 필요한 것이기 때문에, 한국은 “자본시장법”을 2009년 2월에 발효시킴으로써 금융투자업체가 모든 투자은행 서비스에 종사할 수 있도록 하고, 새로운 혁신적 금융상품 및 서비스를 설계함에 있어서 폭넓은 유연성을 제공할 수 있는 규제적 체계를 제공할 것으로 보고 있습니다.

세 번째 주제발표자인 김형태 한국증권연구원 원장은 미국에서 투자은행제도가 실패했으므로 한국의 투자은행 시스템 도입은 보류되어야 한다는 주장이 있다고 소개하면서, 그러나 한국의 경우는 미국의 허술한 규제와 달리 과도한 규제로 어려움을 겪고 있기 때문에, 한국이 해야 할 일은 새로운 비전과 규제패러다임 하에서 새로운 모

델을 제안하는 것이며, 자본시장법의 목적도 역시 여기에 있다고 주장합니다. 그리고 외부충격에 취약하지 않은 한국 자체의 투자은행 영업모델을 구축하기 위해서는, ① 투자은행의 조직구조를 다양화하고, ② 견실한 리스크관리 조직과 혁신적인 규제패러다임을 초기에 구축할 필요가 있으며, ③ 투자자가 지닌 기업가 정신을 손상하지 않고 시장 안정성을 유지하는 것이 무엇보다 중요하다고 역설하고 있습니다.

“한국 금융기관의 당면 과제”를 주제로 한 마지막 세션에서 Goldman Sachs의 Goohoon Kwon 박사는 한국 은행권의 대외차입 의존도가 역내 다른 은행들에 비해 크게 높지 않은 것으로 보이기 때문에 한국 은행권에 대한 일부 오해가 있다는 것이 Goldman Sachs의 견해라고 밝히고 있습니다. 하지만 지난 2년간 한국 내의 신용이 너무 급격하게 팽창하였으며, 또한 은행 외채를 포함한 총 외채가 급속하게 증가하고 있는 것도 사실이라고 지적합니다. 그리고 지금의 위기가 금융부문에서 촉발된 관계로 금융부문이 철저한 감독을 받을 것이기 때문에 은행경영의 어려움이 가중되겠지만, 대출을 갑작스럽게 둔화시키거나 축소하지 않고 대출장부를 관리할 방안을 모색하는 것이 당면한 은행권의 과제라고 하면서, 한국의 은행들이 중소기업에 대한 대출을 비롯한 각종 대출을 억제한다면 은행권의 문제들을 오히려 악화시켜 신용감소의 악순환으로 이어질 것이라 주장합니다. 그리고 최도성 한국은행 금융통화위원은 본인의 이번 주제 발표가 사견임을 밝히면서 이번 위기가 주는 교훈으로, ① 금융기관의 리스크관리의 중요성, ② 은행회계장부와 거래회계장부를 구별하지 못한 점, ③ 자본의 중요성, 그리고 ④ 규제의 효과성 등 네 가지에 대해 언급하였습니다. 이와 더불어 금융기관의 역할 중 특히 차입자에 대한 모니터링(monitoring)의 경쟁우위를 확보해야 한다고 역설하였습니다.

마지막으로 연세대 박상용 교수는 금번 위기가 한국 금융기관에 주는 네 가지 교훈 외에도 정부에게 주는 두 가지 교훈이 있다고 주장합니다. 우선 금융기관에 주는 교훈으로는, ① 금융기업 관련 서비스 종사자들에 대한 합리적인 보상구조, ② 금융기관 의사결정 권한의 분권화, ③ 조직 구조의 단순화, 그리고 ④ 올바른 리스크 관리 등을 들었습니다. 그리고 정부를 위한 교훈으로는, ① 금융서비스 기업 및 규제당국의 능력에 맞는 금융 혁신 및 개방 속도 조절, 그리고 ② “최종 리스크관리자”의 역할 확대라고 지적하면서 민간부문이 만들어내는 리스크를 관리하기 위한 정부의 역할이 보다 적극적으로 이루어져야한다고 강조하였습니다.

아무쪼록 이 보고서가 이번의 세계적 금융위기를 극복함과 동시에 보다 나은 금융시스템을 구축하기 위해서 진력하고 있는 우리 금융정책 당국은 물론 금융업계에 종사하고 있는 경영진에 도움이 되기를 바라며, 본 컨퍼런스를 위해서 물심양면으로 지원을 아끼지 않으신 신한은행의 신상훈 전임 은행장님과 이백순 은행장님을 비롯한 임직원 여러분께 깊은 감사를 드립니다.

2009년 7월

세계경제연구원
원장 남 중 현

차 례

머 리 말	3
Opening Remarks	15
<i>Sang-Hoon Shin</i>	
Keynote Address	19
<i>Kenneth S. Courtis</i>	
The Recent Financial Turmoil and Global Stability	37
<i>Charles R. Blitzer</i>	
<i>Yoonje Cho</i>	
Leverage and the Financial Crisis	63
<i>Mahmood Pradhan</i>	
<i>Young Do Kim</i>	
Implications of the Global Financial Crisis for Asia and Korea, and for International Finance	89
<i>Cheng Hoon Lim</i>	
<i>Hung Tran</i>	
Lessons from the Recent Global Financial Crisis: Its Implications for the World and Korea	111
<i>Bill Shields</i>	

Is the Investment Bank Model Still Alive?	129
<i>Angelina Kwan</i>	
<i>Jang Yung Lee</i>	
<i>Hyoung-Tae Kim</i>	

What should Korean Financial Institutions Do?	157
<i>Goohoon Kwon</i>	
<i>Dosoung Choi</i>	
<i>Sang Yong Park</i>	

<Appendix>

Guest Speaker	179
<i>Il SaKong</i>	
<i>Kwang Woo Jun</i>	

Program	191
----------------	-----

번역문

개회사	197
신상훈	

기조연설	201
<i>Kenneth S. Courtis</i>	

최근의 금융혼란과 세계금융시장 안정성	217
<i>Charles R. Blitzer</i>	
조윤제	

레버리지와 금융위기 <i>Mahmood Pradhan</i> 김 영 도	241
세계금융위기가 한국, 아시아 및 국제금융계에 주는 함의 <i>Cheng Hoon Lim</i> <i>Hung Tran</i>	265
최근 세계금융위기의 교훈: 한국경제 및 세계경제에 주는 함의 <i>Bill Shields</i>	283
투자은행 모델은 지속 가능한가? <i>Angelina Kwan</i> 이 장 영 김 영 태	301
한국금융기관의 당면과제 <i>Goohoon Kwon</i> 최 도 성 박 상 용	327
〈부 록〉	
특별 연설 사 공 일 전 광 우	345
프로그램	355

Opening Remarks

Sang-Hoon Shin

Dear guests,

It is an honor to stand here before you this morning at the International Conference organized by IGE and IMF. First, I would like to take this opportunity to welcome all the distinguished guests here today. I hope this conference will provide an ample forum for exchanging ideas on how to endure and benefit from this crisis.

And indeed, what a trying time it has been since the last conference hosted by IGE. We have witnessed global financial institutions with over a hundred years of history become insolvent or acquired by other players. Illustrious names like Bear Stearns and Lehman Brothers have disappeared from the landscape because they have fallen victims to the credit crunch that has plagued the global financial markets. What a horrendous devastation of the old financial order it has been!

Since the crisis began unfolding in earnest, stock markets around the world have fallen to levels unthinkable just a year ago, and the commodities market has experienced an outright crash because of the fear of a global recession. The forecasts for next year seem even

* CEO, Shinhan Bank

gloomier, with the onset of a drastic slowdown in the real sector negatively affecting global consumption substantially. Many financial institutions and corporations have been flooded with a dose of dour predictions for profitability and even survival.

Certainly, we seem to be facing a very dangerous and tortuous road ahead. However, not all is bleak; I must remind all of us. We have a new president in the U.S. who is young and energetic. The FRB and central banks around the world have come together to provide the proper safety net and much needed liquidity in to the markets. Political leaders around the world are scrambling to put together fiscal stimulus packages to offset the falling private demand around the world. All of these coordinated efforts may not be enough to instantly stabilize and lead us back to the road of prosperity; however, it's a start.

There is a folk saying that says 'A good start is half the battle.' I believe we, as an international community, have started a proper fight against the forces of economic slowdown and threat of widespread hardship and depression. We, as a world community, have weathered through times of crisis on the scale of current crisis many times before, through the Great Depression, 1st and 2nd Oil Shock, for example. Only just a decade ago, Asian nations suffered through and, in all instances, overcame the currency crisis. I am certain we will prevail again.

Currently in Korea, there are dark clouds hanging over our economy. However, our corporations are in much better financial shape than

they were ten years ago because of thorough restructuring efforts. We have been constantly improving efficiency and maintained safeguards against crisis such as the one unfolding before our eyes.

For example, Shinhan Bank, which successfully steered through the currency crisis in 1997 to become a premier domestic financial holding company, have prepared for such crisis preemptively. Shinhan Bank procured sufficient funding in the fourth quarter of last year, and maintained the highest standard of asset soundness among domestic banks in Korea through the crisis. As a result, even in the midst of an ongoing financial turbulence, we stand on a relatively firmer ground than our competitors.

Dear guests,

Once the dust settles and the crisis becomes past, a new paradigm for financial institutions and businesses around the world will arise to avoid such excesses in the future. There certainly will follow attempts to identify the cause of such excesses, not to repeat the same mistakes. Also, through various forums, many creative ideas and efforts for founding a more constructive and stable financial system around the world will be put forth.

And what better opportunity to start such discussions and exchange relevant ideas than the conference we are attending here today. I believe we all owe thanks to IGE and Mr. Young-tak Lee for providing such a forum for relevant and thoughtful discussions. IGE is paving the way for constructive developments in the financial

industry here in Korea as well as the rest of the world.

I hope all of you gain indispensable insight from the conference and hope to see you again next year, hopefully in a much brighter mood. Again, I would like to thank and welcome all the panelists and guests who are here this morning for the conference.

Thank you.

Keynote Address

Kenneth S. Courtis

Thank you Dr Kim. It is such a pleasure to be here. I would like to thank the three organizers of the event and the gracious invitation that you extended to me and the thoughtful reception that you have reserved for me. It is the 15th anniversary of Institute for Global Economics and it is the 15th anniversary of Korea joining the OECD. So it is really a good time for us to mark that birthday by thinking of those issues. So I also want to thank you for the initiative in organizing this conference.

I think there are a lot of lessons we can already learn from this crisis that can help us with what is coming because certainly we have done some of the right things but we have also made some mistakes that have made the crisis worse. Also there are lessons from other crises. I would argue and have argued very strongly that the country that is the source of this crisis, the epicenter of this crisis has been rather provincial at how it is looking at things. If I close my eyes, I can hear the soundtrack of Japan of the 1990s when I listen to America today. In the last three years as this crisis has built up, many of the same mistakes have occurred. I think Korea has had very painful experiences but one for which America and other countries could

* Former Managing Director, Goldman Sachs,
Former Vice Chairman, Goldman Sachs Asia

learn a lot today in dealing with this crisis.

There are many metaphors we can use to describe this crisis, it has been described as a “tsunami”, it’s been described as a “monster”, as a “pandemic” by its speed, scope, scale and virulence, as an “earthquake” because of its aftershocks and we see aftershocks coming. But whatever metaphor we use, it is really interesting when you look at this crisis and you think of other crises that hit other Asian countries in 1990s, that hit Sweden, that hit the UK in 1970s. There are many things that are common to these crises, yet no crisis shares with this one its global scope and the depth of its impact and, therefore, it is synchronized globally in a sense.

Just a year ago, people were preoccupied with China exporting a few toys that were poisoned when I think more people should have been occupied with what America was exporting to the world. But all of these crises require us to do four things The way we do these four things can change, technically or so, but we have to do these four things.

Number one, we have to clear the bad debt and non-performing loans off the balance sheets of the banks, I will come back to that in a little more detail. Number two, we have to recapitalize the financial system because in dealing with the bad debt their capital essentially gets wiped out. And again you can deal with that in many ways but you have to deal with it. Number three, we have to try to slow the pace of deleveraging. You know, if companies have a leverage ratio of 30 and they take it to 15 and the total portfolio of loans is

1000 and it goes to 500 overnight. Then there is no fiscal policy, monetary policy or social policy that can offset the dramatic impact from that. So we have to also figure out how to slow the pace of deleveraging. Finally all of these crises usually lead to a dramatic downturn in domestic demand and with this crisis a global downturn in demand and if this is not addressed quickly, this is where the image of earthquake comes in because there will be more quakes. There will be further downturn in demand. And a further downturn in demand will undermine asset prices, which will create more bad debt. If you haven't dealt with the issues you have to go back to square one. And much of what you have done has been destroyed and you have to start again.

So those are the four issues, it does not matter how we dress them up or what kind of packaging we use, they are the four key issues that have to be addressed. Also we find that in these crises people start off the least prepared as possible. It never seems to hit when you are prepared. So if you look at the US, you have a transition in leadership, a country that has no savings, savings that are essentially tied up in household real estate and the equity market, so what little savings there was is now even smaller. Big current account deficit and an ideological proclivity of the current government that the role of the state in the economy, the balancing role of the state, is not politically legitimate which has also been a hindrance when dealing with these issues.

And so, as in most crises, you start with the reactive, piecemeal approach dealing with problems as they pop up. You have to go to

a proactive, strategic approach.

And I am not sure we are quite there in America, I think Gordon Brown pushed things ahead in a very positive way with what he did in the UK, and that pushed the rest of Europe and that seemed to push the US ahead but America still seems to be hesitant to embrace a proactive approach to this crisis. And a third issue obviously is the issue of regulation, oversight and governance. And we have to be careful that we don't get stampeded to do the wrong thing, that we don't get stampeded into adopting regulation that could make the next regulation more difficult because there will be a next crisis, these are cyclical, these are almost endemic to the nature of markets that sometimes markets fail. So that is my background of how I am looking at this crisis, how I understand it and how I see it.

Now, I would like to go into some details of some of those and then, in conclusion, I would like to offer some very simple and pragmatic solutions that should not be done in five years time but can be done now and should be done now.

With regard to these four steps: the non-performing loans, recapitalization, the pace of deleveraging fiscal policy and I would link the fiscal policy to monetary policy because we are engaged at the moment in a process that will quickly lead us to an exhaustion of traditional monetary policy. So the Fed and other central banks will move quickly to a kind of monetary policy that Japan had to adopt in the 1990s and I think that is a matter of weeks away. As for the bad debt, there is a bogus idea out there that bad debt is like wine, that it gets better with age, we just wait it out. But bad debt is actually

like garbage and its poisons everything around it. The longer you wait, the more poison there is. So these approaches of throwing money at banks and leaving bad debt on the balance sheets are destined to fail.

Korea has the experience, you created an asset management company. You put the bad debt in the asset management company, you hired people who have had experience in handling these kinds of assets. Overtime you have worked it out. Once you have it in a public system you no longer have the issue of refinancing because you have the credit of the state behind it. You no longer have the condition of the short-term we have to generate an earnings, you can hold it until maturity if needs be. You can bring these assets that end up being viable back to the market at a time of your choosing. This form of asset management company has to be in some form adopted in the US and other countries.

The US now with Citibank has somewhat gone in that direction by offering a guarantee and it is not obvious that this is the last financing that Citibank will need from the US government because Citibank still has tens of billions of dollars in bad loans in excess of what has been guaranteed. It is a company that has a balance sheet way in excess of many countries' GNP, so as the economy turns down they are going to have more problems with their balance sheet. What the government did yesterday was to say we guarantee 300 billion, you take the hit on the first 40 of that and we will take the hit on the other 86% in a sense. This is sort of a backdoor entry to an asset-management company. It is not nearly as efficient or clean and

is perhaps politically less visible. Therefore, in the American context where there is an outgoing administration that is really holding its nose on a lot of these things and is reluctant ideologically to move on such issues, we have got to end up with a large government owned portion of these bad assets, there is no way out without poisoning the entire system. As for the recapitalization of the financial sector, my sense is that it is so large that it will be a kind of quasi-nationalization of the banking system and one could argue that it is already the case. With the Fed, the FDIC, and others providing up to 7.4 trillion dollars of guarantees that they have, in effect already nationalized the banking system.

As for the pace of deleveraging, that really depends on taking the bad assets out of the balance sheets and on the recapitalization. And also it depends on how strictly imposed certain regulations are on the banking system. Some are arguing for a time-out on a few things that are pro-cyclical, such as mark-to-market, large part of the banking system being effectively nationalized at the moment in many countries, not just in the US. Maybe capital requirements should be understood a little differently given that the state, in effect, is now standing behind these banks.

I would like to go a little more deeply into this monetary-fiscal policy nexus. First of all, there is much discussion that after this crisis is over we will need a global central bank. I would argue that we have a global central bank. It is called the Federal Reserve. The Federal Reserve has become a lender of last resort to the world economy. It is flooding the world with dollars. And those who have

been making the argument that the dollar is less and less important should open their eyes. Everyone wants the dollar. Everybody needs the dollar. I think there are two swaps lines without a limit. They are the Bank of Japan and the European Central Bank. They can draw in dollars with no limit. There are another dozen central banks, Korea is one, Singapore is one, and Mexico and Canada are others that have defined swap lines with the Fed. And I would argue that if any of these countries would need more, the Fed would just give them more. So in a sense there is an international coordinated central bank approach and it is run by the global central bank called the Federal Reserve.

The Fed's balance sheet has increased 925 billion dollars when Lehman Brothers was allowed to go under, which was as we all know was a great mistake. It was 2.2 trillion at the beginning of last week, it is obviously bigger today. I believe it will be over 3 trillion by the end of this year. The BOJ's balance sheet got to be 43% of Japan's GNP at the peak of the crisis. By the end of this year if the balance sheet is 3 trillion dollars – it will probably be higher; it will be about 22% of the US GNP. So it would not surprise me at all if the Fed alone ends up with a balance sheet of between 7 and 8 trillion dollars before we get through this, which is about 40% of GDP. Foreigners now only want to buy US Treasury Bills, they don't want to buy any other asset. The US is going to create 1.5 trillion dollars in new Treasury Bills in the next 12 months. So we have got a real dynamic today organized around the Fed, which is working now in effect as a global central bank.

Now with the issue of monetary policy in this context is interesting because I suppose at the next Fed meeting they will cut another 50 basis points. I would be surprised if they went down to zero like the Bank of Japan did because money markets need a certain amount to cover their administration costs. So I doubt that the Fed will go down below 0.5%. So we will have exhausted traditional monetary policy before the December meeting of the Fed, which I think, is on 15th and 16th. And interestingly last week, the Fed said that their December meeting would be two days not one, so obviously they have something important to discuss. I think the important issues they will discuss or have to discuss are moving to quantitative easing. You could argue that interest rates haven't worked and I would argue that they have because it is true that long term mortgage rates and corporate rates have not come down as the Fed funds rate has gone down to 1% from 5.25% but had the Fed not cut down so aggressively the crisis would have been a lot worse. So where I see the Fed going is to adopting a process of quantitative easing.

If you look at how you make Foie Gras, you take the duck and you force-feed it. That is what is going to the banking system globally. The central banks are going to force-feed banks, just stuff the banks with excess reserves and excess reserves. And to do that, the Fed will end up in the first phase buying everything that is not nailed-down and in the second phase they will buy everything that is nailed-down. They will buy all types of securities. There is a limit to how much the Fed can buy in Treasury securities directly from the Treasury but there is no limit to how many Treasury securities the Fed can buy from the market. So, indirectly the Fed will end up

financing a large part of the new fiscal stimulus package that the new government will announce because it will be buying Treasury Securities from the market and other banks. But not just Treasury Securities, the Fed may end up going as far as the Bank of Japan by buying up convertible bonds of companies listed on the stock markets. The Bank of Japan ended up buying even equities, huge amount of equities of just all types of companies, securities of all types related to real estate.

I think the Fed will be going in this direction over the next several months. And their target will be to bring down long-term interest rates and getting people to start buying corporate paper. And if they can do that then they will start to bring down the price of longer-term mortgages and that over time with lots of other things going on should start to put a base on the real estate market which is the sine qua non to stabilizing this. We have got to start stabilizing real estate prices because if we don't stabilize real estate prices there will be more and more bad debt. Let me move on to this issue of real estate prices, fiscal policy and then onto some conclusions.

Some people are saying that home prices have fallen pretty much and are not going to sink much more. I have a slightly different view. If you think about it there are 12 million homes in the US (approximately 12.5% of all household mortgages) that are in negative equity by 20% or more. In other words the loan-to-value, the loan is 120% of the current value of the house. In some states it is worse, in Nevada it is 48%, in California it is 27%. If housing prices fall another 10-15%, which is what the Case Schiller Index is fore-

casting, my view is that we will end up with about 40% of US houses with negative equity. Now let's say your negative equity is 35% underwater, so your loan is worth 35% more than your house and the average real increase in house prices from 2000-2006 which was 2.6%, it would take you 15 years just to get back to having the equity of your house equal to your mortgage. I guess some people will wait 15 years and others will walk. We, in the housing sector, if the economy is not stabilized next year with massive fiscal stimulus and quantitative easing, are going to get into a deflationary spiral. And a further dramatic fall in housing prices which will ripple across the economy, not in small waves and then you can use the image of tsunami, which would completely unwind all the work that has been done so far on banks' balance sheets. So this is not a small issue and that is why I have been arguing for some months that the US needs to engage in some fiscal stimulus that is only now starting to come to peoples' minds.

I was at the Chicago meeting that the new President-elect had organized and at that time the White House was proposing a second budget of 60 billion dollars. One group around the new President elect was proposing a 150, the aggressive group was proposing 250 and last week the business roundtable said 300. And on the weekend we started hearing 500 and then this morning 700. My sense is that the US will have to spend between 5 and 6% GNP per year on fiscal stimulus for each of the next two years or maybe each of the next 3 years. And 5% of GNP is around 560 billion dollars, so I would see the US having to spend 600-700 billion dollars per year over the next two and maybe over the next three years together with quantita-

tive easing to finally put a floor economically under this. Then we have to deal with all the other complex issues while at the same time getting the banks back to lending money, so people can trade, people can buy cars, companies can invest and refinance. Think of it next year alone, there is 4 trillion of refinancing that has to occur.

I would like to conclude and offer a few pragmatic, down-on-the-floor thing that can be done now and then a few suggestions of what can be done as we look more long-term. There is a fundamental conflict of interest in the rating agencies and how they have operated. So here is an idea that I am proposing, that within the G-20 framework led perhaps by an eminent persons group, and people like Dr. Il SaKong are eminently positioned to lead this initiative to create a global ratings agency. We have now a global arbitration system that is centered around the International Chamber of Commerce. I think we will have to create a global ratings agency for all securities that are structured in a similar way. I don't know whether it will be around the International Chamber of Commerce, but whatever it is, it will have to be different from ratings agencies of the past, which are by their very nature flawed. They are paid by the same people they rate.

Number two, this is critical because this goes back to the issue of trust and confidence that is very much the center of this whole issue of the crisis we are in now. We have moved very far along the road to neo-liberalism, as some would call it, viewing that the markets are always right. Well, we all know the markets are not always right. When we stand back and reflect on what has gone on. One of

the things that we have done in this shift in thinking away from the Keynesian model that was in place previously was that we have moved for people's pensions and health care, from defying benefits to defying contributions. I believe that this is going to blow up in our face as people now have no benefits increasingly, their contribution in many cases has been tied up in the equity market, which has been destroyed. I believe there is going to be a huge upheaval. People ask and demand for some security on their health care and pensions. And I think this will drive us back to define benefits, health care and pensions. In the US case in particular, you have this anomaly in the US in which it does not have a national health care program. Its national pension system is small, and education is so expensive. So, many people didn't buy homes that they couldn't afford because they were cheats and liars. They bought homes because they thought they could—over time as the price went up—finance their health care, pension and educate their children. We have a failure of social policy, which has forced people to adopt economic behavior that is not rational.

So I think this whole area is one that requires really serious thought. And is something we can start with and companies can take the initiative. I think the morality and credibility of companies has been undermined. You know we had an example of this the other day when Detroit went to Washington. The way to start this would be for the top management of companies to say we would take a 35% cut in our bonuses. And mid-management a 15% cut and we would use these savings to maintain employment because we have to maintain demand during this period of transition. This would be one way

to support demand while also helping to maintain credibility and confidence.

Although this was announced as part of the communiqué at the G-20 meeting, I think we need a much stronger mobilization around no roll-backs on trade, particularly in the G-20 structure, Brazil, India and China, the US, Japan and the EU. We should put them in one room and say “you will get water when you have an agreement on Doha.” “We will lock you in this room until you agree”. And I think with no water, that after 24 hours they will come to an agreement.

There is an environment being created now that could pull people towards protectionism pretty easily. The US is going to be bailing out for a while its car industry, the Europeans don't need any encouragement to do the same thing, others will do the same thing.

It was interesting last week that the people from Detroit came to Washington to ask for money. They are losing money systematically. Yet, the Japanese companies Detroit Nissan and Honda, which are making money, already announced that their top management are taking a big pay cuts, they already announced that their mid-management is taking a pay cut. The guys from Detroit when they were asked that question hesitated. So I think these issues have to be addressed, because if there is no credibility in the corporate sector and they go to the government and ask for help on the trade front, there is no credibility there.

Another suggestion is on trade insurance. If the banks are not pro-

viding letters of trade credit, which increasingly they are not doing, trade is going to fall. A country like Korea is right in the bull's eye, China too. It's a global phenomenon of monumental proportions. So my sense is that all countries have to review now, not in two years, now, trade insurance, export credit insurance, finance trade credit insurance of all types and increase it quite substantially to allow trade to continue until we can get the banks back on their feet.

I mentioned fiscal policy for the US but it is not just for the US, Korea has made a big step, Japan has made a step, China has announced a big number. There are many cynics out there who say the Chinese number it is a big number but it is a political number that it would not go beyond the carpet of the G-20 meeting. I have been to Beijing and I have talked with people who are involved with the NDRC, Ministry of Finance on this budget in particular. It might not be 4 trillion yuan, but that is beside the point. They have got a big effort of modernization that is ongoing, but they have put in place a number of programs that allows them to substantially increase programs that are already in place. So it is not like they are going to build a bridge and then has to do a three-year feasibility study.

For example the Chinese are going to build five thousand kilometers of new railways a year and they have decided to increase that to seven thousand five hundred. That is just adding to plans that are already in place. And that is the same for housing. They are making 12 million new houses a year, public housing, they have decided to increase that by 50% for the next two years. Those are plans they already have, they are just telescoping them. So I think the Chinese

policy is going to be bigger in its impact than many have discounted. Because China is going to go through with 50% growth in their last three years with their exports, China is going to have difficult period as you are. As net exports come down and before domestic demand clicks into place. I have seen the forecast for Korea but I have seen other forecasts that are not as optimistic. And I think we all have to be realistic and keep our fingers on top of governments to make sure fiscal policies are going to make a difference now.

I said earlier we should make an eminent persons group within the G-20 to look at some of the broader and more long-term issues. And I think some of the issues we could look at are the mark-to-market rules, capital adequacy rules of the banking sector in times when the banking sector is nationalized which this eminent persons group could look at. One, obviously, is looking at the global institutional architecture and there are a lot of people who say we should scrap the IMF, we should scrap the World Bank, and we start from zero. My sense is that is dead wrong. We should build on the IMF, the IMF has a lot of experience, and it's made mistakes. We all make mistakes. It's done good things. The people there have a lot of experience, so we should build on that.

I think also in working through the new architecture, we have to bring in a new balance. We have to bring in a new structure where everybody is subject to the rules. So many countries say that the IMF is an extension of the US Treasury. In the last two years what has the IMF said to the US that has had any effect? When the IMF came to Korea it had some impact. So I think if you are big or small,

young or old, I think the new international architecture should apply to you. I think the new international architecture should be able to deal with both countries in a long-term imbalance on the deficit side but also on the surplus side. Because this is both ways. If we deal with countries that are in long-term imbalance on the current account surplus side then we also deal with countries that have inefficient domestic demand and then deal with the countries that have insufficient domestic demand and aren't dealing with the structural issues that allows for domestic demand and, of course, Japan would be one of those. Currently, China would be another. I think the global eminent persons group could also look at some of these broader issues of rebalancing, particularly continental Asia ends up playing a bigger role in the future than it has in the past. And you in Korea can play an important role because of your close and unique relationship with China.

Robert Mundell said in 1999 when he won the Nobel Prize was that "any simpleton should have known by 1910 that the dominant economic fact was the rise of America". And I would say today that any simpleton should know today that the dominant economic fact is the Chinese renaissance and Asia around China.

But Mundell went on to say that because Europe was reluctant to concede power to America and authority to America and because America did not realize how much muscle it had it was reluctant to take on a bigger role, it was so caught up in its own development, it had this view as Jefferson said "never to become entangled in international relations". America didn't play much of an international role

and Mundell's view was that it was in the clash of those two, resisting change and the new power not being integrated in that structure and refusing to take responsibility, that much of the economic turbulence was born from that conflict. Well, I started by saying that we should learn from other crises, that there are a lot of valuable lessons to be brought together and I think there is also an important lesson that we can learn from history. History teaches us that if populations are left with no hope in situations of great economic and financial turmoil that the strangest things can happen. And I think that has to be for us an enormous motivation to remember what was said last night in the toast. "That we have many miles to go before we sleep", that Robert Frost poem. We can't give up the optimism and can't give up the hope. And it is in that leadership in that situation, the situation we are in now, that it is more critical than ever.

That is why when I was invited to participate in this meeting I was both humbled by the people that would be in this room but also I was eager to participate, because it is us, you, me and others like us who now have to take the responsibility in our own hands of shaping and providing that leadership because if we don't and don't try to use that to influence people who can make change, the strangest things can happen. They could be things we don't need and don't want to happen.

The Recent Financial Turmoil and Global Stability (I)

*Charles R. Blitzer**

Thank you very much, Chairman Kim. I would like to thank the IGE, Dr Lee and his team and Cheng-Hoon Lim at the IMF for organizing this interesting and timely conference. I would like to firstly associate myself with the previous remarks by Kenneth Courtis and recognize Shinhan Bank and the opening remarks. So let me go through a few things quickly.

There has been so much going on in the last sixteen months now. You must see the news or get reports from your broker-dealers or some of you might be broker-dealers. You can get buried in the data and the materials I have are just a few of the literally thousands of charts you can have to illustrate what is going on in this crisis.

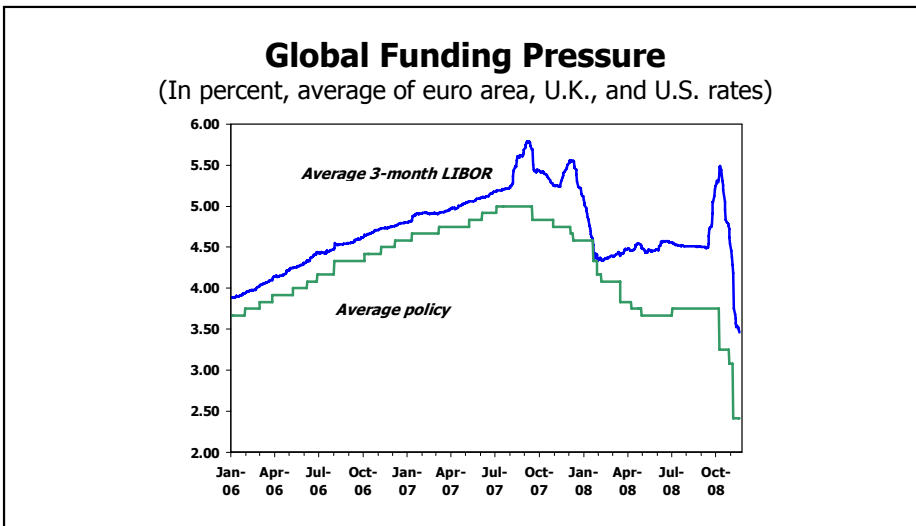
The first interesting question to ask is how is it that what started out as financial distress in one corner of one mortgage market in one country, albeit the largest in the world, manage to morph into the worst financial crisis and certainly the worst economic crises we have had in the last seventy years. And if you think back, in the last 16 months we have had a crisis that has spread from market to market,

* Assistant Director, Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund

from geography to geography in sometimes predictable and sometimes unpredictable ways. And it started out with mortgage-backed securities and many of them weakened as well as the equities of homebuilders starting out more than 16 months ago. But what really dates this crisis is the breakdown in the money markets, which began in August 2007 and there are many ways of looking at this but confidence essentially between lenders broke down.

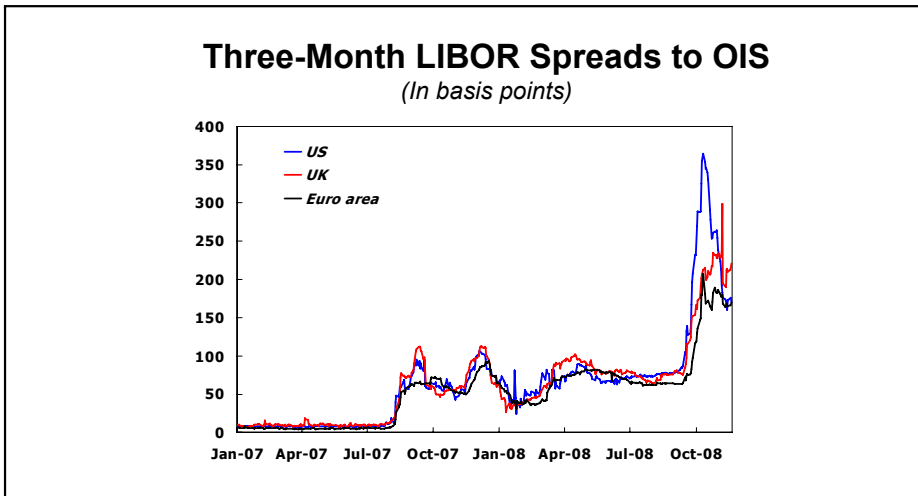
If you look at Figure 1, it is from July to October 2007. The line on top is LIBOR, the average 3-month LIBOR and the line below is the average policy rate of large global central banks. The gap in between the two is one measurement of dysfunction in the money markets and the unwillingness of banks lending to each other. Another way of looking at it is three-month LIBOR Spreads to OIS (figure 2). Again this is a measurement of trust between banks.

⟨Figure 1⟩



And a theme I want to talk about and one that this conference should discuss is the breakdown of confidence among counter parties being among the most pernicious and unique factors, which has made this particular crisis as devastating as it has been.

〈Figure 2〉



So after spreading to money markets, the SIVs, the parallel money markets and everything that we were reading about a year ago, global equities have gone through a whole period of weakness, particularly. In recent months, we have seen a particular weakness in the financial institutions in both their bonds, their CDS, equity prices – most recently punctuated by Citibank over the last week.

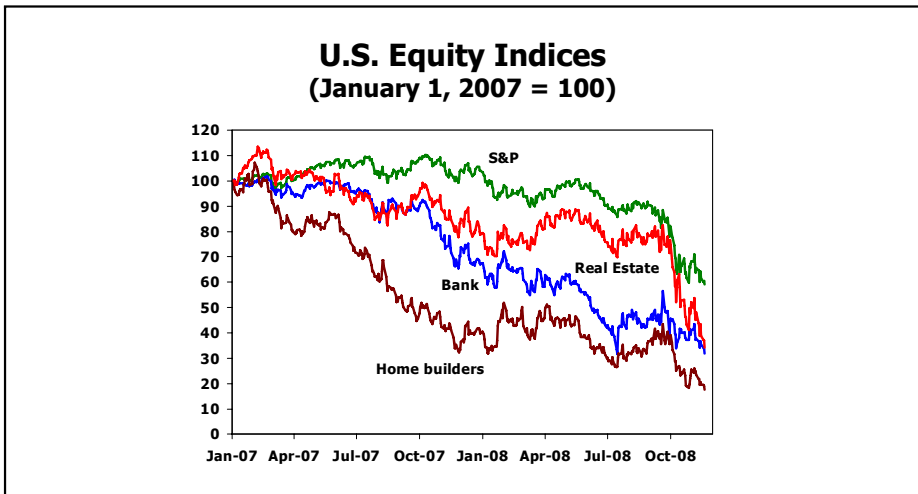
Credit markets have increasingly become dysfunctional in recent weeks with issuance steadily grinding down, starting with weaker credits and moving up to quite normally high-rated credits having difficulty in the market. Insurance companies and now pension compa-

nies have come under pressure. Through much of the crisis, by the first eleven months we had commodity prices booming but since July commodities have come off by about 60%, slightly more for oil, slightly less for metals. And emerging markets, I will discuss more, which by and large did quite well relatively to other countries since the Lehman Brothers episode are really in the maelstrom at the moment.

Just a brief illustration of what I was saying about equities (Figure 3). If you see here, the homebuilders on the bottom started their decline even before July-August last year, they started early in 2007. And you can see essentially that not only have real estate and banks under performed but that the markets recognized their weakness earlier. But since July of this year there has been an increasingly generalized fall in equity values. The S&P dipping off in the order of 40%.

These two graphs (figure 4) illustrate the pressure that banks have

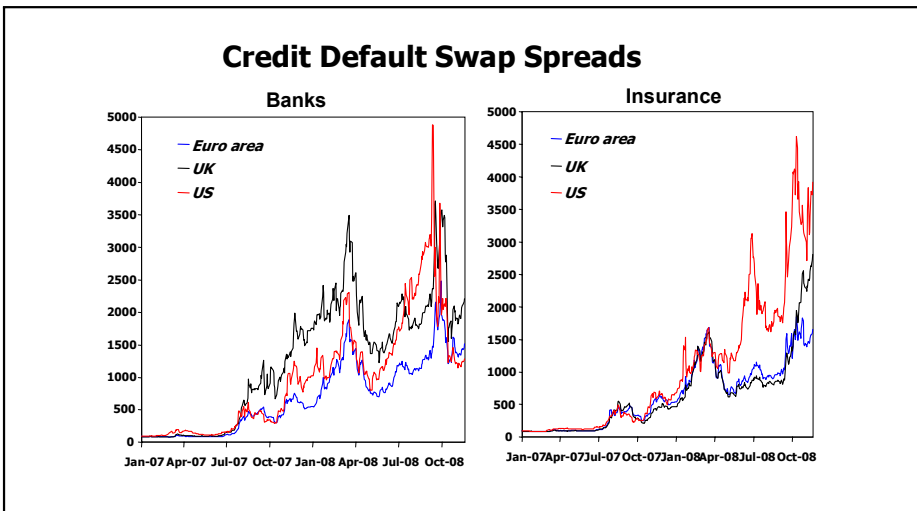
⟨Figure 3⟩



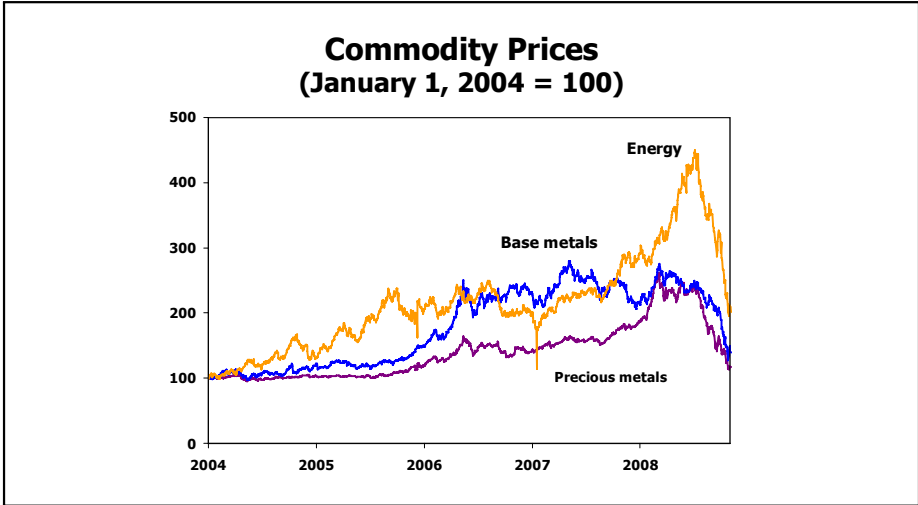
been under and more recently insurance companies. They are CDS spreads. Of course if I added one more week on the banks I would have captured the activity last week with Citi and another spike back up just when things were looking a bit better. But what we have is an unpredictable crisis whose epicenter increasingly, is in my view at least, confidence in financial institutions among themselves.

This is the well known view on energy and other commodity prices (Figure 5). The boom occurred, divorced from the reality of what was going on, during the financial crisis, going on unabated until late July and then the sharp fall since then. Volatility spiked up sixteen months ago (figure 6) and super spiked post-Lehman and I agree with Kenneth Courtis that economic historians are going to look back at that decision as among the most crucially negative decisions if not the worst.

⟨Figure 4⟩

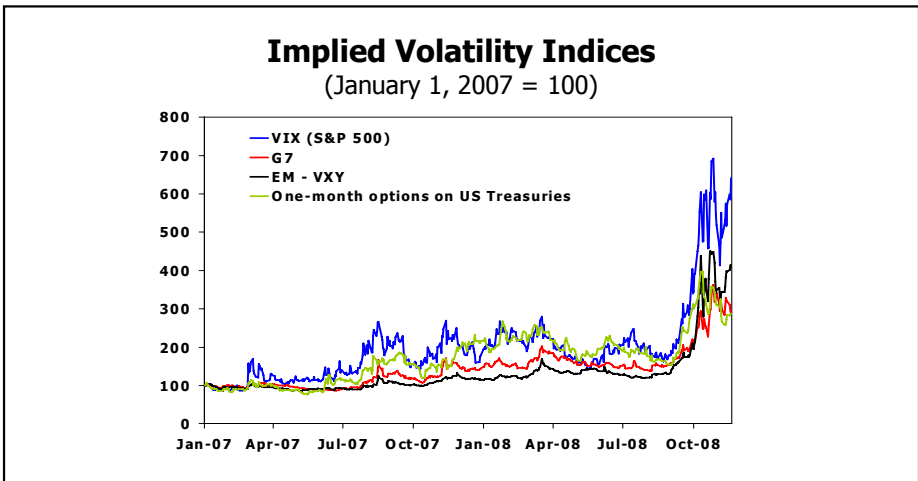


<Figure 5>



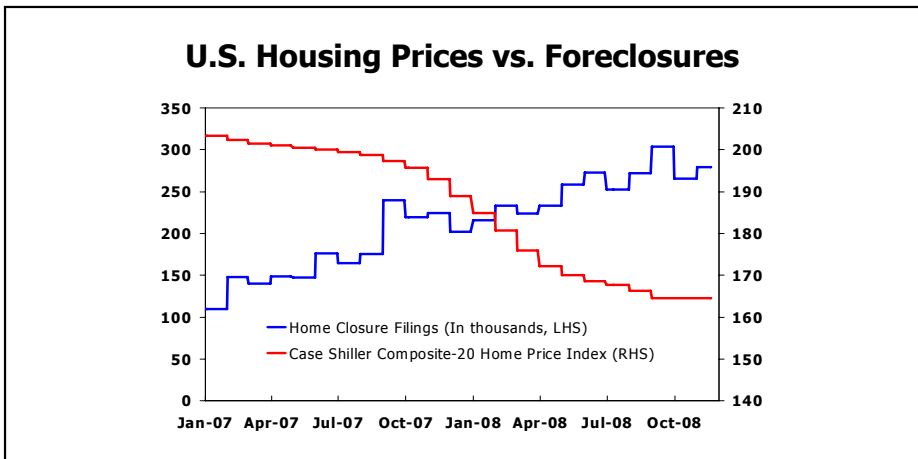
The drivers themselves over the past year have evolved, it was and remains US housing prices. Foreclosures increased and the securities linked to many types of mortgages including subprime mort-

<Figure 6>



gages, super senior tranches, the downgrades on all of that was the initial trigger and that had an impact on the financial institutions which had very large exposures to these things. And that is continuing. You can see a little bit of that here (figure 7). The bottom line shows steadily up, that is foreclosures on a month-by-month basis. The upper line is housing prices and there are few who believe that this crisis cannot turnaround until these two lines on the graph begin to turnaround.

〈Figure 7〉



So the first two drivers were markets and then quickly thereafter people began to focus on what was the level of leverage within various types of financial institutions. Leverage turned out to be higher than people expected, maybe they weren't looking and maybe they didn't realize it was extremely widespread throughout the financial system both in the types of institutions and the geographic spread. And the third part I would like to emphasize is the extremely widening loss of confidence. It is what I would put a lot of emphasis on

as a continuing driver. First, it was counter-party. We saw that, of course, in the money markets and the dysfunction of money markets is continuing despite massive injections of liquidity, which continues from the central banks, which have become the short-term liquidity providers. Confidence in credit has weakened and will continue to weaken and particularly in recent weeks and to an increasing degree worries of macroeconomic risks both nationally and globally are accelerating to say the least.

Until recently, policy reaction had been mostly “on the fly” like watching a tennis match or ping-pong game. Something would happen and the authorities would react as cleverly as they could be with ever larger and broader provisions of liquidity. And with less and less stringent collateral requirements. Last March there was the struggle to avoid the collapse of Bear Sterns, which was thought to put at risk a number of derivative markets. That was, to say the least, a three-day event, which most people expected to be repeated with Lehman Brothers, which it wasn't.

Finally, at least talk of a shift to “comprehensive” actions post-Lehman Brothers, I am not sure that we are entirely there yet, be it globally or at the US-level. We see capital infusions, broader provision of liquidity and in other places action on macroeconomic stimulus and in other places talk of action. But what does not seem to be on the table is where Kenneth Courtis started, where are the toxic assets? The TARP program in the US, more or less starts for the toxic assets and yet they are off the table in the current Administration's view. I think Kenneth Courtis is not the only one with the view that

unless toxic assets are out of the hands of the private sector and into a bad bank or whatever the equivalent is country by country, this thing will have a hard time getting better.

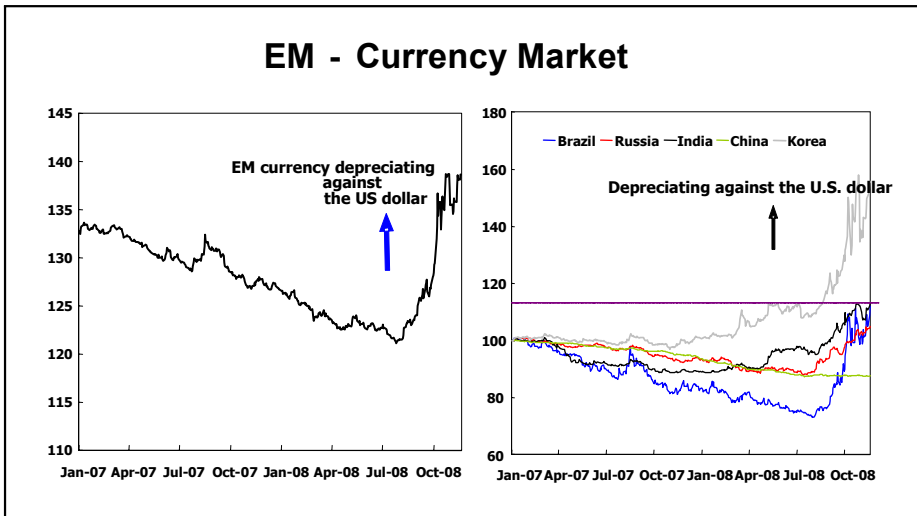
Global coordination has certainly improved in some respects. We have had coordinated liquidity action across major central banks. As was mentioned, the Fed has swap arrangements with a number of central banks, I think the number was ten, four of whom are usually viewed as emerging markets including Korea. And I think this clubbing will increasingly be an important factor going forward. Are you in the club that gets Fed protection or are you outside the club that has to get financing from more traditional ways like from ourselves (IMF)?

Policy competition has been an issue. I think one illustration of this was in September when Ireland put its very comprehensive deposit guarantee system out, other European countries objected but were soon doing the same thing because their Euro partner was doing it. And similarly we have seen various forms of what I can only call competition for protecting domestic institutions, for protecting domestic depositors. And as I will get back to this in a few minutes, there are always unintended consequences of those kinds of policy competitions.

Now I want to talk briefly about emerging markets. For the first year more or less from August 2007, the impact on most emerging markets was quite small. If you look at currencies as one indication (figure 8), if you look at the left chart it is the weighted average of

emerging market currencies. Going down means your currencies are getting stronger, going up means they are getting weaker. And you see the longer period of strength in the emerging markets' currencies. You see a somewhat similar picture on the right, which shows the BRIC countries plus Korea where, in particular, Brazil's currency which was a great carry-trade for many portfolio investors was rather strong. And you have the same type of story in a number of other countries. So currencies were strong.

<Figure 8>



There was certainly some strong tightening of external financing, particularly in the winter of 2008. There were very little syndicated loans, very hard to place new bonds and this was primarily squeezing corporates since sovereign issuance requirements had been particularly low. Equity prices have been rather more correlated with global equities and other asset markets. So you have had periods of

strength and weakness in emerging market equities seemingly less correlated with what was going on domestically and fundamentally much more on global markets.

So why did the emerging markets hang in there pretty well, I would not say out-performed but under-performed less than compared with other countries and other asset markets. First of all, you had the booming commodities markets performing as if the global recession were not coming at all. Second, sovereign balance sheets of emerging markets perhaps starting with Korea, were much stronger than they were ten years or so ago when the last round of crises occurred. Many countries have built up large levels of reserves, sometimes parked in central banks, increasingly parked in sovereign wealth funds. But the asset side of most sovereigns' books was much stronger.

On the liability side, a sharp decline compared with ten years ago in FX sovereign debt, replacement by domestic debt so much less exposure on the sovereign balance sheet to movement in currency prices. And generally, at least among the larger countries, debt-to-GDP ratios at the sovereign levels were contained relative to where they used to be in 1996, 1997 and 1998. And finally there was not much exposure to the "toxic" assets by commercial banks and other financial institutions in most of the emerging markets. There were a few exceptions here and there but generally that was positive.

However, there were vulnerabilities that we saw building up. Some of the corporates were able to finance themselves on local markets,

there was some reluctance to take higher spreads and some took reduced maturities. Countries which were reliant on external financing and large current accounts, big build-ups in the rate of growth of credit, reliance on foreign banks that we at the Fund as well as others saw as vulnerable. And most of the countries we saw as particularly vulnerable were those in central and eastern Europe, which had a great reliance on foreign loans and current account surpluses.

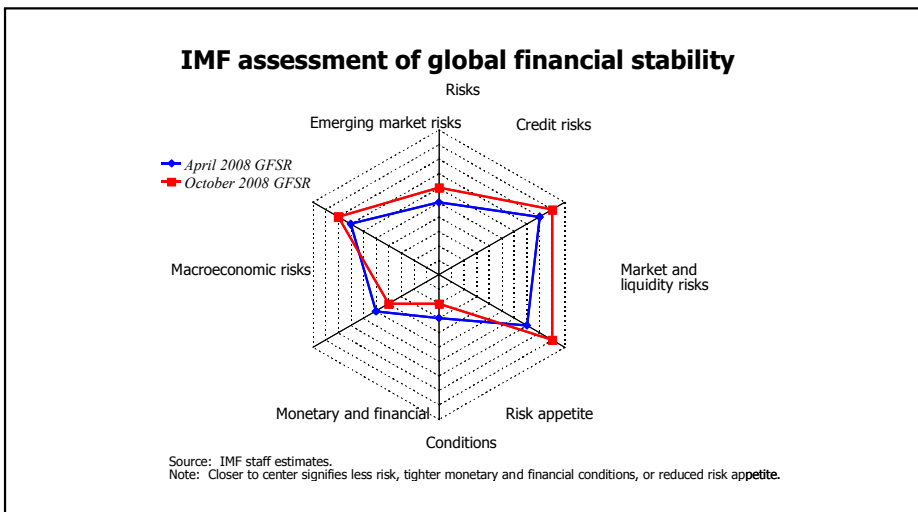
But boy, did things hit with a vengeance two months ago. And we see it in all the data: equity markets weaker, currencies very weak, shooting-up spreads on corporate and sovereign paper, some strains in some countries in money markets. Some of the countries that seemed to be the most effective weren't those in central and eastern Europe, which were small on the liquid. A lot of the initial action after Lehman when asset managers in a number of countries were forced to very quickly deleverage, to make redemptions, needed to raise money, sales tend to be focused on places where you can sell. So Brazil, Mexico, Korea, Russia got a bit more than they deserved because they were more liquid.

There were explanatory factors after Lehman, the collapse of commodity prices, the deleveraging and finally the realization that the threats of recession were real. It wasn't all external. Various ways in different countries, the corporates were in a weaker position than six months ago. Countries where corporates had chosen to postpone financing, chosen to take very short maturities last spring in the hope that the situation would be better this fall were wrong. In some countries, most notably in Latin America, there were some corporates that

bet the wrong way on currency derivatives. But what we are seeing is that those countries which are in a position fiscally and in terms of balance of payments and balance sheets are beginning to react similarly to the mature market countries with their fiscal packages, with ways of supporting local corps, which need to refinance external loans. And some are, of course, in a more difficult position because they do not have the safety net of the Fed nor do they have the domestic balance sheets and fiscal situation, which allows them to more easily stimulate their economies.

In our *Global Financial Stability Report*, which we put out twice a year, the last one was in September and you can find it on the internet, one way in which we illustrate where we think conditions are is in the spider web (figure 9). Here, we have where we thought it was in April and now where we thought it was in October. I just

〈Figure 9〉



wanted to talk a little about if we were to revise it six weeks on in which directions we would be revising.

Clearly macro risks are larger than they were before. On the other end of the horizontal axis, Market and Liquidity risks, I think that changes day to day, but the mere fact that we have good days followed by bad days still makes this situation in my view extremely precarious. As for credit risks, I think there is no question they are getting worse. Default predictions be it from market prices, be it from ratings agencies, be it from just reading the newspapers are not getting any better and in all likelihood are going to get worse. So the outer line is going to go out in that dimension. In emerging market risks there is no question, at least to me and I am pretty sure about my colleagues, that if we were to revise this spider web today that the emerging markets risk would be two notches further to the northeast. There are a number of countries that have been particularly hit. The number of countries we have had to put programs in place for are up to 5 or 6 and that number is going to be larger.

Macroeconomic projections, (figure 10) these numbers were posted on the web a few days before the G-20 meeting in Washington. And these are the same numbers we gave the G-20 meeting and they are significantly lower than our official numbers that we published in our *World Economic Outlook*. If you have read the news over the past few weeks, the risks are on the downside not that we are being too pessimistic. What you see is that we are actually projecting a decline in average for all of next year in the US and all of the Euro area. Our latest projections assume that things will begin to turn

around in the fourth quarter of next year with fiscal packages having an impact. On the other hand, these projections may be optimistic in terms of financial conditions and how tight credit becomes and how long it takes for credit markets to begin to function.

(Figure 10)

	<i>Projections</i>		
	2007	2008	2009
Advanced economies	2.6	1.4	-0.3
United States	2.0	1.4	-0.7
Euro area	2.6	1.2	-0.5
Newly Industrialized Asian economies	5.6	3.9	2.1
Emerging and developing economies	8.0	6.6	5.1
Central and eastern Europe	5.7	4.2	2.5
Brazil	5.4	5.2	3.0
China	11.9	9.7	8.5
India	9.3	7.8	6.3
Korea	5.0	4.1	2.0
Mexico	3.2	1.9	0.9
Russia	8.1	6.8	3.5

Source: IMF, *World Economic Outlook*.

I have the BRIC countries, the forecast for those and Korea. 2% for Korea, the official forecast is still 3% here. I am sure you are aware there are a number of private sector forecasts that are below ours. But everywhere we see much weakening and concerns that the risks remain on the downside not on the upside.

Just to briefly review what we are doing. As you know there are only four countries that have the swap line with the Fed. And the Fund and its membership has certainly realized that that sort of membership would be useful for other countries. So we created a Short-Term Liquidity Facility, which in a number of ways is meant

to mimic the Fed's swap line without the "club" aspect of it. These are for countries that have strong policies and can be trusted to do the right thing to take care of their economies, the size of these can be up to 5-times the quota, it is related to how many votes you have in the fund and what you have deposited. These are 3-month loans that can be renewed twice so in theory countries can borrow without exposed conditions from the Fund for up to 9 months. So far, no country has used this but it is only a few months old.

Our standby facilities, which can be much larger relative to quota, it is the type of lending vehicle that all of you know and must love from the past, "the Standby Arrangement". And we have arrangements for Hungary, Iceland, Pakistan and Ukraine as well as a few others under negotiation. We are reviewing all of our lending facilities and trying to find those that can be improved, areas which are not covered now and might need new facilities, particularly related to precautionary facilities, crisis prevention facilities. We have a program that our department administers for the IMF, the Financial Stability Assistance Program. We are working on upgrading that and better integrating it into our macroeconomic work both at the bilateral and multilateral levels.

And in response to what our membership has asked us to do at the most recent annual meeting, we are reviewing the global regulatory landscape alongside the FSF and BIS. And finally we are trying to redouble our efforts on identifying and getting attention on vulnerabilities and global warning signals of impending difficulties.

With that let me thank you, Mr. Chairman.

The Recent Financial Turmoil and Global Stability (II)

*Yoon Je Cho**

It is a great pleasure to be here this morning. Firstly, I would like to thank the IGE, IMF and Shinhan Bank. And I would also like to congratulate IGE on its 15th anniversary. I think IGE has made a great contribution to the exchanging of views between Koreans and foreign experts on economics and finance. In so doing it has stimulated much debate in Korea. So I wish IGE another successful 15 years. The title of this session is the “Recent Financial Turmoil and Global Stability”. Mr. Blitzer has just presented the picture of the recent financial turmoil. So let me focus on the stability issues.

It was about a week ago that the G-20 meeting took place in Washington to discuss very broad issues. But I think we can put it into two general categories. The first is how to deal with the current crisis with a coordinated response. The second one is how to deal with a more robust international system. And they agreed to meet again next year before the second quarter to discuss these issues. There will then be several important ways that the coming months will represent both a test and a turning point for the global economy and international financial market as well as global governance.

* Professor, Sogang University

While what was reached in G-20 falls short of what we can call “a new international architecture”. Nonetheless, the scale and importance should not be underestimated, the working groups that have been formed have to come up with a specific agenda and conclusion. Also, the explicit commitment of these G-20 leaders and the intention to reconvene in a few months are part of the momentum of the current reform effort.

There has been unprecedented financial turmoil. An estimated US\$27 trillion or over 40% was wiped from global stock markets by October of this year. The Bank of England has estimated that the mark-to-market losses in bond and credit securities would be in the region of US\$2.8 trillion (this is the equivalent to 85% of global banks’ tier 1 capital of US\$3.4 trillion), double what the IMF originally predicted. And between April and October 2008, various central banks and governments provided implicitly and explicitly US\$8 trillion of funding for their wholesale markets to prevent total seizure coupled with drastic cut of interest rates worldwide.

Now what caused the current crisis? The origin of the current crisis can be traced to some major trends, which have happened during the last two decades.

First is the integration of a labor force of 3 billion into market economies that gave rise to a global flood of cheap goods and low inflation for nearly two decades. Second is the monetary response to this. The effect of cheap labor into the world economy deluded central bankers in the West to loose monetary policy without inflation. The third factor is the increase and reversal of carry trades using low

interest rate currencies added to volatility and volume of global financial trading and flows.

The fourth factor is the emergence of financial engineers. They created financial models to manage risks and staffed the investment banks and hedge funds that dominated financial markets globally. Taking advantage of low interest rates and carry trades, speculation and ‘search for yield’ became the driving motivation for financial innovation. Also, improvements in telecommunication and computing created dynamic trading using real-time information that was superior to the conservative “buy and hold” retail investors.

Lastly, the phase of global deregulation of markets, both in trade with the establishment of the WTO and other trade issues with the trade in goods and services to capital flows. And the deregulation of capital accounts combined with what I have mentioned combined to help build up the global imbalance in which savings and investments from emerging economies and a lot of reserves from emerging markets flowed in to buy the bonds which financed Fannie Mae and Freddie Mac and build up the mortgage bubbles in the US. Also, the demographics in these countries that provided the labor consisted of younger people who tend to save a lot more than those in the industrialized economies who were older and tended to lower household savings. This imbalance of global savings and investment led to a huge current account imbalance.

With this development of a new global economic environment, in the financial markets, there has been a widespread under-valuation of risk. This included under-pricing of the unit of risk and underassessment of the quantity of risk that financial operators took upon

themselves.

A number of factors had contributed to this financial environment, which prevailed until the middle of last year. First is the spread of “originate” and “distribute” banking models, which I don’t need to go into. This led to a separation of those holding credit risks from those monitoring and managing them. Investors thus assumed that originators would perform proper risk management. But it turned out that that was not the case.

Then there was the prevailing full faith in the ability of rating agencies, as Mr. Courtis mentioned, to draw up risk assessment for instruments that were new. But it turned out that they themselves did not fully understand the risk but at the same time they gave very misleading ratings, also, there was massive concentration of risk and increased leverage in some large financial institutions. This derivative market transaction in nature is mainly the transaction through the OTC market. And the net worth is very important. Between 2001 and 2007, 15 of the world’s largest banks and investment houses accounted for more than two-thirds of transactions in financial derivatives. During this period, these 15 institutions tripled their balance sheets and increased their leverage markedly. And at the end of 2007, the five US investment banks had total assets of US\$4.3 trillion, but only an equity of US\$200.3 billion or a leverage of 21.3 times.

The crisis has shown clearly the limits of the current regulatory and supervisory frameworks at both the domestic and international

level. This means that a new thinking and action is needed in two broad areas. Reform maybe a bit of a strong word but a new design of regulatory framework and a new international financial architecture is needed.

These trends, I have mentioned, cannot be stopped nor is it desirable to change it, it is the trend of our time. We have to live with them. So the challenge is to preserve an efficient financial system as an engine for economic growth and, at the same time, ensure its stability.

In this connection, at least three factors have to be addressed in the new design of financial regulation in order to correct the widespread under-valuation of risks: *shorttermism*, *lack of transparency*, and *excessive pro-cyclicality*.

Now “shorttermism”, which has always been with us only recently, financial systems have favored instruments and intermediaries that promise large returns in the short term. Institutions come under pressure to follow the strategies of those able to show high short-term profits. And this process tends to lead to herding behavior, in which risk controls easily become a secondary issue. So, there is a need to counter these mechanisms and establish the right incentives for achieving a balance between short-term and long-term interests of investors and intermediaries. It is still being debated and the consensus has not been reached but the incentives for market participants need to be strengthened, including through revised internal compensation schemes.

Despite all regulatory advances and progress in information technology, the financial system has been characterized by a lack of

transparency about the ultimate allocation of risks. Even sophisticated investors are not able to assess properly and the regulation of certain financial institutions is lacking. The regulators need to tighten up requirements for markets in which structured financial products are traded and strengthen reporting requirements for formerly unregulated institutions and off-balance sheet entities. Here again, it looks like there is a global consensus that insurance companies ought to be regulated but there is still a split view on the regulation of hedge funds between the US and UK and France and Germany, with the US and UK against regulation and France and Germany favoring regulation.

Pro-cyclicality is mentioned often. Pro-cyclical behavior is pronounced in the financial system. But in the present global financial system there are mechanisms that intensify fluctuations. Capital regulations and provisioning rules as agreed by Basel committee on banking supervision need to restrain excessive risk taking in upturns and discourage excessive conservation in downturns.

Macroeconomic policies reform of financial regulation is necessary-but this alone would not be sufficient. A lasting financial stability also requires macroeconomic policies that have long-term perspectives and are stable and sustainable themselves. The large domestic imbalances including current account and fiscal accounts should be avoided and policy orientation should anchor towards medium and long-term sustainability.

Now, let me turn to the new international financial architecture.

There should be global efforts to address the above mentioned problems to establish a more stable and sustainable global financial system and economic growth in the following areas. We need an improvement in the design of financial regulation and finding a better way of assessing systemic risk. There should be enhanced coordination of macro-financial policies that are stability-oriented and sustainable themselves. And lastly, we need an effective crisis resolution mechanism (including crisis lending).

Recently, ideas have surfaced regarding the establishment of a new global financial regulatory body, Bretton Woods II, but, in my view, it is more realistic and agreeable among the current stakeholders to do the following things: strengthen the role of the IMF, expand currency swap arrangements and enhance international coordination of macro-financial policies through more active participation of emerging economies.

Now on the IMF's role and governance, the IMF's surveillance over the G-7 and some important emerging economies, which do not have BOP problems have not been effective. Also, the IMF's surveillance on international capital markets has not been effective enough to identify the systemic risk and signal early warnings.

In order to allow the IMF to play a more significant role in international capital markets, its resources need to be more augmented and I think the G-20 summit meeting has agreed to this. I don't know exactly but I think the available IMF resources for lending is 250 billion, which is about the same size as Korea's foreign reserves. Also the IMF's role in crisis lending needs to be reexamined. I won't go

much into it, but in that respect the Short-term Liquidity Facility announced by the IMF is very much welcomed.

I think that the IMF should be better represented by emerging countries. In 2007, Asia accounted for 67% of world official reserves, 55% of the world's population, 25% of world GDP, but only 16% of IMF quotas. This is just a rough guess but perhaps Asian financial markets may become the largest in the world within the next 10 years or so, assuming that the financial deepening in Asia continues to improve and Asian currencies appreciate relative to the US dollar and euro. So to some extent the IMF should not remain "their institution" but become "our institution" to the people of the world and that can be done through more representation not only through quota but also through staff. Otherwise, we could see more tendencies towards regionalism as witnessed with the failure of the Doha Round that will encourage more regionalism.

Now about the Expansion of Currency Swap Arrangements. As the US dollar plays the role of the key international currency through the FRB. So the FRB's role as a 'lender of last resort' should not be limited to US banks, it should be accessible to the countries with sound policies and strong fundamentals, like the IMF's SLF. Currency arrangements with other central banks (which supplies international currencies) such as ECB, BOE and BOJ should be expanded.

Finally we should also increase the Coordination of Macro-Financial Policies. In my view the G-20 Summit Meeting needs to be regularized as a global economic steering committee. The world economy

is no longer run by the G-7. If you look at it, the G-7 accounts for 39% of global trade and 55% of global GDP, while the G-20 accounts for 61% of global trade and 85% of global GDP. As I said at the beginning, the emerging economies without cooperative strategies will not be able to deal with the current problems nor problems in the future. And I think that Korea will be able to play a constructive part in this.

Leverage and the Financial Crisis (I)

*Mahmood Pradhan**

Thank you, good morning. The story I am going to tell you is very straight forward but with one or two twists that may on the surface disagree with a couple of points made by previous speakers but I will try to explain that to you.

In my view this crisis is largely because of leverage. Leverage was largely inside banks and not hedge funds, I will elaborate on that. The leverage inside banks interacted with the role of ratings agencies that led to a situation where regulators were possibly looking at the wrong thing. And then I am going to talk a little bit about why the recovery or the crisis could be “protracted”. This is a term we have used quite regularly at the IMF in our *Global Financial Stability Report* and the *World Economic Outlook*. I will try to explain what we have in mind when we say that this crisis could be protracted or prolonged. Lastly, I am going to look at the impact on emerging markets and specifically one channel in which this is going to affect emerging markets not the entire list of factors that are going to affect emerging markets. In particular, what I mean by this limited focus is that I am going to look at financial sector links. That is not to say that growth links from the decline in output in the industrial

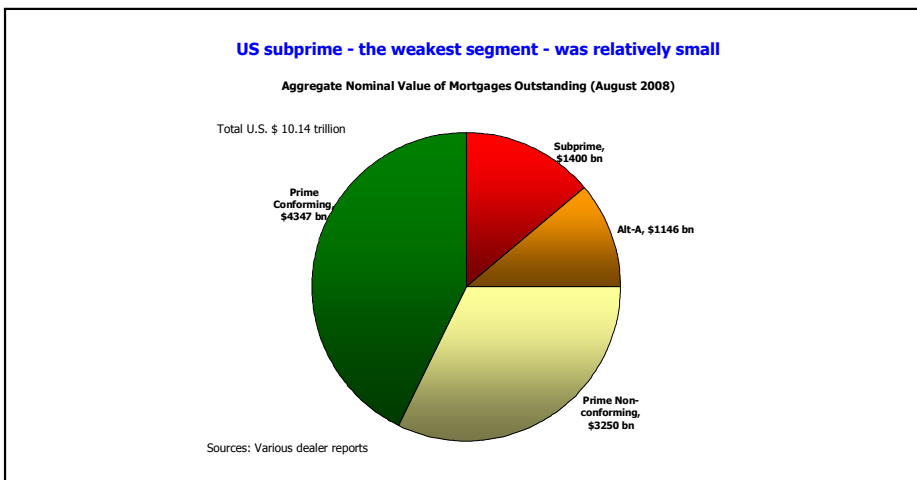
* Assistant Director, Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund

countries (that my colleague Charles Blitzer showed) will not have a major impact on emerging markets but I just want to focus on one aspect of it.

Let me start with the first part, the fundamentals were weakening but they were amplified by leverage. Looking at house price declines in various parts of the world, they are clearly quite large. But given the fact that the house price appreciation we have seen in some parts of the world, particularly the US and UK, it is still a puzzle how house prices declining by 10 and 15% can give you a financial crisis and this is following up on the point Charlie made earlier.

The key point here is that we know that lending standards in the US subprime mortgage sector were lax and the people who got home loans and mortgages may not, as we now know, have been able to

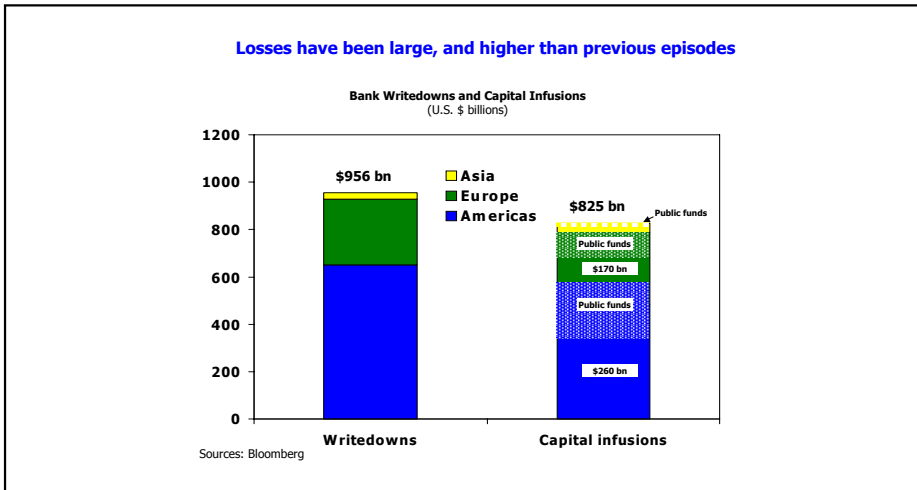
⟨Figure 1⟩ Aggregate Nominal Value of Mortgages Outstanding
(August 2008)



withstand increases in interest rates. But the subprime sector was very small and this just gives you an idea of the size of the US mortgage sector (Figure 1).

And what we are looking at now is a very large crisis (figure 2) and this is just an update of where we are in terms of loss estimates and what is being reported so far, close to a trillion and the right panel gives you how much new capital has come in. We have divided this up into private sector capital infusions and public sector capital infusions so far. And this is just to set the stage for the magnitude of the event.

〈Figure 2〉 Bank Writedowns and Capital Infusions

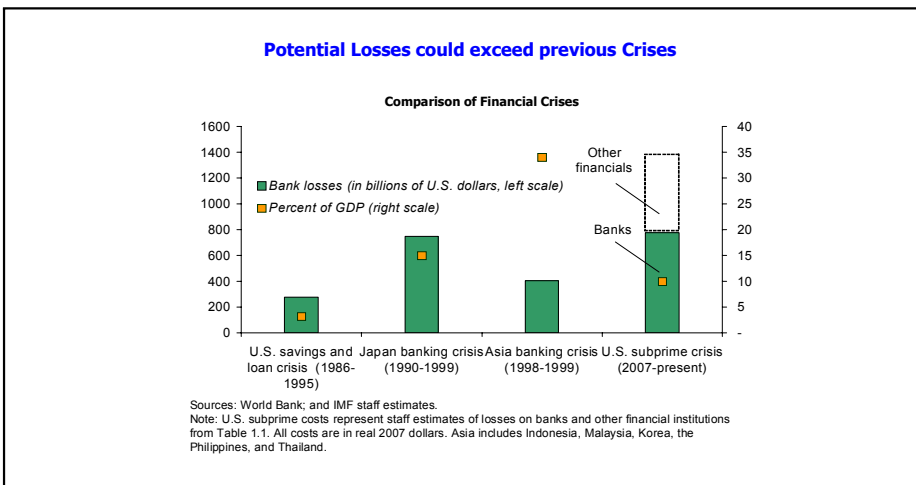


In passing let me put in one comment from the last speaker's presentation. The IMF's 1.4 trillion of loss estimates in the last *Global Financial Stability Report* relates to only what we expect

global financial institutions to lose on US assets that is banks and non-banks which includes all types of fund management organizations which have exposure to US housing assets. The Bank of England quoted a figure of 2.8 trillion relating to global losses with global institutions on global assets, not in the US, just a point of clarification. If we had estimated a similar number we would not have been far off from the Bank of England's estimate.

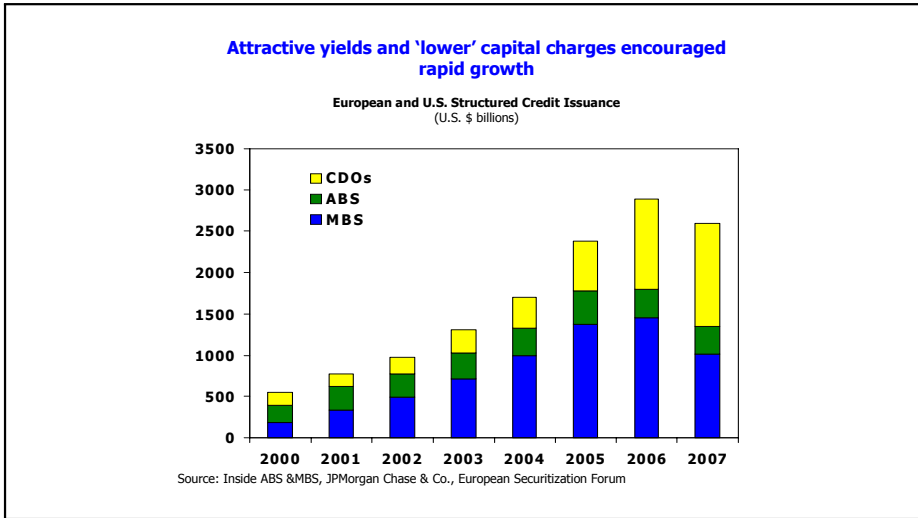
This just gives you a magnitude of the crisis compared to similar crises (Figure 3). You can see that in absolute amounts we are already looking at the largest event. Compared to US Savings and Loans, the Japan Banking Crisis and the Asian Financial Crisis. The cost in terms of GDP, the Asian Financial Crisis is still larger than what we are looking at here, 10% of GDP.

〈Figure 3〉 Comparison of Financial Crises



Now, this is where I will start my story. The point made earlier

〈Figure 4〉 European and US Structured Credit Issuance

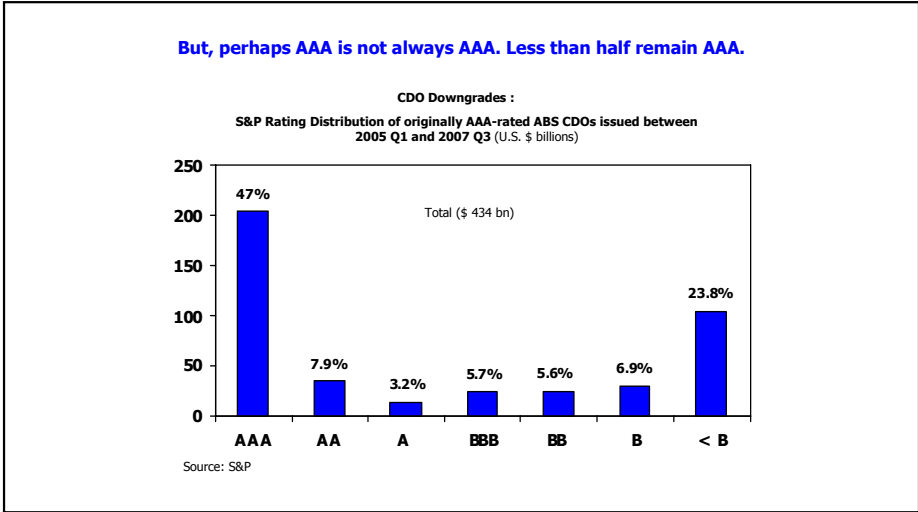


in the presentation is the search for yield. Figure 4 shows you the issuance of structured credit, by 2007 we have something like 2.5 trillion in various assets, this looks at CDOs, ABS, MBS. What I would like you to note is the very rapid growth in this asset class. You have 2.8 trillion growth in 7 to 8 years.

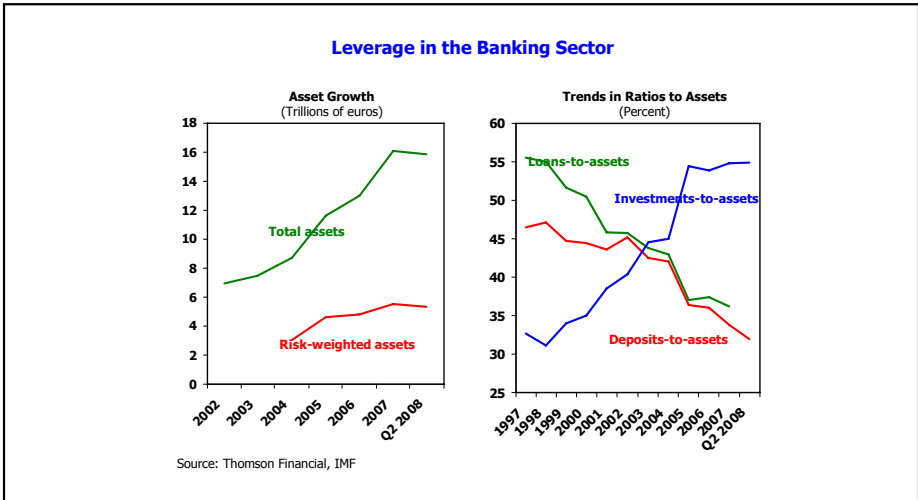
And then you look at what happened to these assets (Figure 5), what is surprising is that by 2007 only half of these assets kept their AAA ratings. And the number of AAA ratings is at 47%, if I were to update it, it would be even lower now. If you want to compare this to, shall we say, the normal experience of corporate ratings, this downgrading far exceeds any previous credit ratings. Less than 50% retain AAA rating.

The next thing I want to talk about is leveraging in the banking

(Figure 5) CDO Downgrades



(Figure 6) Leverage in the Banking Sector



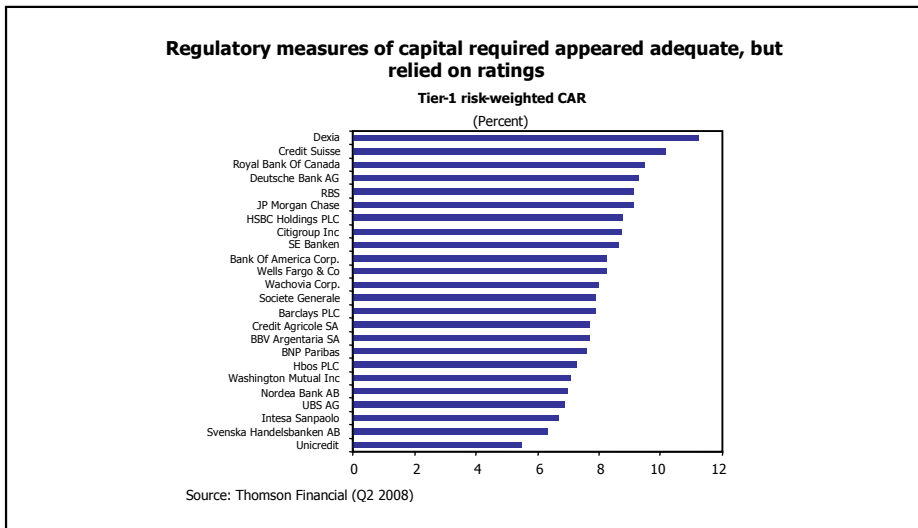
sector and the role of the rating agencies (Figure 6). If you look at the left hand panel, and if you look at the asset-growth, risk-weighted assets of banks appear to be growing but at a fairly moderate pace,

whereas the growth of total assets is very rapid. The key point is that banks were able to hold these assets with a high rating, AAA, typically the super-senior tranches of CDOs, some MBSs, ABSs which means they did not have to hold very much capital against it.

So what the regulators were looking at was the capital adequacy ratio which was risk weighted, appeared to be not so alarming. Yet, if you looked at the total asset growth without looking at the risk-weight of these assets, the assets to the banking system were growing very, very fast. But that was not the regulators concern. In other words, that was not the yard stick by which banks were measured by.

To give you an example of what I am talking about, banks were increasingly relying on wholesale funding models to finance these

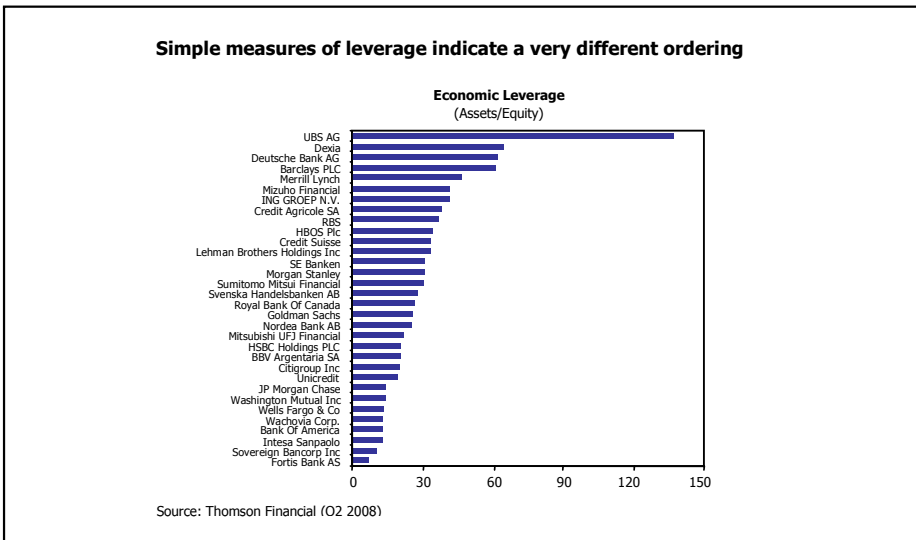
(Figure 7) Risk-weighted CAR



assets. That is deposits-to-assets were declining, so they were using wholesale funding models.

If you look at the risk-weighted capital of financial institutions (figure 7) and you look at UBS as an example and this applies to many others. On this measure, UBS's leverage, or its capital adequacy measure, was ok. It certainly was not anywhere on the radar screen. Whereas if you looked at its leverage in a simple economic definition of leverage (figure 8) then you would find it at the top of the list of institutions with assets/equity. The point of this is that the regulators in the Basel Framework were looking for risk-weighted. They are missing the underlying definition of average. And why is this important? The risk-weights come from credit rating agencies on these structured products which as I showed you earlier were nowhere near as stable as credit ratings of many other assets, corporate assets, gov-

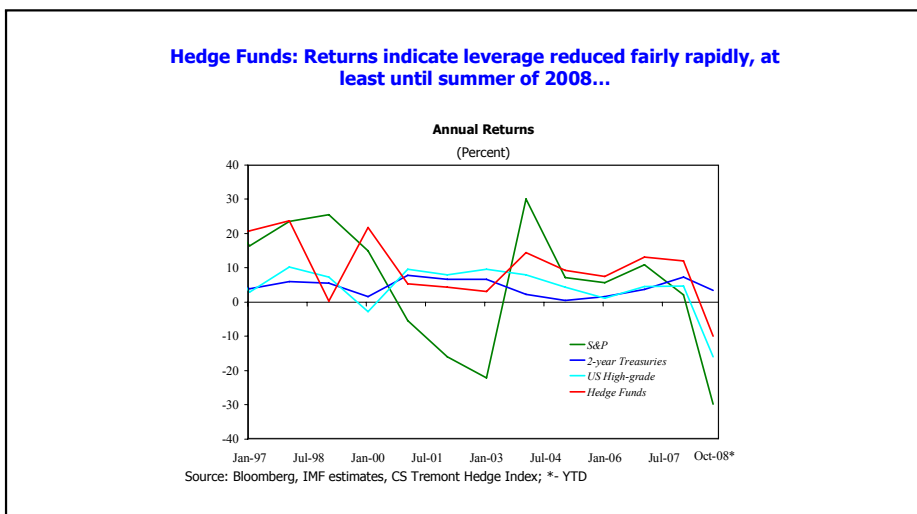
⟨Figure 8⟩ Economic Leverage



ernment sovereign assets have been of the past. So leverage in the banking sector was a key factor. And for completeness I should mention that what I have been talking about so far is leverage on-balance sheets. As we all know, banks had assets off-balance sheets, which made the situation worse. A significant portion of leverage was off-balance sheet. Pre-crisis there were \$1.8 billion around 16.2% of bank assets held by US banks in SIVs and Conduits. Post-crisis, obviously very little is off-balance sheets in terms of SIVs and Conduits, most of this has come on to balance sheets.

Now the usual suspects when it comes to leverage are hedge funds. Obviously, when we talk about hedge funds the difficulty is in the lack of data. Most of you are familiar with the basic hedge fund business model. If you look at their returns up until the summer of 2008 (figure 9), hedge funds is the line that starts from just over

〈Figure 9〉 Hedge Funds Annual Returns

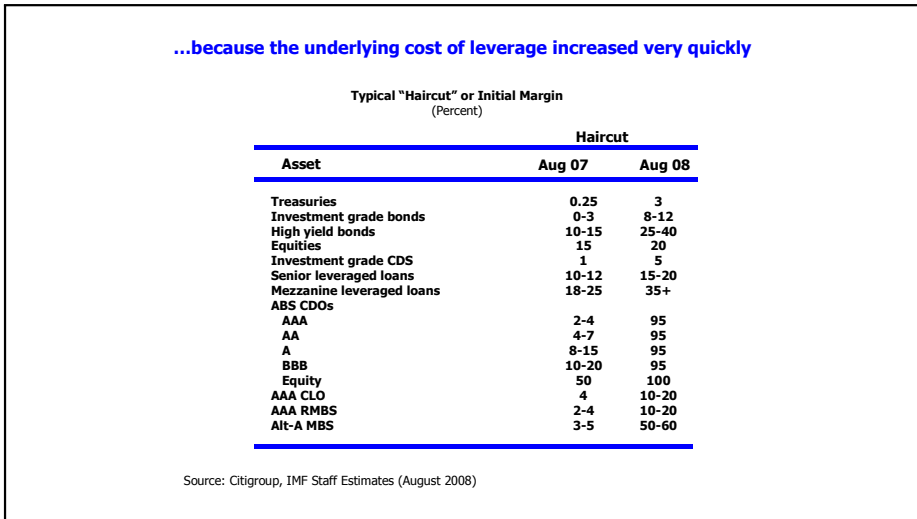


20% and for comparison I have taken the returns of other benchmarks. It is not that they are competing with them but this is just for illustrative purposes. Up until the summer of 2008, the performance of hedge funds was weak by historical standards but fine relative to other benchmarks. Now the reason for that is not that hedge funds were particularly nimble or clever but because of the business model.

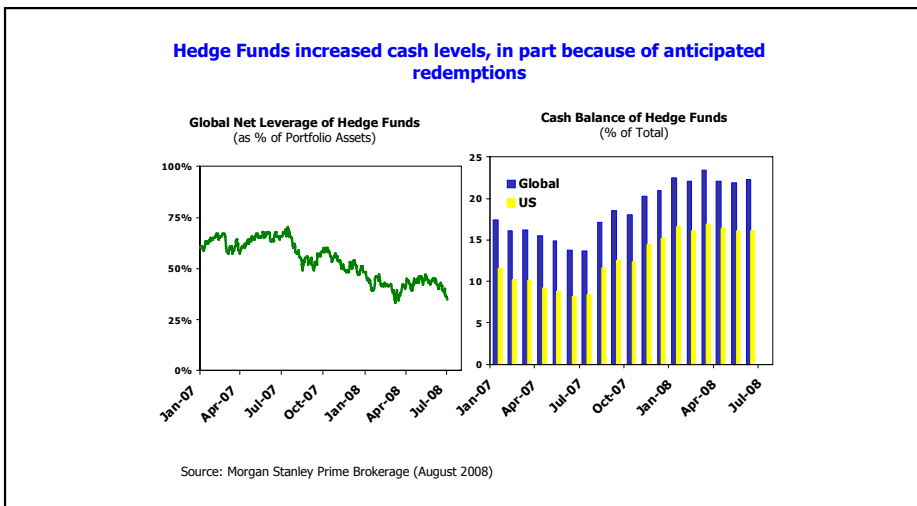
If you look at Figure 10, it shows you what happened to the cost of leverage of hedge funds. What this looks at is the typical down payment or “haircut” on a number of assets. If you compare August 07 to August 08, what happened to that down payment and if you look halfway down that table, from mezzanine leveraged loans all the way down, you will see a very consistent rise in the down payment. In some cases prohibitively high, such that the expected return has to rise so much that for hedge funds to take on that asset because of the initial down payment on it. What this is telling you is that hedge funds were forced to reduce leverage. The incentive to hold positions became very, very weak because the initial down payment was very high. And we know from anecdotal accounts, we don’t have consistent data, but we know that some types of positions that hedge funds held they were not able to do anymore. Nobody was willing to lend them money, for example, to buy mortgage-backed securities anymore. Not only the initial margin payment but also lots of suppliers of liquidity, i.e. the banks because of their own capital shortage problems refused to grant hedge funds any liquidity in that market or any leverage. So that business model disappeared. If you look at hedge fund returns by strategy and hedge fund failures, almost all of the failures are in the fixed income arbitrage space which is where

liquidity got very tight and expensive.

<Figure 10> Cost of Leveraged Hedge Funds



<Figure 11> Hedge funds' Increased Cash Levels

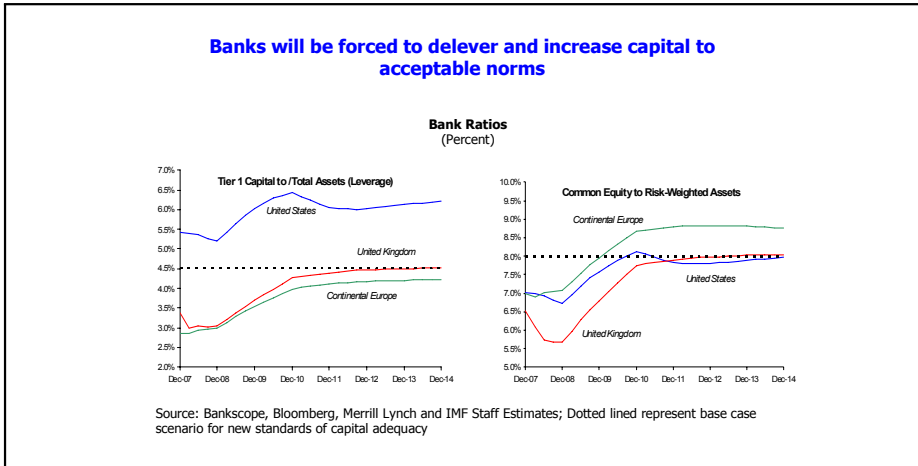


If you look at Figure 11 this is data we managed to get from Morgan Stanley Prime Brokerage. And for the hedge fund clients that Morgan Stanley has, this is a subset of hedge funds, an illustration of what the global net leverage looks like and what we all know by anecdote on the right hand side is hedge funds in anticipation of redemptions, weak performances and so on have been raising their cash levels. Leverage in the hedge fund world has not been high in this crisis or even prior to this crisis. So yes, performance is weak and there are a variety of other reasons, as we all know that they are currently contracting and there are redemptions. I cheated you a little because when I said I looked at hedge funds' returns to stop at the summer of 2008, since the summer of 2008 they have clearly performed much worse and they have gone down with the market and that is partly the reason for the redemptions and the contraction of the industry.

Just as a very crude benchmark if you want to do some back-of-the-envelope calculation, before this crisis hedge funds managed \$2 trillion, and now their performance is -20%. So if you take away -20% from 2 trillion and then take away the estimates that the various funds provide after various redemptions of 20-30%, you can see how the 2 trillion industry is going to contract to somewhere in the region of 1.2 trillion, both because of decline of net asset value and redemptions. So you are already looking at 40% reduction based on those two things. This is before the regulators get to them.

What is deleveraging going to look like? I think this is important in how the financial system will recover. If you look at the left-hand

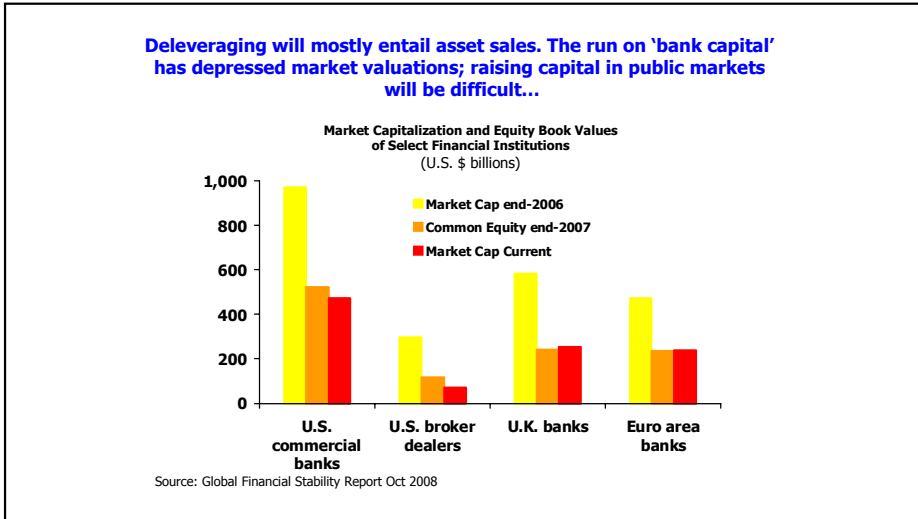
〈Figure 12〉 Bank Ratios



panel (Figure 12) it shows you what the capital/asset ratio was going into the crisis late last year until now and where if you were to head to some historic norm where the capital/asset ratio level needs to rise in risk-weighted assets (right-hand panel). The question now arises as to how will that deleveraging take place or how will that increase in the capital-to-ratio take place. There are two ways this can happen. Firstly, you have an increase in capital, capital injections and secondly, you reduce your assets. So that is the kind of deleveraging paradigm.

Let's look at what is happening to banks around the world. Figure 13 shows you the market cap at the end of 2006, the common equity at the end of 2007 and market cap as current and this is before the Citibank issue last week. This basically tells you that capital raising is going to be very difficult. That is not surprising, for the last few months there have been very little private capital raising most of it

〈Figure 13〉 Market Capitalization and Equity Book Values
of Select Financial Institutions

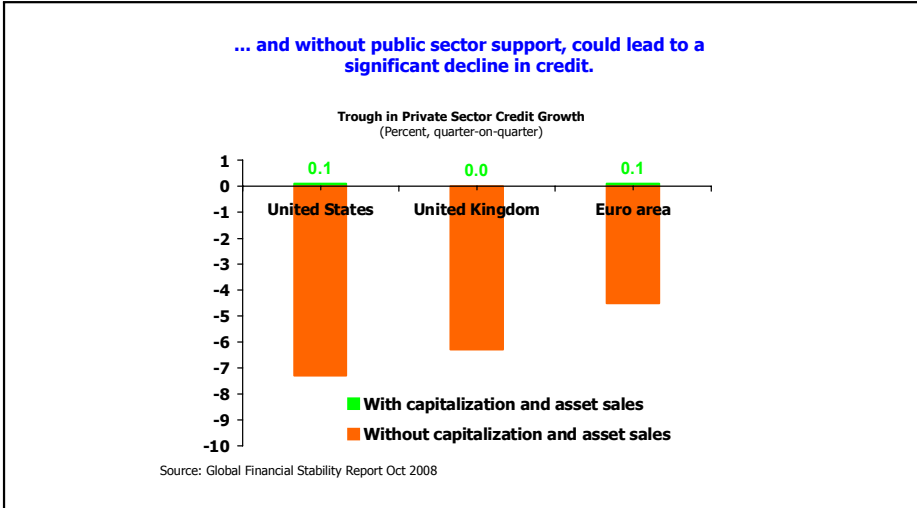


has been public sector infusions of capital. So raising capital is going to be difficult.

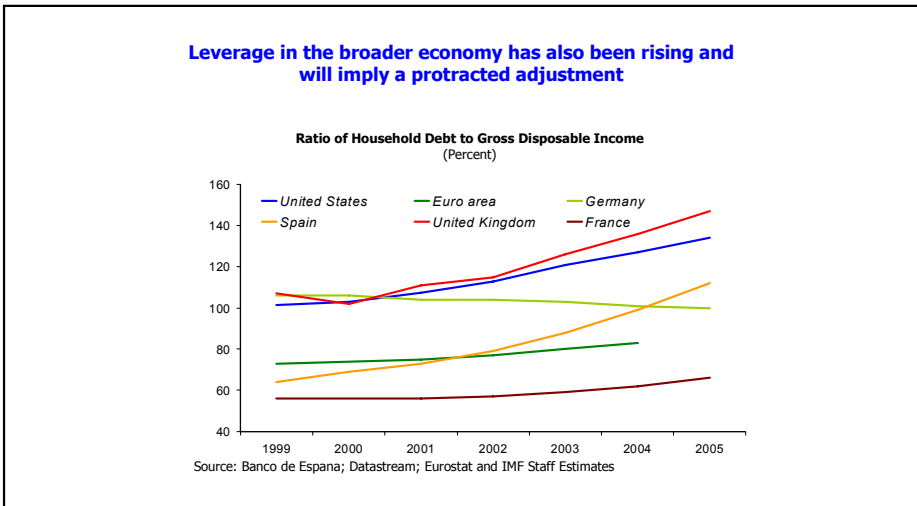
Figure 14 comes from our *Global Financial Stability Report* and shows what we can expect from credit growth without public sector support in various regions. Credit growth, without capitalization or asset sales, would be forced to reduce lending a lot. In the US we are looking at something like -7% growth, which is the worst. And not much better in the UK either and even the Euro area is at -4 or -5 .

Just to complete the leverage picture, I want to look at household debt in the various regions and relative to disposable income (figure 15). What this tells you is that if you look at the UK and US (the

〈Figure 14〉 Credit Growth Without Public Support



〈Figure 15〉 Ratio of Household Debt to Gross Disposable Income



top two lines), they are very high relative to disposable income. Now it comes back to the issue why, for example, a recovery in US house

prices could take some time. If you think about what would lead to a recovery in house prices, one is affordability. Affordability has two dimensions: house prices and the cost of borrowing. Now house prices are falling, so they are becoming more affordable, the cost of borrowing hasn't fallen much despite Fed rate cuts but they are not rising but, for example, the 30-year mortgage rate is still in the same range despite the Fed cutting.

So affordability might improve as house prices fall but the inability of the household sector to take on more debt means you could be looking at a very protracted downturn or at the minimum a very protracted recovery in housing. It will take a long time, particularly in the UK and US, because leverage levels are so high. And the interesting point to note here is how high UK leverage levels are. We think this is just a US housing crisis or a US housing downturn, but the UK appears to be lagging but just a little bit. However, it will catch up.

Finally, I want to look at the impact on emerging markets. And here I am looking at a specific channel, the impact on emerging markets because of the turmoil of global banks.

Looking at the exposure of BIS reporting banks to emerging markets. The largest exposure is emerging Europe and the largest exposure in emerging Europe is among European banks (Figure 16). The exposure among BIS reporting banks to Asia is relatively high but more evenly spread among the regions. Emerging Europe has this problem that it is very, very concentrated in this exposure. And what

〈Figure 16〉 Claims on Emerging Markets of BIS Reporting Banks, June 2008

**The Impact of Deleveraging on Emerging Markets;
Reduced bank lending?**

Claims on Emerging Markets of BIS reporting banks, June 2008
(U.S. \$ billions)

Exposure	Banks in,				Total Foreign Claims
	Japan	Europe	U.K.	U.S.	
Africa & Middle East	26	483	202	42	608
Asia & Pacific	139	819	322	221	1,481
Emerging Europe	28	1588	45	63	1,745
Latin America/Caribbean	23	734	111	182	1,047
Total EM claims	217	3624	681	508	4,881
(% of Creditor country GDP)	5	27	24	4	

Source: BIS, IMF Staff Estimates

we worry about is the percentage of creditor country GDP that for the numbers of banks in Europe and UK is about from 24~27% of GDP, that is the exposure. These are pretty large numbers. Compare that to the US, which is only 4% of US GDP. So you can look at

〈Figure 17〉 Claims on Emerging Markets as a Proportion of Bank Assets

Claims on Emerging Markets as a proportion of Bank Assets

Exposure	Banks in,			
	Japan	Europe	U.K.	U.S.
Africa & Middle East	0.3	1.6	1.8	0.4
Asia & Pacific	1.8	2.7	2.9	2.0
Emerging Europe	0.4	5.3	0.4	0.6
Latin America/Caribbean	0.3	2.4	1.0	1.6

Source: BIS, IMF Staff Estimates

dimensions of how big this is and, as Charlie Blitzer mentioned, why emerging Europe in terms of emerging market regions is one of the places to worry about the most.

Before I was showing you gross numbers, but Figure 17 shows the percentage of bank assets that are exposed to emerging markets. You can see that emerging Europe is the highest at 5.3%. And for Asia-Pacific it is relatively evenly balanced across the banks in different regions. One word of caution, this is not perfect data: this can sometimes mix up subsidiaries and branches of banks. But the reason to show you this is that the core of the problem is in the Western financial system and this is one of the ways that this can transfer to emerging markets because banks are exposed to emerging markets, they will retrench, they will reduce their lending because they need to replenish their capital. They have a difficulty in raising capital, which means deleveraging is very likely to take place through asset sales and reducing exposure.

And just to finish off, the story we are telling here is that deleveraging can take a long time, it will be through asset sales, it will affect credit growth and it will affect a large part of the world, not just the countries where the banking system is affected. And we have already seen that with the Icelandic banks, we have seen Italian banks being affected by the Icelandic banks' default. So this is something to worry about, the exposure to the financial sector.

Leverage and the Financial Crisis (II)

*Young-Do Kim**

It is a great pleasure to be here today. I will start off by talking about the causes of the global financial crisis which some of the other speakers have mentioned as well. Today I will talk about three areas: causes of the global financial crisis, then what is the leverage effect and finally the case of Korea.

The financial crisis in the US was triggered by the fall in housing prices since the end of 2006 and has spread to global financial markets and is now threatening the real sector. But then what is the cause for the global financial crisis? Previous speakers have already mentioned this. I want to just mention four areas: low interest rate, lax loan standards, securitization and high leverage, and lastly the lack of supervision and regulation. I don't want to mention about the last one as it is very complex issue but I will go over the other three.

If you look at the interest rates since 2000, mortgage rates were at 6.4% compared to in 1990s when it was at 8.1%. And then if you look at the mortgage loan trend you can see that alt-A and subprime mortgages, they increased between 2004-2006. This then contributed to the cause of the global financial crisis. If you look at the trend of housing mortgage balance in the US, depository institutions such

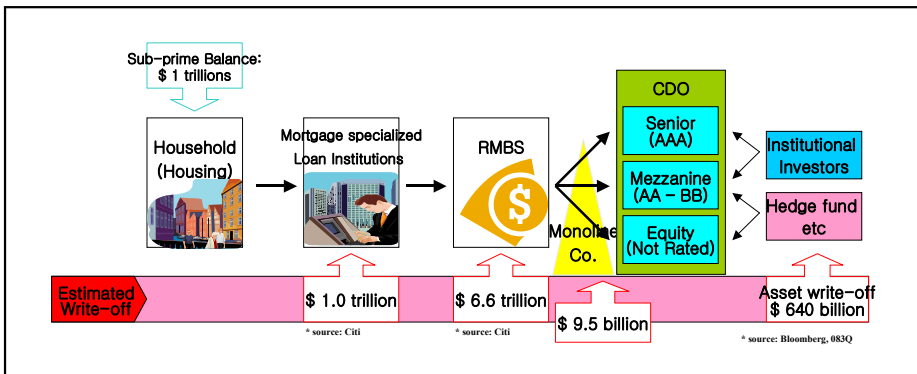
* Research Fellow, Korea Institute of Finance

as commercial banks and savings institutions hold only \$3 trillion of mortgages. This is much smaller than the \$7 trillion held by financial institutions that are funded through the markets such as ABS issuer, GSEs, etc.

Now let's turn to securitization, which has been one of the causes. Figure 1 shows you how we can do securitization on a good day for a low delinquency rate of mortgage loans. We have then an increase in demand for low grade CDOs and underlying assets, which increases mortgage loans and boosts house prices, it decreases related risk and thus increases securitization again. On a good day we have this good circle.

But these days many financial institutions have a lot of short-term debt and leverage. Investment banks' leverage ratios skyrocketed to 30-50 because of an increase in borrowing such as short-term debt, short selling, repo and the carry trade. Things changed, housing loan delinquencies and a liquidity crisis and so begins the vicious circle.

<Figure 1> Complex of Securitization

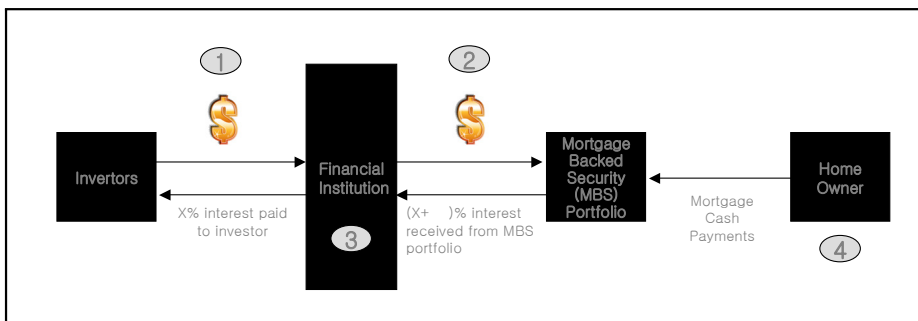


From 2006 there has been a decline in housing prices, a housing loan delinquency, the fall in the value of related MBSs and derivatives, loss of credit related products, lack of liquidity in financial companies, the selling of assets, fall in the value of assets in balance sheets, mutual distrust among financial companies and all of this leads to the exacerbated credit crunch. If you look at the housing price index in the US, they peaked in 2006 and then declined. And the overdue rate and attachment rate both increased rapidly after 2006.

We had a housing market bubble in the US. This kind of housing market bubble has some trouble with excessive housing inventory and house price decline and then everything has become worse.

Now turning to the leverage effect. So why are investment banks leveraged? If you look at figure 2, from the transactions ① & ②, Financial institution(③) gets X% spread for every dollar invested in this manner. So there is an incentive to borrow and invest as much as possible, which is known as “leveraging”. For example, Freddie Mac was leveraged nearly 70 times its net worth.

〈Figure 2〉 How Investment Banks Are Leveraged?



The leverage ratio is a measure of the risk taken by a firm. A higher ratio indicates more risk. It is calculated as the total debt divided by stockholders equity. If you look at the ratio for major financial institutions' leverage between 2003-2007, all of them increased significantly.

Usually households tend not to adjust their balance sheets drastically to changes in asset prices. For households, changes in leverage and changes in balance sheets' size are negatively correlated, since households do not manage their leverage ratio actively. And the evidence for this in the US is the relationship between households' total asset and leverage, there is a real negative relation.

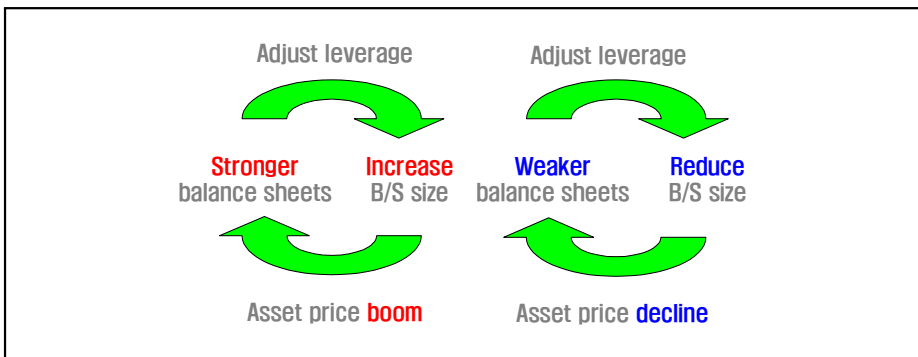
So what happened to the financial institutions? They managed to balance actively. So if financial institutions adjust their balance sheets to target the economics capital of the Basel capital accord, we may find the pro-cyclical leverage. So to look at this formula, if banks maintain capital E to meet total value at risk,

$$\text{Equity } (E) = V \times \text{Asset } (A)$$

V is the measured risk per dollar of assets held by financial institutions. There is then a negative relationship between Leverage (L) and V . In general, V is low during booms and high during busts (Counter-cyclical). Pro-cyclical leverage can be traced directly to the counter-cyclical nature of value at risk. So, therefore leverage is pro-cyclical.

Once we have this kind of pro-cyclicality, it can be easily amplified (figure 3). If in addition, there is the possibility of feedback, then adjustment of leverage and of price changes will reinforce each other in an amplification of the financial cycle. When there is an asset price boom, then you will have stronger balance sheets, so the institutions will adjust their leverage which will increase their balance sheet size and lead to an asset price boom. So you have this cycle and the same happens when there is a decline in asset prices, leading to weaker balance sheets and reduced balance sheet size. Commercial banks tend not to show a positive relationship between leverage and assets but security dealers and brokers, on the other hand, do show a positive relationship.

〈Figure 3〉 Pro-Cyclical Leverage and Amplification



Now finally turning to the Korean case. In Korea we can see an interesting picture related to the relationship between asset and leverage in households. Between 1975 and 2005, there was no negative relationship between assets and leverage. But if you look recently we can see there is a more negative relationship between asset and lever-

age for households. This is similar to what is happening in US households. While for financial intermediaries like commercial banks and securities, we see no negative relationship between assets and leverage while the securities companies are much like Korea. So leverage in Korea is rather pro-cyclical like the US.

And lastly, all of this has two important policy implications for us. The recent economic crisis can be easily amplified, so in terms of policy we need to do some more preemptive responses. One difficulty was that during the development of the subprime crisis, U.S. and European policy authorities could not understand the sources and the size of risk at the beginning of the crisis.

Secondly, we need counter-cyclical financial policies and the development of an alternative regulation scheme using market conditions. There is a need for counter-cyclical regulation reflecting market conditions in order to prevent the formation of bubbles. We should consider a nonlinear credit-rationing scheme on collateral values in order to prevent excess credit expansion in a boom condition. Also we need to design a decreasing marginal credit-limit on collateral value during a boom, and increasing marginal credit-limit on collateral value during a recession. For example, the determination of mortgage loan size negatively related to housing price index. And we also need to slow down the marginal increase of credit limit when the value of collateral marginally increases during a boom.

Looking ahead we need to consider future expectations and the probability density of future events through monitoring derivative markets as well as traditional macro-variables. This means extracting

valuable information from price changes in derivative products and carefully monitoring derivative products whose leverage effect is bigger than traditional financial products.

Implications of the Global Financial Crisis for Asia and Korea, and for International Finance (I)

*Cheng Hoon Lim**

Good morning. I want to share with you a headline I came across a few weeks ago from the financial press which said, “Welcome back, IMF”. Now despite the very supportive words about the IMF by Ken Courtis and Yoonje Cho earlier, such warm and fuzzy feelings towards the IMF are very, very rare so I just had to share this positive sentiment with you. We are very much happy to be relevant again but we wished the circumstances that brought us back were different.

In any case, sentiments aside, my presentation this morning consists of three parts. The first part is about the impact of the global crisis on the region. The second part asks why Korea has been more affected by the contagion effects of the crisis than some other countries in the region. The third part attempts to draw some preliminary lessons for Korea.

I had prepared 7 slides for the first part, but I will go through them very quickly since much of this was covered this morning by

* Advisor, Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund

Charlie Blitzer and other speakers.

First, we know that equity markets have been badly hit and Korea, while not the worst, has been among the most severely affected. The KOSPI, as you know, has declined by 50% accumulatively since the beginning of the year. Market capitalization loss has amounted to a staggering \$4 trillion, which is the equivalent to about 25% of 2007 GDP. Second, We know that liquidity conditions have tightened and this is despite many central banks in the region lowering policy rates and injecting significant amounts of liquidity in the market. Again Korea is one of the more severely affected. Third, We know that risk aversion has increased with rising concerns over counter-party and liquidity risks. Funding risks have therefore gone up as investors have flown to safe haven treasuries. Both Korea and India have seen a sharp increase in funding costs.

Fourth, regional currencies have come under significant pressure except for the yen and the renminbi. The Korean won has seen the sharpest decline among the regional currencies, with a cumulative depreciation of some 40% since the beginning of the year. And forward rates show continued pressures. Fifth, sovereign credit risks and corporate sector risks have increased. CDS spreads have increased sharply and again Korea is among the most affected. Finally, banking sector risks are on the rise in Asia. If you look at the sample of the largest banks in Asia, while still low compared to US banks, there has been a definite increase in the expected default frequency of Asian banks and of Korean banks in the last few months.

This leads me to my story today. Why has Korea been among the hardest hit by the global financial crisis?

We know that money has been flowing out of Korea rapidly, net equity sales by foreigners have totaled about \$30-35 billion. This is the single largest recorded withdrawal of funds from Korea since the Asian Crisis in the late 1990s. Indeed, net sales by foreigners picked up very sharply following Lehman Brothers' bankruptcy in October.

I had the opportunity to listen to Dr Il SaKong speak at the International Institute for Finance last week in Washington D.C. He pointed to two factors that he thought explained why Korea had been hit harder by this crisis than other countries in the region. Firstly, he said that Korea had a very open financial system, with something like 40% of the stock market is owned by foreign investors. So when foreign investors pulled out of emerging markets on a large scale in 2008, Korea had more to lose than other economies whose financial systems were more insulated. I think he is absolutely right. But what made investors want to pull out of Korea? Dr SaKong pointed to the second factor. That many investors still harbor a psychological bias towards Korea because of the Asian Financial Crisis. And these investors were driven more by fear than common sense. So what is driving this fear? What are investors' concerned about?

Well, they are concerned about four things:

- High short-term external debt held by the banking system and the risk that the banking system is unable to refinance foreign currency obligations falling due to the global credit crunch.

- Banks' reliance on wholesale funding and their high loan-to-deposit ratios, which makes them more vulnerable to a liquidity shock. The corporate bond market has frozen and Korean banks are finding it difficult to raise US\$ funding.
- As pointed out by Young-Do Kim earlier, high leverage of the household sector and small and medium enterprises at a time when real estate prices are beginning to fall.
- Deterioration in economic fundamentals including rising inflation, an emergence of a small current account deficit beginning in December 2007 and continuing through the first three quarters of 2008, along with slower growth prospects as exports weaken.

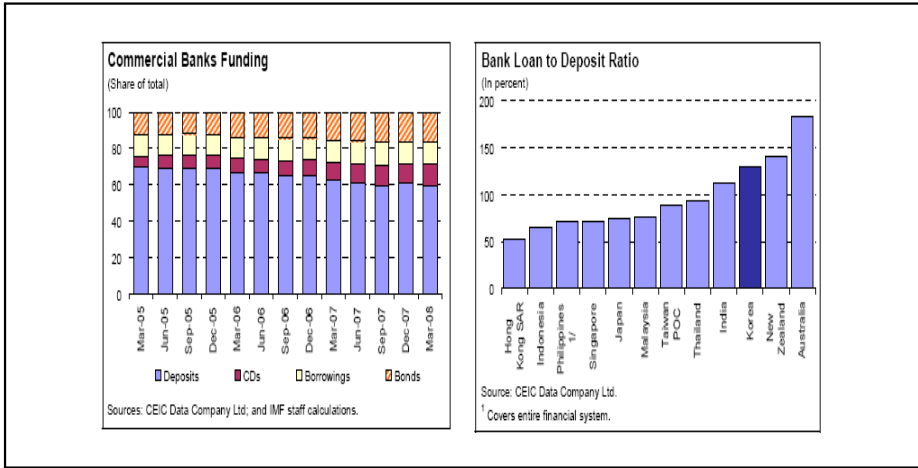
Let's look at each of these concerns in turn.

External debt, particularly short-term debt, has been rising. The total external debt amounted to \$420 billion at the end of June 2008. Of this, \$176 billion is short-term and about half of that is owned by the banking system.

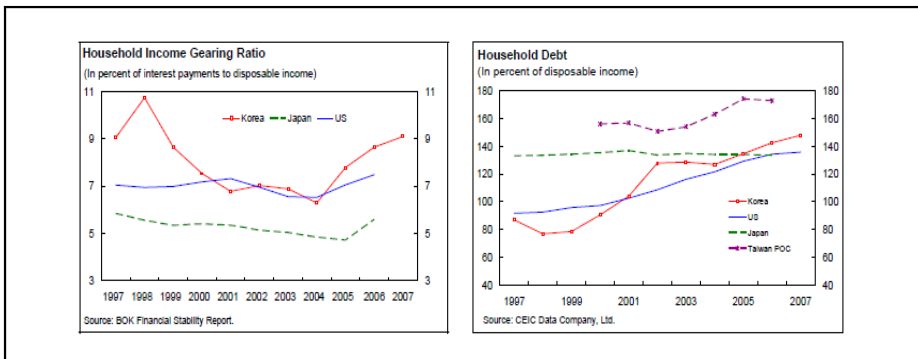
Furthermore, as you can see from the left hand panel (figure 1), about 30 percent of commercial bank funding comes from the wholesale market, which is essentially dysfunctional at the moment. And if you look at the right-hand panel, you can see that Korea has one of the highest loan to deposit ratios in the region, at over 100%, second only to Australia and New Zealand.

Households in Korea have relatively higher leverage ratios com-

〈Figure 1〉 Commercial Banks Funding and Bank Loan to Deposit Ratio



〈Figure 2〉 Household Income and Household Debt



pared to households in other countries. If you look at the gearing ratio (figure 2) is about 9 in Korea compared to 5 in Japan and 7 in the US. If you look at household debt on the right hand panel, household debt in Korea is higher than in the US and Japan. Only Taiwan is higher than Korea. While the *high leverage* of chaebols was the issue during the Asian crisis—debt-equity ratios of the top listed companies have declined sharply over the past decade as a result of

strong profitability and use of internal earnings to finance growth – the concern this time is that Korean banks could be exposed to credit risks from indebted households and SMEs in a cyclical downturn.

And finally, investors are concerned about the deteriorating macroeconomic outlook. Inflation is less of an issue today, even though it is relatively high by historical standards, it is coming down. It is growth prospects that are looking pretty grim, especially if the projected global slowdown is deeper than originally anticipated. And the larger than expected depreciation in the won has many exporters worried as they incur large losses by being over-hedged on their export receipts. At end-June 2008, Fitch reported that 519 companies were sitting on W 1.5 trillion of foreign currency losses (about US\$ 1.5 billion) on their forward contracts when the won was around 1,050 to the USD. The won is now around 1,400, and losses must have increased and could lead to an increase in corporate defaults, with direct consequences for the banks.

Indeed, if you look at the Consensus forecast it has been steadily lowered for economic growth from 4.9% in December to 4.2% now. And the Consensus forecast also shows a current account deficit that is moving from a surplus to a deficit. And I have to say that the Consensus forecast may be lagging behind on the impact of the crisis on the Korean economy. As Charlie Blitzer mentioned earlier, UBS, which is at the extreme end of the spectrum of analysts' projections, is forecasting a contraction, of minus 3% growth in 2009. But they are at the extreme end of the spectrum. Other analysts are projecting 1.5% to 2%. Now, reflecting this heightened risk outlook and deterio-

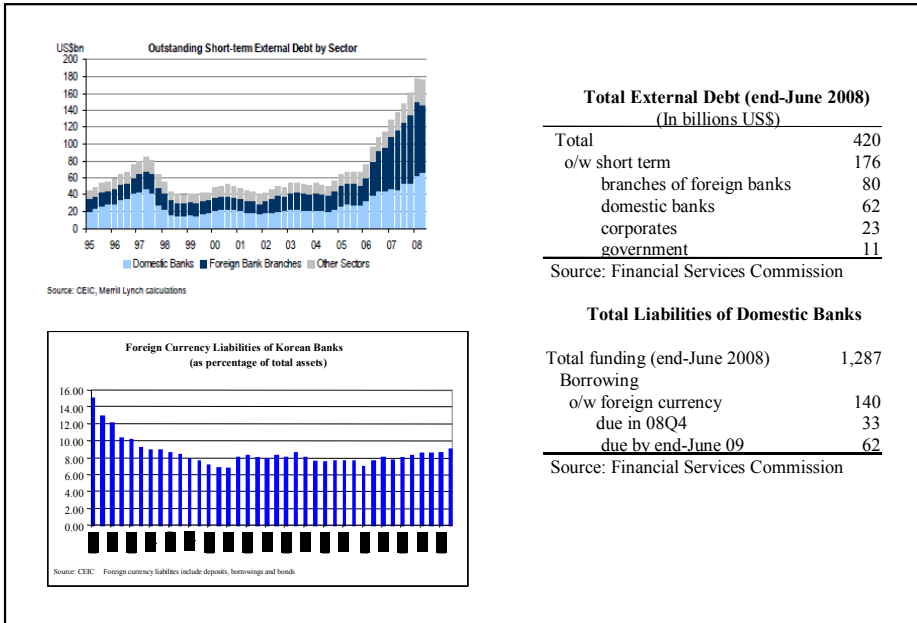
rating macroeconomic conditions, the ratings of some of the Korean banks have been placed on negative watch by Fitch, Moodys and S&P.

But are these concerns truly valid? Are they perhaps overblown? For one thing, Dr SaKong said in his talk last week that with the decline in commodity prices, the current account will improve and the last quarter of 2008 will be expected to show a surplus contrary to market expectation of a deficit. And banks, according to Dr SaKong, are also less vulnerable to a decline in the housing market given the very conservative loan-to-value ratios, which are about 50% in Korea. Finally, and this is a point that has been stressed repeatedly by the Korean authorities, reserves are sufficient to cover short-term liabilities of the banking system. I want to turn to this last issue because it is a sticky point with the markets.

If you look at the chart on the right-hand side (Figure 3), of the total 176 billion dollars of short-term debt, foreign bank branches account for a large part of it, in fact, 80 billion dollars of it. As you can see from the chart on the left-hand side most of the increase in short-term debt in recent years has been incurred by the branches of foreign banks. Domestic banks hold 62 billion, corporates hold 23 billion and the government holds the rest, 11 billion. So what does this mean?

It means that if any of the foreign bank branches face difficulty in rolling over the foreign currency debt, it is not the Korean government that has to pony up the cash. It is the parent bank of the foreign

〈Figure 3〉 External Liabilities of Foreign Banks

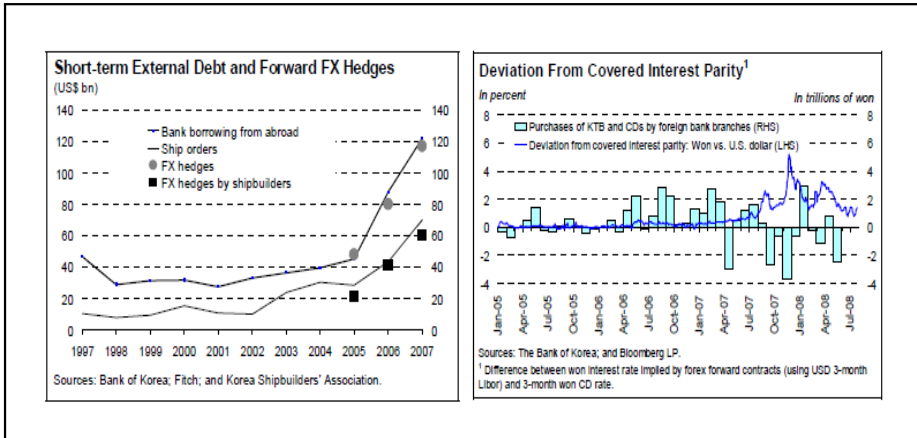


bank in the home country that has to pony up the cash. This is an important point that the markets have missed and should keep in mind.

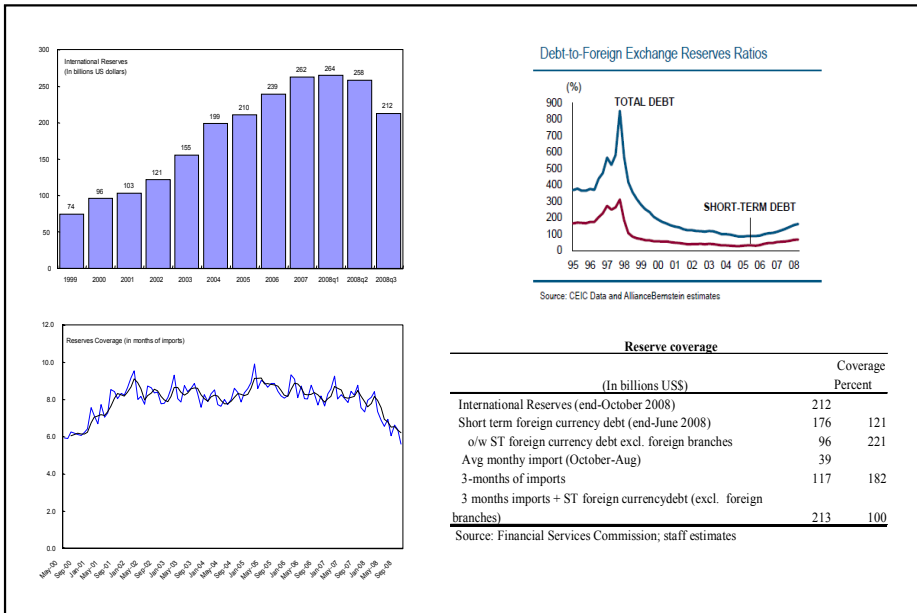
Furthermore, if you look at the bottom chart, the banking systems' net exposure is smaller once you take external assets into account. At the end of August banks hold about 75 billion dollars in external assets. And as you can see from the chart, the share of foreign currency liabilities of Korean banks as a percentage of assets has come down from about 15% to 8% today. And again this is another point that the markets tend to miss.

The next point I want to make is that the banks' external borrow-

〈Figure 4〉 Short-term External Debt and Forward FX Hedges



〈Figure 5〉 Korea's Reserves



ings consisted mainly of forward foreign currency contracts they had written to shipbuilders (Figure 4). Now this is kind of a complicated

story and I think that is why people miss it, but it is an important point. Shipbuilders sold US dollars forward to banks as they anticipated the won to appreciate. Banks borrowed dollars spot to square their FX position. They placed these funds in the local market for the term of the forward contract. And when these contracts come due, the shipbuilders get the won and pay the banks US dollars and the banks use the US dollars to repay their short-term liabilities. This practice, in fact, explains much of the increase in foreign banks' branches external debt; they borrow in US dollars and invest in won fixed-income securities. Hence much of the banks' foreign currency debt is hedged and offset by forward foreign exchange contracts or in simpler terms foreign currency accounts receivable. They will get these dollars back to repay their dollar liabilities. The key risk here, of course, is if the global economic slowdown results in the cancellation of ship orders. But that is a story for another time.

Korea has a war chest of reserves of about 212 billion dollars (Figure 5). I remember a number of Asian countries being criticized for accumulating too much reserves. The critics said "Why are you accumulating so much reserves when you have a floating rate system, in principal, you need zero reserves." But now the same critics say, "Maybe even 212 billion is not enough!" The message I want to pass on to you this morning is that the level of reserves is adequate to cover much of the Korea's external debt. If you look at the figure, reserves covers about 121% of total short-term debt. Excluding foreign bank branches, the coverage exceeds 200 percent. If you want to be a little more conservative and also includes 3 months of imports, the reserves coverage falls to 100 percent of short term debt

(excl. branches), which is still very adequate.

This calculation does not include the Bank of Korea's access to the 30 billion-swap facility with the US Fed or the 13 billion dollars available under the Chiang-Mai Initiative. It is also based on October reserves data, which is lower because it already includes some of the swap transactions already undertaken by the Bank of Korea. So the underlying message is that the reserve coverage is adequate.

And finally the Korean authorities have to be commended for taking very strong and decisive action to preserve stability in the financial system. These actions and policies are in many ways consistent with what we have seen other central banks in the region and elsewhere have done.

These measures include:

- A fiscal stimulus of some 3.7 percent of GDP
- Easing monetary policy through reductions in interest rates as well as injections of won liquidity
- Providing a three-year guarantee of all domestic banks (excluding branches of foreign banks) external borrowings before July 2009, up to US\$100 billion.
- Providing support to exporters and SMEs through on-lending programs
- Requiring banks to replenish capital ratios to at least 11-12 percent
- And setting up a new \$7.2 billion state fund to purchase corporate bonds

So where does all of this leave us? Are the measures taken so far sufficient to restore market confidence in Korea? Investors agree that the policy actions taken so far are in the right direction, although they believe that the authorities can still do more, in other words not all the bullets have been fired. Particularly, they feel that the authorities could do more to increase the amount of fiscal stimulus (it pales in comparison to China's stimulus package), lowering interest rates further and, perhaps if necessary, they can impose a blanket guarantee on all deposits or they can increase the amount of the swap line with the Fed. And, of course, the IMF stands ready to provide advice and assistance to any its member countries.

Most importantly, the consensus view is that Korea is not about to enter a systemic crisis, but given the level of uncertainty in the global arena, volatility will continue to dominate and the won and other Korean assets will go through periods of stress, as the process of deleveraging continues. But the bottom line is that the fundamentals are sound and Korea should not enter a systemic crisis.

Let me now turn to the final part of my presentation which is about lessons from the crisis. The global crisis is still unfolding and so any lessons today will necessarily have to be preliminary. That said, many agencies (including the FSF, IOSCO, IMF, IIF, The President's Working Group on Financial Markets and the Federal Reserve Bank of New York) have compiled a list, as shown on Figure 6. These lessons touch on the problems in the structure of the originate to distribute model, the complexity of the instruments traded, the liquidity and credit crunch that arose as inter-bank markets

ceased to function and inadequate prudential regulation.

〈Figure 6〉 Lesson for Korea from the Global Crisis

<ul style="list-style-type: none">• Mortgage Market—Origination and Distribution Underwriting standards Fraud and consumer abuse Conflicts of interest and lack of market discipline in O2D model Governance of ABS structures such as CDOs Disclosure• OTC problems Illiquidity in market trading, markets freeze No price discovery, this leads to valuation problems No ability to change exposures• Liquidity Credit crunch due to lack of funding liquidity Major firms did not provision for adequate liquidity buffer or cushion Non-securitized OTC markets in wholesale funding malfunctioned SIVs and other VIE collapsed back into LGFI balance sheets Some unregulated firms such as MO and HF operated with high degrees of leverage, and their failure moved more assets back into LGFI balance sheets	<ul style="list-style-type: none">• Complexity Pricing and risk management problems Disclosure problems make pricing Modeling problems—errors with existing models, dangers of relying on one model or methodology Price transparency problems Over-reliance on CRA Lack of due diligence—too little, too costly in case of complex instruments, rational to rely heavily on market valuation and CRA assessments• Inadequate prudential regulation<ul style="list-style-type: none">- Excess Leverage Need to adequately govern leverage- Need for capital Need capital requirements for off-balance sheet exposures, including liquidity obligations to SIVs Need greater capital requirements for complex assets- Regulatory gaps Some financial firms are operating outside the prudential regulatory framework and creating differential treatment of their investment activities
---	--

I will not go through them as others in the conference have and will discuss these at length. I would like, however, to throw out three questions to the panel based on these preliminary lessons. These are longer-term issues, but are relevant to the theme of today's conference.

- What do the lessons mean for Korea's mortgage market?
 - Should originators of mortgage loans (e.g. Korea Housing Finance Corporation, banks, private financial firms) be required to retain some of the risk?
- What do the lessons mean for Korea's banking sector?
 - How should regulators and banks account for unexpected liquidity and market risks when considering capital adequacy and risk management practices?
- What do the lessons mean for the development of Korea's capital market?

- Is there a future for the global investment banking model as envisaged by the Capital Markets Consolidation Act? This is, in fact, a topic of discussion this afternoon and I look forward to it.

Implications of the Global Financial Crisis for Asia and Korea, and for International Finance (II)

*Hung Tran**

Thank you for the introduction. My colleagues have explained in very thorough detail every aspect of the crisis, so I will just emphasize a few points in the crisis and basically take a forward looking view in the sense that we know the main thrust and problem of the crisis. What is it that we can learn from the crisis and what is it we can learn from the key characteristics and features of international finance in the future.

It depends on how long the international crisis will last, the other speakers have mentioned many things but nobody has ventured into a guess of how much more we have to endure in this crisis. Comparing the estimated total losses arising from the crisis such as the Bank of England estimate of 2.8 trillion dollars for banks and insurance companies, together with what these institutions have reported to date about 1 trillion. From this you can see we are a little bit of one-third of the way through. That means the majority of the crisis is still ahead of us, not behind us. In other words, if the 2.8

* Senior Director, Capital Markets and Emerging Market Policy, Institute of International Finance

trillion lost is to be crystallized compared with the total market capitalization of all the banks in the US, in the UK, in Europe, which is currently 2 trillion dollars. It means that the banking system at the core of the international financial system is likely to be decimated in terms of the weakening of their capital base. And, therefore, it is very serious and the shape of international finance depends on how much of this estimated loss is going to be crystallized because it has a bearing on what happens next.

Therefore I want to focus on four main issues. The first two have to do with the unfolding of the key features of the crisis, which in my view will shape the operating environment for international finance. The other two themes will be to do with the regulatory reforms that are being put into place at the moment and changes in market practices that have already happened. Those are 1) deleveraging 2) exit strategy 3) regulatory reform 4) changes in market practices.

Firstly deleveraging, my former colleague Mahmood Pradhan and other speakers gave an excellent description of the deleveraging process that is at the heart of the crisis amplifying the severity of the downturn and corrections. Therefore going forward we have to go through a period of deleveraging, but how much, how far, how deep and how severe?

If you look at the US banking system, the trend has been one of steadily declining inter-equity-to-asset ratio. It was more than 50% one hundred sixty years ago and then it fell steadily around the turn of the post-war years throughout the past six decades fluctuating

around 5 to 7%. That is simple equity-to-asset ratio. Therefore I think it is a bit unfair to hold Alan Greenspan wholly accountable for the excessive leveraging that we have seen recently. He had something to do with it but not a whole lot. We recognize that all countries experienced similar decline in equity-to-asset ratio of their banks. In fact, European banks at this point are even lower capitalized than the US banks. US banks are 5-7%, European banks are 4%, that is simple equity-to-asset ratio. And the collapse in asset values in recent quarters means that the ratio of debt has not changed, compared to assets, which can lose value significantly. Which means the ratio of debt to what is left of net worth is now truly unsustainable.

Another way to look at the leverage problem, which my colleagues have mentioned, is to look at the ratio of debt-to-GDP, of different countries in different sectors. And here the same phenomenon occurs across the world. For example, in the US the ratio of debt of the household and corporate sector, the so-called domestic non-financial sector, has increased steadily from around 80% in 1960 to about 180% today. So how should one look at deleveraging?

There are two dimensions in my view. One is cyclical in nature. If you go back and look at this ratio over time, it always fluctuates and reversing to trend. There has always been a clear upward trend line throughout the post-war period, as I said from a low 80% to 180%. Along that upward trend line you have times where the growth rate in the ratio deviated above trend and with the correction of the credit cycle became below trend. At the present for the US non-financial domestic sectors, the ratios stand about 8% above the trend line.

Deleveraging to me means trend reversal, that level of debt-to-GDP ratio first has to come back to trend, that is 180% down to something like 172% of GDP. But on top of that cyclical trend reversal I will submit to you that given the severity of the crisis that my colleagues have described to you and given the decimation of the balance sheets of bank and institutions, there will probably be a correction to the upward trend that we have seen in the post-war years. Perhaps going all the way back to some notion of a long-term sustainable ratio. If you take a simple average of between 80% in 1960, 180% now and a long-term average of 100%, theoretically you could envisage a correct vision from 180% to 100% of GDP. I am not saying that that is what is going to happen but to give you some benchmark to assess the potential severity of the deleveraging process. In either scenario going to 172% or all the way to 100% we are looking at a period of very slow growth during which this ratio will come back to some notion of sustainability. It will definitely shape the operating environment for international finance in the future.

Second point, exit strategy. We talk about the exit strategy because the international financial system particularly in the US and Europe changed overnight without anyone understanding what happened. We moved from a private open market system to a nationalized financial system overnight. It is nationalized to the extent that the forfeit bank funding market is now in the hands of the central banks, the Fed, the ECB, Bank of England and the Swiss National bank that are funding for the banks of US and Europe. Banks do not do business with each other anymore. Banks borrow from their central banks and lend excess reserves to their central banks.

Central banks over the past few months, particularly after the Lehman Brothers collapse, have increased their liquidity in the system to such an extent that US and European banks are awash with liquidity. Each system has more than 300-400 billion dollars of excess reserves. In other words, we do not lack liquidity. We have plenty of liquidity. It is just that banks do not do business with each other. They prefer to do business with central banks. And more generally, particularly in the US we have now a system where the public sector has, for all intents and purposes, replaced the financial system in performing in the intermediation process. Savers want to buy government paper. Borrowers can only borrow from the Fed or with guarantees from the government. On top of that you have significant additions of capital into the banks, up until now 500 billion dollars of capital by government in US and Europe into the banking system. That means, how to get out of this situation and go back to private financial system with competition, with dynamism, with financial innovation that supports growth will be a big challenge yet to be realized. Subject to those two challenges, regulatory changes that are being put into place will also shape the main characteristics of international finance in the future.

Firstly, with the international financial architecture, I think the G-20 mechanism could be an interesting mechanism to get more countries involved in the collective management of international finance and economic affairs.

Second, it is clear that a variety of regulatory changes will be put into place to restrain the leveraging of banks and financial institutions

going forward. And in this environment, the whole notion of macro prudential regulation and supervision will play a much bigger role than before. However, it is easier said than done, because when you talk about macro-prudential supervision, one has to come up with a framework to analyze the inter-connectivity of different issues, how to measure and assess potential increase and vulnerabilities and what are the kinds of policy tools and instruments that the authorities can use to change the behavior of market participants so as to avoid excesses being accumulated. These are the kind of issues we will be dealing with in the future.

And the last point is changes we have already seen in terms of market participants' changes in their expectations and business models. Everyone is now looking at leverage ratio and, therefore, despite the fact that many of them have been comfortably operating with the tier-one capital requirements. They are now perceived by market participants as significantly under capitalized. So they have to address that. Going forward the whole notion of business models for financial institutions and banks, how they can be profitable, how they can generate business, how they can produce income considering the restraint on their leverage, given the need for more capital, given the emphasis on simple securitization products instead of the complex products. All of these are big issues.

And here is one of the unintended consequences of government support for banks, the fact that the government has put a lot of preference shares into banks means that company shareholders are now in a very junior position. In other words, the prevalence of seniority

in the capital structure of banks coupled with the difficulties in assessing the business model of banks in the future makes it impossible for investors to price banks. And in this atmosphere banks on top of everything else will likely suffer more volatility and pressure in the upcoming period.

Let me conclude. We at the Institute of International Finance have participated in this reform effort by organizing banks to come up with an assessment of what went wrong and what the banks and the banking industry have to do to take full responsibility of their share in the crisis. And to strengthen market practices particularly risk management and also compensation policies, so as to regain the trust and confidence of market participants and investors going forward.

Lessons from the Recent Global Financial Crisis: Its Implications for the World and Korea

*Bill Shields**

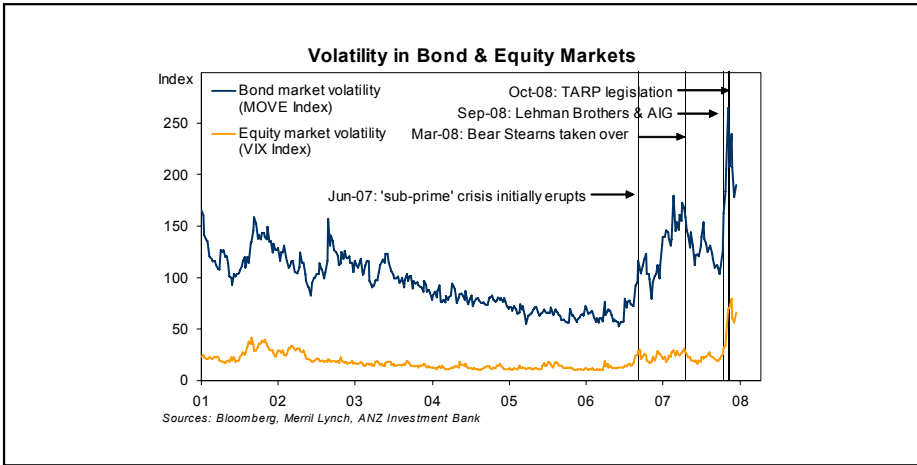
I would like to begin my presentation today by thanking the organizers for inviting me to participate in this important and timely conference, and to congratulate IGE on their 15th anniversary.

When I was first approached to speak (not long after the announcement of the original Paulson Plan), I suggested to the organizers that it would be desirable not to have too narrow a focus for this topic given that events were unfolding rapidly, and to allow the scope to cover other relevant initiatives that could emerge.

I had no idea in making that suggestion how quickly and sharply the global financial crisis would, in fact, continue to deepen and spread. This crisis is now also inextricably linked to the deteriorating global economic outlook, both through much of the daily financial market and other rhetoric that we hear, and via the policy initiatives that have been announced and continue to be debated amongst governments. A key link in this regard is the heightened levels of day-to-day volatility in credit and asset markets (Figure 1) and, of much greater concern, the fact that credit markets in many countries have ceased to function effectively.

* Visiting Professor, Macquarie Graduate School of Management, Sydney
Former Chief Economist and Executive Director, Macquarie Bank Limited

〈Figure 1〉 Bond and Equity Market Volatility



Despite the fact that markets are known to overshoot during periods of stress, current market reaction is to a certain extent understandable. Of greater concern, however, is the impact of dysfunctional financial markets on real economic activity; particularly if we accept from past experience that the timing and profile of eventual recovery from such crises depends critically on the nature and implementation of the policies adopted in response to them.

The “*crisis of confidence*” that many commentators see as a key component of the global financial crisis to date is, in essence, a lack of confidence that the policies that have been announced will effectively address the underlying causes of the crisis in the banking and credit systems. Assuming that this is not an unreasonable characterization of the situation, I would like to address two questions: *Is it justified? And if so, why?*

I will focus on the major policy initiatives that have been announced and are specifically aimed to counter the banking and credit crises, as summarized in Attachment A – as distinct from the macro-economic stimulus adopted in a number of countries (although clearly monetary policy contains both dimensions). I was in Singapore recently and asked a well-respected and experienced member of the banking sector whether these recent policy initiatives would solve the crisis. He barely hesitated in answering: “*of course not*”. When I asked why his answer was so definitive, he explained: “*they are just throwing money at the problems*”.

Whether you and I agree with this prognosis or not doesn't really matter. But what it does highlight is a perception that the more immediate “*root causes*” of the banking and credit crisis (to use the language adopted by the recent G20 Summit on financial markets and the global economy) are not being addressed. What then are those root causes?

I would characterize them as essentially threefold:

First, uncertainty about the ultimate size of financial losses and where they reside. That is, which institutions are most exposed? This partly reflects previous failures of regulatory oversight of some derivative instruments and/or off-balance sheet transactions by banks and other financial intermediaries.

Second, a sharp rise in the cost of credit. This reflects in part the so-called return of ‘risk aversion’.

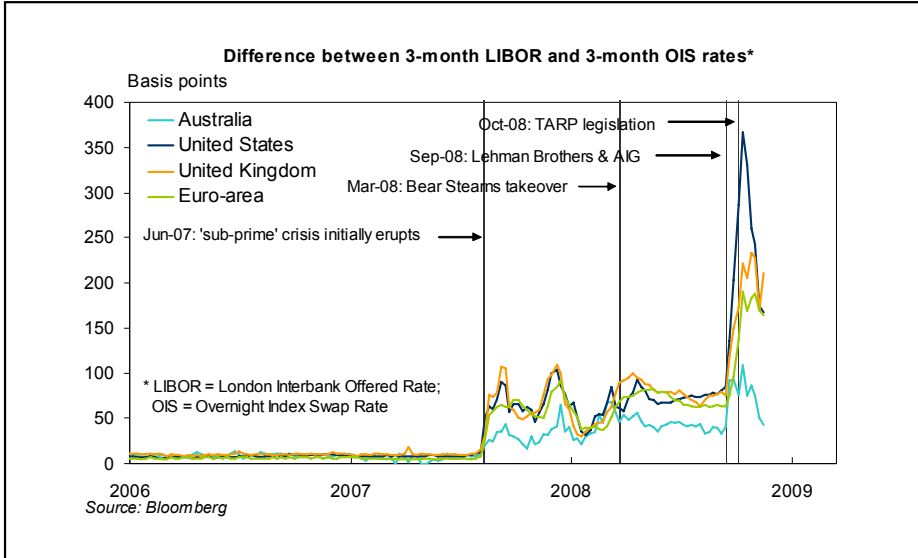
Third, an absence of liquidity in wholesale credit markets. This has been driven in large part by fear arising from the uncertainty mentioned above as well as the perceived lack of effectiveness of the policy responses that have been announced.

The policy initiatives (See appendix A) have sought to:

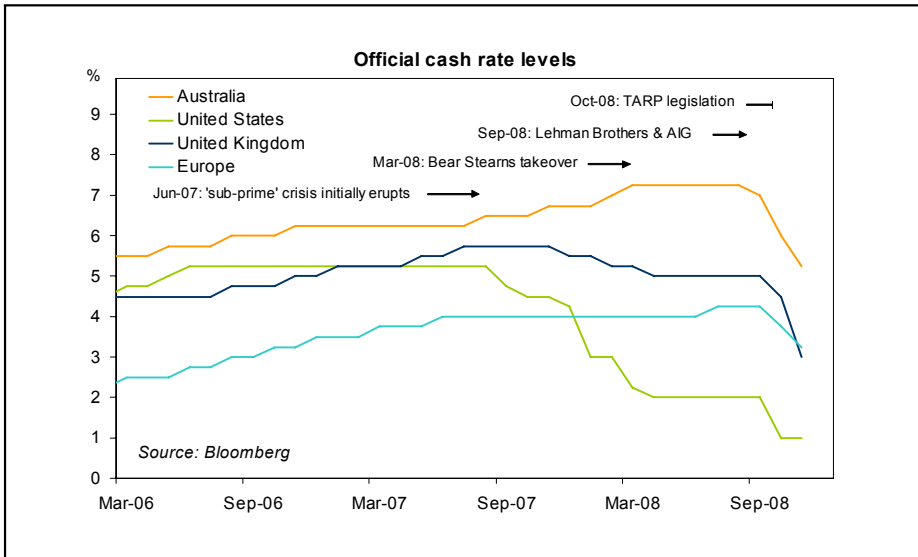
- inject new equity into distressed banks and other financial intermediaries (notably AIG);
- lower the cost of funds in credit markets (including through reductions in official interest rates);
- inject liquidity into credit markets (through the expansion and enhancements to central bank discount and repurchase operations, notably the acceptance of mortgage or asset-backed securities as collateral); and,
- increase retail deposit protection for banks and implement government guarantees on banks' wholesale funding.

In terms of the measures themselves, there is some tentative evidence that they may be beginning to work (Figure 2). For example, there is recent evidence that credit market spreads have begun to narrow, partly reflecting the substantial reductions in official interest rates announced in many countries (Figure 3). But at the same time, there is also quite widespread anecdotal evidence that banks have significantly tightened lending criteria across many economies (Figures 4,5,6).

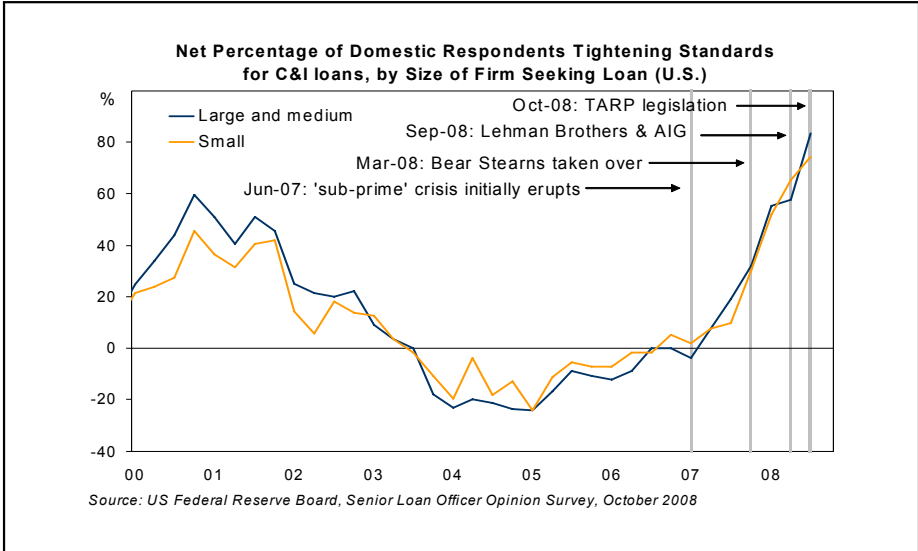
〈Figure 2〉 Money Market Spreads



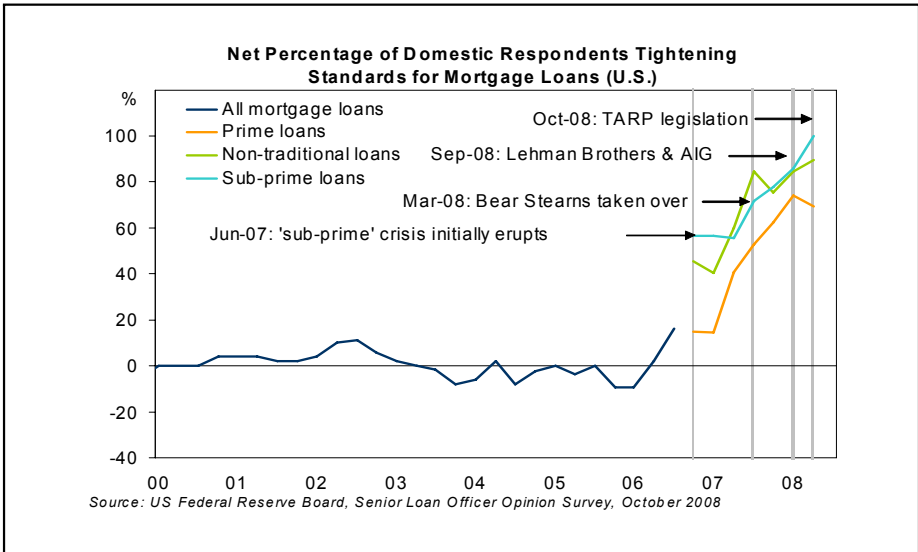
〈Figure 3〉 Official Cash Rates



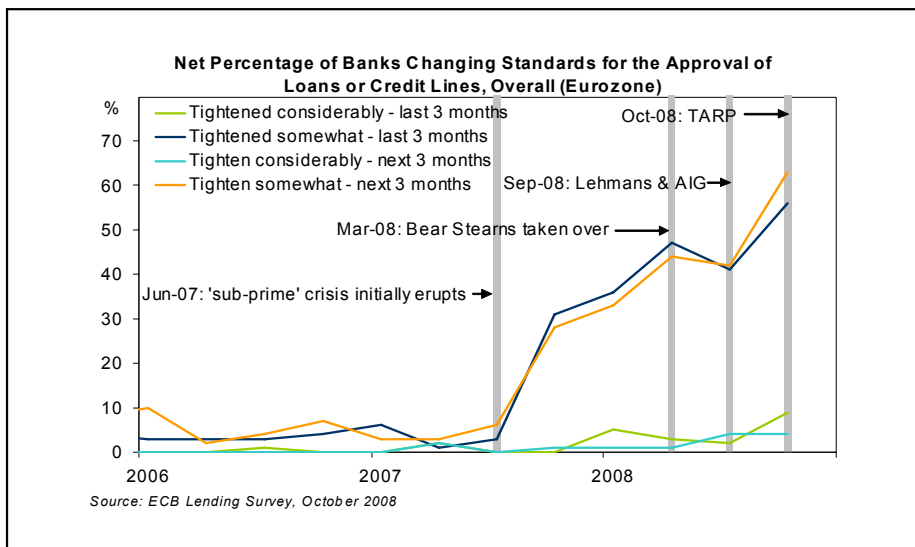
<Figure 4> US Lending Standards-C&I Loans



<Figure 5> US Lending Standards-Mortgages

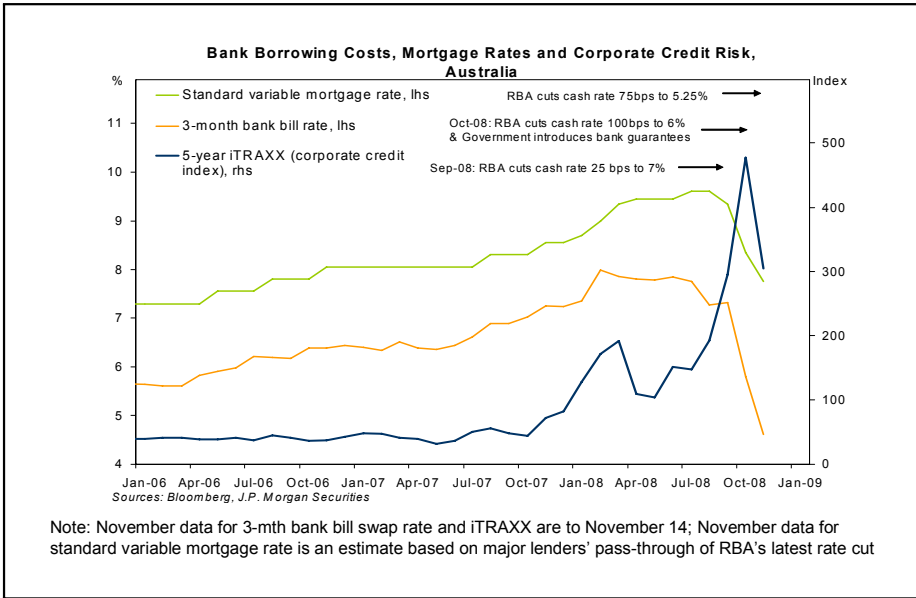


〈Figure 6〉 Euro Lending Standards



Taken together, there is still only limited evidence that there has been a substantive improvement in the *effective cost* of credit following the recent sharp escalation, particularly for corporate borrowers. In Australia, there has been a marked reduction in variable mortgage rates following the 200 basis point reduction in the official cash rate – although not all of that reduction has been passed on to customers because of the higher cost of wholesale funds to the banks. And it is questionable to what extent this is likely to influence demand given the increasingly gloomy economic outlook both globally and for the domestic economy. For most corporate borrowers, however, there has not been a similar improvement in credit costs (Figure 7).

<Figure 7> Corporate Credit Risk and Bank Rates



Of even greater concern is the lack of market liquidity and *access* to credit. This has affected virtually all financial intermediaries and, therefore, has the potential to have an even more significant and widespread negative impact on overall economic activity.

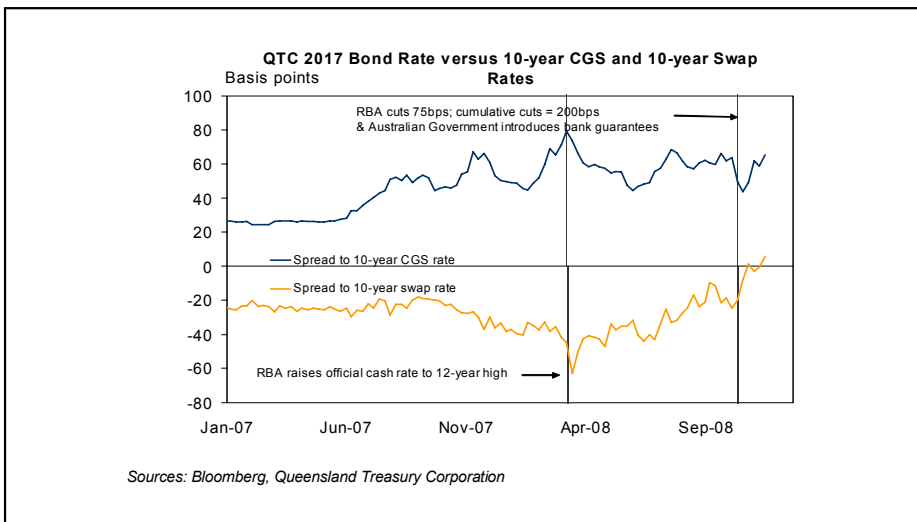
The recent experience of the Queensland Treasury Corporation (QTC) which is Australia's largest semi-government borrower with the equivalent of USD 36 billion in total liabilities outstanding – and of which I am a director – highlights a number of inter-related concerns in this respect.

Despite being AAA rated and guaranteed by the Queensland Government, which still oversees a rapidly expanding and diversified

economy and has a strong reputation for fiscal conservatism, investors have been reluctant to purchase QTC bonds – which are typical of bonds issued by all non-sovereign AAA credit rated entities, including Supranationals and European Agencies. But they have been happy to lend to QTC through shorter maturity instruments (such as CPs), although this is hardly desirable when funding longer term assets such as bridges, roads and other infrastructure.

QTC has been forced to modify its primary issuance methodology and become more active in the secondary market as liquidity in its outstanding bonds has been severely impacted as the bank dealer group which distributes them is much less willing to hold such bonds on their balance sheets, so we now face a ‘brokered’ rather than a ‘traded’ market, with a low transactions volume and inefficient price discovery (Figure 8).

〈Figure 8〉 Queensland Treasury Corporation-Interest Rate Spreads



And more recently this has been exacerbated by what I will term “*regulatory arbitrage*” as the bank deposit and wholesale funding guarantees introduced in response to the escalating credit crisis saw investors switch funds into the new ‘safe haven’ - bank deposits, which became more attractive than to virtually all other investments.

The higher cost of funding to QTC is a cost which all infrastructure and other spending by Queensland will ultimately have to bear. While some of this can be ‘offset’ by the fiscal stimulus announced by the Australian Government, it is unlikely this will be sufficient, particularly if the current limited access to markets and higher cost of funding is sustained. This, in turn, would simply exacerbate the deterioration in the economic outlook, particularly if critical projects were simply no longer viable.

These problems are not limited to Australia and have added a further distortion to the market pricing of alternative credit avenues. For example, the recent sovereign bond issue by AAA rated Ireland only managed to match the terms of a preceding UK government-guaranteed capital raising by Barclays Bank. And the heavy concentration of the Barclays issue amongst other banks suggests that this is now the preferred lending avenue between financial institutions which enjoy a sovereign government guarantee.

The available evidence from markets and lending trends for corporate and household borrowers also suggests that credit markets are barely functioning. Asset-backed securities markets, in particular, had more or less ceased to function with the only avenue for price discov-

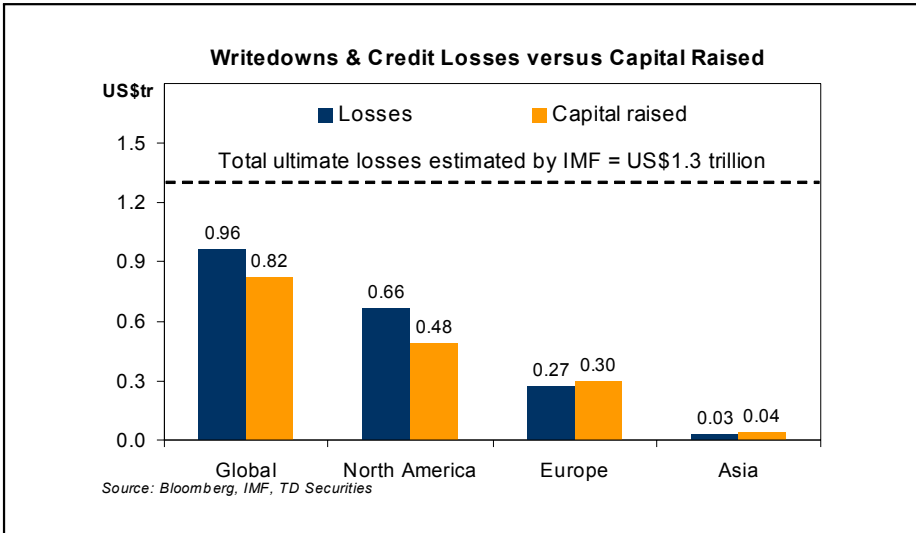
ery and transactions through the various central bank facilities available. More recently, there appears to be some improvement, at least in the US.

There tend to be exceptions, however, reflecting in particular some of the initiatives announced as the global financial crisis unfolded such as the various central bank liquidity schemes that are now operating.

Interestingly, the US Fed's Commercial Paper Funding Facility (CPFF) appears to be functioning well and has contributed to a recent improvement in the US commercial paper market. However, it is concentrated on a few companies, a number of which have problems over and above those arising from the credit crisis. It remains to be seen how the cost and access to corporate credit more broadly will respond.

Another major policy measure that appears to be working is the recapitalization of distressed banks through injection of new capital; this also applies to AIG in the US. Indeed, with the refocusing of the US Troubled Asset Relief Program (TARP) equity injections for banks has become its over-riding priority. While this has contributed to the more stable outlook for banks, as have the similar measures taken in other countries, it is important to note that the market has also played a role (Figure 9). There has also been a substantial injection of new equity to banks from non-government source; of the approximately USD 800 billion in new capital raisings so far, well under half the total is accounted for by government programs.

〈Figure 9〉 Credit Write-Downs and Loses



This should help underwrite the rationalization that has already begun in the global banking system. And, together with greater transparency, better co-ordination and more effective coverage (including of non-bank intermediaries) by the supervisory agencies over the medium term, it should provide a solid base for the eventual return to effective financial intermediation – and consequently a lower cost of credit.

The enhancements to retail deposit protection and the guarantees for wholesale funding (although for a limited time in most countries) will reinforce the recapitalization of banks, even though in some cases such as Australia this has placed additional stress on non-bank intermediaries and has arguably been at a cost to the effective functioning of the overall financial system.

The Australian experience clearly demonstrates the need for government policies to retain some flexibility to respond to unintended consequences, such as the flow out of market-based funds into the newly guaranteed bank deposits, while at the same time remaining a credible policy response – the originally unlimited guarantee on retail deposits (compared to no guarantee previously) was quickly subjected to a cap of AUD1 million without appearing to undermine the positive impact.

Flexibility is particularly important since many details of how the policy measures that have been announced will be implemented, as well as their impact both within individual economies and globally, are still to be resolved and seen. The need to restore confidence in credit markets is also a clear objective in this context. The US Treasury Secretary's recent announcement redirecting the balance of TARP funding to providing support for markets for consumer credit is an interesting case in point; the reaction of markets and many analysts to this changed focus has been muted and appears to signal still limited confidence in the overall credibility of the response by governments to the crisis.

The Treasury Secretary has emphasized, correctly in my view, that banks themselves have a “*role*” to play in restoring effective credit markets. Perhaps the most critical task facing banks (and other financial intermediaries) is the need to strengthen their balance sheets through the removal of impaired (or “toxic”) assets. It is clearly evident from past experience of banking crises that the restoration of an efficiently operating banking system depends on this occurring.

But this is one area where the overall policy response across countries does not appear to be adequately aligned with the root causes of the financial crisis, at least as I have characterized them here. With the exception of GSE purchases of mortgage backed securities in the US (and the prospect held out under the revised TARP to support consumer credit), as well as smaller schemes in countries such as Spain and Australia, this has been left to the banks and markets to work out.

There are such provisions in the revised arrangements for the bail-out of AIG, with the Fed creating a USD 22.5 billion Residential Mortgage-Backed Securities Facility and a new USD 30 billion Collateralized Debt Obligations Facility, both of which seek to allow AIG to sell these impaired assets. A similar structure was used as part of the sale of Bear Stearns.

But it is doubtful that in current circumstances there is either adequate price discovery or sufficient investor interest through markets to deal with the impaired assets that are more widely held – and the considerable uncertainty surrounding the actual amount of such assets and their distribution further increases the problem. In these circumstances, it is not clear that banks have adequate incentive to realize those assets quickly. This will be compounded if equity markets remain volatile and there is a marked and prolonged downturn in economic activity globally as is now being forecast.

In fact, given the apparent size of impaired (or “toxic”) assets it is unlikely that this can be achieved on any reasonable timeframe

without government support. Markets clearly must play a role, but their ability to do that is likely to remain constrained in the absence of government assistance. Moreover, there is ample experience from past banking and financial crises of how governments can assist in this process. Until there is a perception that the banking and financial systems will not remain dysfunctional because of these “toxic” assets, we are unlikely to see less uncertainty and better functioning of credit and asset markets.

Of course, without better functioning markets it is difficult to conclude other than that the negative impact on economic activity will continue, or that an eventual recovery to positive economic growth will emerge only slowly.

Attachment A

Summary of policy & other developments - March to November 2008

7 th Mar	US Federal Reserve expands Term Auction Facility (TAF)
11 th Mar	US Federal Reserve announces Term Securities Lending Facility (TSLF) to the value of US\$200billion
14 th Mar	Bear Sterns receives emergency loan from JPMorgan, in conjunction with the Federal Reserve, signing a merger two days later
16 th Mar	US Federal Reserve announces Primary Dealer Credit Facility (PDCF)
2 nd May	US Federal Reserve expands TAF and TSLF and increases value of swap lines with ECB and Swiss National Bank
11 th Jul	IndyMac placed into conservatorship by FDIC
13 th Jul	US Federal Reserve issues a statement indicating its willingness to lend to Fannie Mae and Freddie Mac
30 th Jul	US Federal Reserve expands PDCF, TSLF and TAF
8 th Sep	US government places Fannie Mae and Freddie Mac in 'conservatorship'
15 th Sep	Bank of America announces plans to buy Merrill Lynch for US\$50billion
17 th Sep	Lehman Brothers files for bankruptcy Federal Reserve announces US\$85billion bailout of AIG
18 th Sep	US Federal Reserve announces an additional US\$180billion in USD swap lines, including to; Bank of Canada, Bank of England and Bank of Japan Lloyds TSB takeover of UK banking and insurance group HBOS
19 th Sep	US Federal Reserve announces Asset-backed commercial paper money market mutual fund liquidity facility (AMLF)
24 th Sep	US Federal Reserve announces a further US\$30billion in swap

- lines with other central banks, now including; the RBA, Sveriges Riksbank (Sweden), Danmarks Nationalbank (Denmark) and Norges Bank (Norway)
- 26th Sep JPMorgan Chase acquires Washington Mutual
- 29th Sep US Congress fails to pass US\$700b bailout plan
- US Federal Reserve announces additional liquidity measures totalling US\$630billion, including a US\$330billion expansion in USD swap lines with other central banks
- ECB provides additional liquidity through €120billion special term tender
- Partial nationalisation of Fortis via €11.2billion injection by the governments of Belgium, the Netherlands and Luxembourg
- UK government nationalises mortgage lender Bradford and Bingley
- German government provides guarantees to lender Hypo Real Estate
- 30th Sep French, Belgian and Luxembourg governments agree to €6.4billion bailout of Dexia
- 3rd Oct US House of Representatives passes a revised financial system bailout plan, the "Emergency Economic Stabilisation Act", which includes the US\$700 billion Troubled Assets Relief Program (TARP)
- Wells Fargo announces its takeover of Wachovia Corporation for US\$16 billion
- US Treasury announces \$125billion capital injection into top nine U.S. banks as part of a larger voluntary \$250billion infusion
- 13th Oct UK government injects £37 billion into the country's 3 major banks- Royal Bank of Scotland, HBOS and Lloyds TSB
- 14th Oct Japanese government announces it could inject public funds into the regional banks
- 15th Oct ECB announces it will lower its threshold for acceptable assets banks can swap for central bank funds, to BBB- from A-, and

- will also accept debt denominated in foreign currencies for the first time. The Bank also announces it will start offering six-month Euro funds at fixed interest rates until March next year, and will hold its first-ever open market foreign exchange swaps, to provide extra liquidity in SUD and Swiss Francs.
- 16th Oct Swiss government announces a 6 billion Swiss franc injection in UBS, in return for a 9.3% shareholding
- 19th Oct The Netherlands government announces it will inject €10 billion in ING
- 29th Oct US Federal Reserve cuts the Fed funds rate by 50 bps
- 30th Oct The Bank of Japan cuts its benchmark overnight call rate by 20 basis points
- 6th Nov Bank of England cuts interest rates by 150 bps, European Central Bank by 50 bps. The Bank announces it will suspend its daily overnight US\$ auctions, but will continue to offer unlimited amounts of dollars for longer maturities
- 10th Nov US Treasury announces plan to purchase US\$40 billion of newly-issued preference shares in AIG under the TARP, allowing the US Federal Reserve to reduce the amount available under its original loan to AIG to US\$60 billion, from US\$85 billion. New York Federal Reserve announces it will lend up to US\$22.5 billion to newly-formed limited liability company to fund the purchase of AIG RMBS, and up to US\$30 billion to a second new LLC to fund purchases of CDOs on which AIG wrote CDS contracts
- 12th Nov US Treasury Secretary Paulson announces he intends to use the uncommitted US\$410 billion in TARP funds to support securitised markets for consumer debt
- 15th Nov G20 Summit on Financial Markets and the Global Economy, Washington DC

Source: Macquarie Research, Macquarie Bank, November 2008

Is the Investment Bank Model Still Alive? (I)

*Angelina Kwan**

I would like to thank IGE as well as the IMF for organizing such a fascinating conference today. Everybody that has discussed this morning has brought up different aspects but I will try to bring up my own perspective. I will give you some of my views on investment banks and whether investment banks are still alive. Also, I will try to explain the investment banks' role in this crisis and what will happen next. And, I will make some comparison between investment banks and something that I will show you.

When I was preparing this I was thinking about what are investment banks like, how can I show what an investment banks is like. So I came up with this horseshoe crab, which is 445 million years old and you can trace its history back to the prehistoric trilobites. And I will explain to you later how I think the investment bank world is much like this little horseshoe crab.

The traditional investment banking model is basically made up of advisory services, underwriting, dealing, originating and propriety trading. I know that Korea is looking at a capital markets banking model right now, and Goldman Sachs has been the model. But I would put to you that this traditional banking model has been and

* COO, Cantor Fitzgerald, Asia Pacific

is already changing. And what you get now today, especially with traditional investment banks changing into banks is that this whole crisis is going to change the face of investment banking.

Basically why we had Lehman fail and Morgan Stanley and Goldman Sachs change their structure are the originating and propriety trading as well as the underwriting areas. These three areas really affected, in particular, Lehman's operations. Because as you all know, income for investment banks is from fees, in terms of commissions and advisory fees. But the difference is that the bigger "bulge bracket" banks have been taking risk in terms of putting investments on their balance sheets as well as underwriting and origination. It is this taking of risk that has partially caused this credit crisis. The other side that has caused this credit crisis is that investment banks have a different source of funding than most banks. They can't touch the money market system, so they cannot tap in a long-range term of financing. What they do is that they use short-term credit, they use their partners' capital to fund or they use their profits from their operations to fund their operations.

I came from a merchant bank, Kleinwort Benson, which at the time was one of the top corporate finance banks in London. And we recognized at the time that we didn't have enough capital to survive so we were bought out by Dresdner Bank and the whole model would be changing because we would not be taking credit and we didn't have the balance sheet and background to go any further.

So I would put to you that even before this crisis, the investment

banks were already disappearing. The last two “bulge bracket” firms that disappeared were just symptomatic.

What happened? I won’t go through the whole crisis of what happened, but I would say to you that the reason why the crisis started was that investment banks were taking the lowly little mortgage loans, repackaged them and securitized them, then they underwrote them and sold them to hedge funds. So when times were very good, investment banks made a lot of money. But as soon as the markets fell, the complex products and CDOs plummeted and that is when it was like a snowball effect. All the markets started dropping and all the investors started running from these products.

The real turning point was when all the portfolios started dropping and LIBOR went to a 7-year all-high. That is when none of the banks would lend to each other and the investment banks were very squeezed at that point because they had short-term funding but they had long-term debts because all of these portfolios were no longer worth anything or worth as much as they were originally valued at.

And the final thing was when Paulson allowed Lehman Brothers to go under. That was the biggest point. From there, it no longer became a subprime crisis, it became a crisis of panic. I was in the US when Lehman was allowed to fail and I was also there when they were trying to pass the 700 billion bailout. And I can tell you that it had truly become a crisis of confidence at that point. And it was at that point that Goldman Sachs and Morgan Stanley seeing this after Lehman had failed needed to stop their organization from being

even threatened to go into bankruptcy. So they filed for a more stable bank holding company status with the Federal Reserve Bank. I think this is the reason why we are even here today to address the issue of whether the investment bank model is still alive.

What was the investment banks' role in this whole thing? It was the spreading of risk this time. This crisis was very much like the Savings and Loans crisis and what they were trying to avoid this being like the Savings and Loans crisis, which is probably the cause of why all the countries around the world have been affected. And today when we were speaking with the Chairman of the FSC, we were talking about how Korea is affected. One of the things I said was that Korea is affected because you have to sell the Korean assets to actually pay down the losses that actually occurred in the US. So by spreading all the risk around the world, which is the very thing they were trying to do, the whole world has been affected by this crisis.

So what else has caused the investment banks to get into this situation? They were originating and underwriting as well securitizing and selling to financial institutions as I mentioned before and it was the greed of who could underwrite the largest portfolios that contributed to it. So you saw Lehman, for example, that became one of the biggest underwriters of the mortgage-backed securities. The investment banks then developed complex products from mortgage loans. And instead of just going back to the mortgage loan to see what was underlying the loan, nobody checked on that. Instead, what they did was that they put huge stacks of mortgage loans together,

sold them securitized. Furthermore, they wrote derivative products by stripping the interest portion, by stripping different parts of the securitized loans out and sold them to customers.

I have been in the market for 21 years and barely understand these things. If I barely understand these things what chance do my fellow regulators have in understanding it. Many market participants will not understand it and as a result the leveraging and magnification of these products as well as the difficulties to understand the valuations have really caused a problem to understand what these products were.

Finally, as soon as the home loans started to increase in terms of foreclosures you see that the valuations dove downwards. It was impossible for the investment banks to get them off their balance sheets. Now they are sitting on a number of investments, which Mr. Shields just mentioned, the quality of their assets on their balance sheets are not worth a lot, because the original little, humble mortgage loan is no longer worth anything since probably the person who took the loan in the first place can't even pay on it. So there was no credit quality to begin with.

What are we seeing? We are seeing late disclosures and a lack of disclosures. Mahmood, spoke of the SIVs. All of these things came out late, this came out a year after the crisis really hit. Only then did people find out that they use Special Investment Vehicles that weren't on the financial statements. Another area was that the risk management and internal controls were sacrificed. There was a concentration of products in terms of mortgage loans and securitiza-

tion of mortgage loans especially on Lehman's books as well as Bear Sterns. They weren't looking at the overall portfolio of investment banks, as well as the hedging of loans and products and there were no mark-to-market checks. But the main thing I think that was the big issue was that you have these investment banks that take these loans and buy them from these banks, but they never look at the actual quality of the loan, the underlying loan.

When I was working for KPMG, we did all of the asset failures for all of the American savings and loans. So we would pick up the loan file and when you actually look at the borrower you can tell that there is no way in heck that that person can pay for the property, number one and number two that property was not worth that value. So all you had to do was go back to the basics. None of the investment banks or even the banks that originated this did any of this. Now is it the auditors' fault? Is it the credit agencies' fault? Is it the investment banks' fault for not sending some little person to go look at the bank? I don't know, but I think credit agencies should be looking at this. And this is an area of going back to the basics that people have missed.

The final thing is the internal controls of investment banks. There were no independent checks of loans, as I mentioned before. And the propriety book limits were ignored. How did this concentration of assets come about? It is because the propriety book limits when they could not sell out the stuff had to keep it on their books because they did not want to take a discount in value and now you can see Lehman Brothers is stuck with many of these instruments because

they could not sell them out at the time. So you can see how they did not even follow their own limits in terms of how much they kept on the books.

So what happens next? It's going to get worse before it gets better. Most of the US and European governments have already intervened and bailed out financial institutions with Asian banks putting in guarantees. We have talked about this deteriorating asset quality. Unless you carve these assets out of those investment banks and banks, you will have this problem. So what we did during the Savings and Loans Crisis was to form good banks and bad banks. All of the bad assets were moved out into another bank and all of the bad assets were put into another bank. Only then can we start the whole healing process.

The confidence crisis has only momentarily subsided, you only need another large organization to have a problem like Bank of America-please, I hope it does not happen. But you just need another piece of bad news and this whole crisis of confidence, it is no longer about assets but confidence, will start spilling over again.

We are now in a global recession and we all think it will be throughout 2009 into 2010. And I can assure you that as night follows day, there will be more banks that will fail. The FDIC is looking at 100 to 200 banks in America failing. How many more investment banks will fail? Well, all the big ones have gone so we are now looking at all the regional investment banks. So the governments will be stretched to the limit. The FDIC is now hiring over 200 people

just to do loan reviews as well as dealing with failed banks. And the regulatory action is just beginning now but they need to strike a balance.

When Lehman failed on September 12th, in Hong Kong we thought we had enough capital to deal with any of their issues in terms of when they failed and their settlement issues. Guess what? There was no money. That is why Hong Kong Exchanges isn't clearing right now, they are stuck with \$150 million in losses. Just on the exchange. Could you imagine what affect that would have been on Korea's exchanges for example?

So I think all the proprietary trading areas are going to be all curtailed, so that means they are going to stop proprietary trading and already JP Morgan has fired many of their proprietary trading staff. There will be very little new product introduction and they will need to clear out losses and raise capital.

Cantor Fitzgerald, for example, where I work we don't take risk so people are coming to us now, so you are going to see niche brokers filling in the gap for the institutional clients. You will see regional investment banks like the Malaysian CIMB, Lazard and Houlihan Lokey who is a California-based investment bank offering niche services. You will see Credit Suisse, BNP and HSBC coming out but offering limited services. And you can even see the online retail brokers doing very well because they don't take risk. So customers think that these banks or brokers are very safe, so you will see many customers moving to them.

Finally, investment banks now have a real risk, called counter-party risk. Who would have ever thought that Lehman would fail? If you told me that a year ago, I would have laughed in your face. But guess what, it did fail and it is a real issue. Because of this the ones that are standing will have to look at credit, they will have to look at stress testing, they will have to look at how they do business as well as their business strategy. Regulators will really need to understand. I bet you didn't know this but the US SEC had an entire team sitting in Goldman Sachs, sitting in Lehman and sitting in Morgan Stanley that didn't stop any of these problems. They each have a full-time team based in New York sitting in these big five "bulge bracket" firms but guess what there was no early action. So how regulators do business is going to change too, in terms of how they are going to deal with the investment banks and banks they regulate. And finally there is going to be a clean up for years and years. By Paulson allowing Lehman to fail that is going to take 5-10 years to clean up and you know who wins? It's not you and me, it's the lawyers and accountants who win unfortunately.

So, why do I think investment banks are like horseshoe crabs? Horseshoe crabs have been around for 450 million years and investment banks, while not that long have been around for a while. These crabs if you see them, have large exoskeletons, which they shed 17 times or more so that they can live a long time. How many investment banks have you seen that shed staff and production lines 17 times or more? It is what they are doing now. These horseshoe crabs possess the rare ability to regrow limbs, so just like that investment banks can reinvent themselves in form but they will always grow

back. And I bet you that in five years from now, the ones that are standing will be fine. The most interesting part is that these crabs are very large and that during a rough surf they tend to flip over onto their backs and unless you help them flip back over they will die. In this case the governments has had to step in and actually do this for them and actually flip them over. So, in fact, there was a campaign to just “flip ‘em over”. Guess what, the government has now a “just bail ‘em out” campaign with investment banks.

So just a little bit of humor in this gloom and doom. I think that investment banks will still be alive and well, these momentarily salary cuts will be gone in five years time but they will still be alive and well.

Is the Investment Bank Model Still Alive? (II)

*Jang Yung Lee**

Let me first say how pleased and honored I am to take part in this important conference organized to draw lessons from the recent global financial crises. I believe I have been asked to make a presentation to you today not as an economist but as a practicing financial regulator. So, I will limit my thoughts to those questions raised by the turmoil in world financial markets about financial stability and the design of financial regulation.

My presentation focuses on two major questions: (1) What brought the financial crisis to the U.S? (2) What institutional and policy reforms is Korea implementing to reduce the likelihood of a similar crisis?

Since the Glass-Steagall Act of 1933 prohibited US commercial banks from undertaking investment banking business, US securities houses or commonly called investment banks which were mainly engaged in primary and secondary securities market have begun to flourish independently of the commercial banks.

Although its influence has been eroded by innovations and the exploitation of loopholes in the legislation, the Glass-Steagall Act has remained in force until 1999, when it was repealed by the Gramm-

* Deputy Governor, Financial Supervisory Service

Leach-Bliley Act. European countries, in contrast, have developed a *universal banking business model* which allowed the major banking groups to offer both commercial and investment banking services.

As the current financial crisis has clearly shown, the US-style independent IBs, which do not have a stable deposit base, are quite vulnerable when financial crisis place undue stress on the liquidity position of IBs. That is why the Goldman Sachs and Morgan Stanley have recently converted themselves to bank holding companies: in addition to a more stable funding structure, these companies also can apply for a direct liquidity support from the Fed through their commercial banking units. In fact, this is exactly the business model being pursued by the Korean Development Bank, which will be privatized.

Combining the investment banking with wholesale and retail commercial banking businesses, however, is not a perfect solution to all the risks facing financial firms. When confronted with a system-wide crisis that affects the full range of banking activities, the universal banking system may even be more dangerous because of “the contagion effect” across different business lines.

There are, therefore, diverse views on which type of banking business model is optimal for each country. Most policymakers and “academicians” in Korea hold the view that its financial system relies too heavily on commercial banks, suggesting the need for a balance between commercial and investment banking system.

I am in full agreement with this view. I also believe that, despite some of its deficiencies, the IB business model itself is still very much viable. The important function that investment banking performs in the marketplace, namely pricing and intermediation of the risk between the securities issuers and diverse investors is still relevant and necessary for efficient operation of the capital market in any economies.

Investment banking in Korea, admittedly, is still in its infant stage. And encouraging its growth will be necessary both to the growth of the high-value-added financial service industry and to the growth of risk capital, an essential component of economic development. However, the Korean government's efforts to promote investment banking through deregulation policy are being challenged by the IB crisis in the U.S.

One key aspect of ill-conceived deregulation that enabled the big investment banks in the U.S. to invest in the increasingly risky mortgage-related securities was the decision by the SEC to loosen the net capital rule (NCR) in early 2004. The lifting of the old regulation unshackled billions of dollars held in reserve as a cushion against the losses on their investments. As a result, the leverage ratio rose sharply to 33 to 1 at Bear Sterns, for example. The SEC also decided to rely on the IBs' own computer models for determining the riskiness of investment, essentially outsourcing the supervisory job to the IBs themselves. No wonder why the SEC was not aware of numerous potential risk factors and thus did not take any supervisory actions to limit these risk factors.

In Korea, the new act called the Financial Investment Services and Capital Market Act will take effect in February next year. The new law provides regulatory framework that would enable financial investment firms to engage in full range of investment banking services and also greater flexibility to design new, innovative products and services.

Some academic conservatives are concerned about the potential risks posed by this new law both to the financial companies and financial consumers. However, a situation of excessive leverage by the financial companies cannot occur in Korea because the minimum NCR of 300% will be strictly applied for those financial companies who want to engage in high-risk derivative businesses. (NCR of 150% is equivalent of BIS capital adequacy ratio of 10%, which effectively constrains the leverage ratio below 10.)

Another important weakness revealed by the IB turmoil in US is the fact that the relaxed regulation was not accompanied by strong supervisory oversight by the authorities. The supervisory program, which could have uncovered the riskiness of the banks' investment and their increased reliance on debt at an early stage, was a low priority at the US SEC.

Korean FSS, in contrast, relaxes regulation but at the same time strengthens oversight of securities companies. Its capital market supervision division has recently developed a sophisticated methodology called RAMS (Risk Analysis and Management System). This tool will make a risk-based approach to supervision more effective

by allocating more supervisory resources to those securities companies with higher risk levels and weaker risk management capacity. Separately, FSS considers building an integrated database system for derivatives and structured products in order to monitor more closely their market transactions.

There is another potential risk posed by the Financial Investment Services and Capital Market Act for financial consumers as many complex securities and derivative products will be offered, and possibly unsound marketing practices may appear such as mis-selling of risky products, particularly to unsophisticated individual investors.

Under the new law, however, a wide range of measures will be in place for stronger consumer protection. Financial firms will be required to take reasonable care to ensure the suitability of the transaction for their clients and to explain fully their investment risks (This is so-called “Know-your customer rule.”) Unsolicited sales call will also be strictly regulated.

Let me move on to other supervisory challenges faced by Korean regulators. As all of you know all too well, the current global financial turmoil was triggered by subprime mortgage lending, much of which was based on weak underwriting standards. From the perspective of bank supervisors, I believe there were three fundamental shortcomings that contributed to the mortgage debacle.

The first of these relates to the origination of the mortgage loan, a large part of which took place outside the regulated banking sector.

The majority of mortgage companies were not subject to federal banking supervisors' safety and soundness examination. And it is no wonder why almost 45% of the subprime mortgage loans were extended without any proper documents that support repayment capacity of borrowers. With little supervisory resources available, the state banking supervisors also could not prevent the independent mortgage lenders from engaging in abusive lending practices such as making unaffordable loans to wide spectrum of borrowers. This brings us to pay attention to any regulatory vacuum and the need to apply sound regulation and supervisory standards consistently across all financial institutions.

The second shortcoming relates to the perverse incentive for weak underwriting caused by the use of securitization. Banks and mortgage lenders have become more lax about screening loans when they turn their loans into bonds and sell to non-bank investors. It is interesting to note that default rates on US subprime loans that have been repackaged and sold on to investors are 20 percent higher than those kept on the books of lenders in the traditional manner. This brings me to my second point: bank regulators should emphasize a well-structured risk management program for securitized assets.

The third shortcoming relates to the failure of bank management in effective risk identification and analysis. Most of the failed banks in US have underestimated risks in products and markets, which later became sources of weakness and material losses in the financial turmoil. Senior management at those firms often tended to champion the expansion of risk without commensurate focus on controls. In

contrast, well-managed banks encouraged a firm-wide approach to risk management and the enhancement of control structure to keep pace with the growth of risk taking.

In light of these observations, the Korea FSS is making efforts to strengthen the efficacy and robustness of the oversight of risk management practices of domestic banks. Multi-phase plan for advanced risk management is already in progress (The third phase has begun in this year.) And we are strengthening existing guidance on banks' internal risk management practices. Of particular importance, our bank examiners emphasize senior management's role in understanding the emerging risks and acting to mitigate excessive risks.

Basel II capital framework is also being reviewed to enhance the incentives for banks to develop more forward-looking approaches to risk measures and to strengthen the management of liquidity risk. Along the line of recommendations recently made by the Financial Stability Forum, we will encourage the banks to improve the conventional measures of risk and exposure (such as Value-at-Risk, a backward-looking measure of risk dependent on historical data) to better assess potential losses under severe shocks.

The so-called Pillar II and Pillar III component of the new capital framework will enhance the transparency around the banks' exposure and will prescribe a more appropriate capital treatment of securitized assets or other off-balance sheets vehicles, such as SIVs or conduits. It is interesting to note here that the Spanish bank supervisory authorities had proposed to impose an 8% capital requirement against the

bank's SIV assets to control for the seeming detached exposure to the structured products. And we all know that it worked fairly well.

Liquidity risk management is another area where further improvement should be made. Banks that tended to deal with the ongoing market turmoil had established flexible funding liquidity management and effective contingency funding plans.

The FSS has been strengthening liquidity ratio regulations for financial firms since the financial crisis of 1997. We have monitored closely whether the banks adhere to the one-week, one-month, three-month foreign currency liquidity ratios prescribed by the authorities. Even when the US supprime mortgage crisis hit Asia toward the end of 2007, we found all the banks were maintaining the prudential liquidity ratios. However, all banks faced higher funding costs, and the roll-over ratios of short-term liabilities were falling. So, we took several steps to make sure all banks perform more rigorous stress testing and have a reasonable and sensible liquidity funding plan in place that does not rely unduly on rolling-over inter-bank funds in large amounts.

The FSS is also making efforts to bring internal controls of securities companies in line with global standards and shift the focus of examination from identifying violations of law and regulation to evaluating the adequacy of internal controls.

My last point relates to the importance of macro-prudential supervision, which aims to assess the vulnerabilities of financial system both in terms of financial soundness indicators and macroeconomic

indicators. The Macro-Prudential Supervision Department at the FSS has been engaged in macro-prudential surveillance and the early warning system. It prepares the quarterly Early Warning Reports on Financial Sector based on early warning models for individual major sub-sectors of the financial system. In addition, the FSS publishes monthly monitoring reports on stability indicators. The indicators for banks include the delinquency ratio, short-term liquidity, and the losses from securities valuation. Also, rigorous macroeconomic stress tests have been run by each supervisory department of the FSS, focusing mainly on the impact of changes in interest rates, exchange rates, and housing prices. Hopefully all these exercises will enable Korea to detect any weakness in its financial system in a timely manner so as to help the nation avoid the next financial crisis.

Before closing this presentation, I wish to make one more observation. Like other Asian countries, Korea is not likely to escape the consequences of the global credit squeeze. Liquidity is tight worldwide. Korea, however, is coming up with a bold, and decisive action plan to deal with current market fragilities, and already has taken many appropriate economic measures. In this era of financial globalization, however, national authorities should also be able to diagnose the health and soundness of financial system in cooperation with other countries' authorities or IFI (such as IMF, BIS) as well as to formulate concerted policy measures on a global scale. In that context, Korea's participation in the G-20 meeting is definitely an encouraging sign. And there will be much discussion about ways to strengthen global financial supervision. So, Korea needs to participate in other international standard-setter's meeting such as the Financial Stability

Forum to deal with problems in the global context.

Thank you.

Is the Investment Bank Model Still Alive? (III)

*Hyoung-Tae Kim**

Good afternoon, ladies and gentleman. My name is Hyoung-Tae Kim and I am the President of Korea Securities Research. I am very delighted to be at this conference and, first of all, I would like to congratulate IGE on its 15th anniversary.

The topic I would like to talk about is the investment banking model and specifically to find answers on whether the investment bank business model is still alive. My answer is, of course, yes, but why do I take this position? This is what my presentation will be about.

Looking at what has happened to investment banks this year we can see that “bulge-bracket” stand-alone investment banks have changed considerably. As a result the landscape has changed but the word change is too weak to describe what has really happened. A fundamental paradigm shift would be a more accurate term.

Before we discuss why this happened, let me show you what has happened so far. The number one and number two investment banks, Goldman Sachs and Morgan Stanley have become now financial holding companies in accordance with 1956 Bank Holding Act.

* President, Korea Securities Research Institute

Merrill Lynch and Bear Sterns were taken over by Bank of America and JP Morgan & Chase respectively. Lehman Brothers, of course, had a lot of problems and the American headquarters division filed for Chapter 11 bankruptcy while the Asian division was acquired by Nomura securities.

How did this happen? How can we explain the fall of investment banks? This question is very important and relevant because the answer has a direct influence to the answer for the question of this session. I am convinced that the most effective way to answer this question is to start with the definition of the investment bank.

What is an investment bank about? What role does it play? I would like to define an investment bank as a “Financial Solution Provider”, bridging companies and investors by designing and underwriting securities and it can be thought of as an expert in risk industry and the market where risk is priced, underwritten, traded, and transformed. In this regard, an investment bank is a financial intermediary which plays the role of an “agent”, this means it does not take any position or put any money in the companies they deal with and only engages in fee business like brokering, underwriting or financial advisory. This is precisely the role it is meant to be providing in the capital markets.

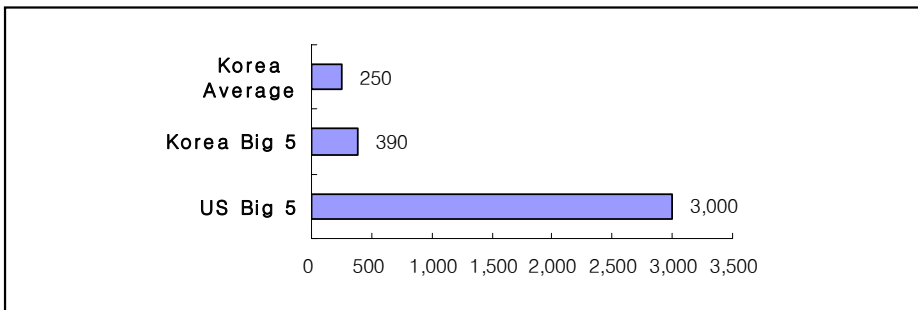
How do we explain how investment bank got into trouble? The point is this, that from the mid-1990s due to competition in investment bank industry, they began to carry out principal investment business. If investment banks are strictly involved in principal invest-

ment business, which is directly derived from fee business as a by-product then that is quite understandable and does not expose investment banks to high risk. However, what happened from 2000 is that investment banks tremendously expanded their principal investment business to the point that they could no longer afford it. On top of that they began to invest in more risky investments like subprime mortgage and related credit derivatives. That means they put more investment in principal investment business rather than fee business. It's like putting the cart before the horse.

Let's take an example, looking at the operating revenue of some investment bank, the operating revenues from principal investment have increased and it is not unusual to find a case where principal investment accounts for more than 50% of the total operating incomes, in some case more than 70%.

The second point, though no less critical, is the excessive dependence on leverage. Of course, leverage itself is very natural in finance, just like greed catches the evolutionary spirit of human beings, leverage catches the innovative business spirit of finance. Using leverage

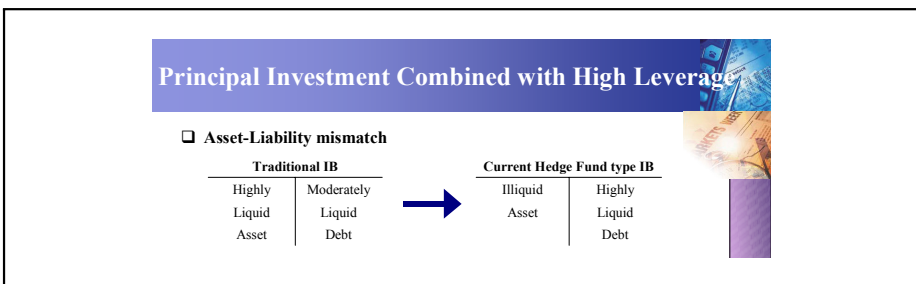
〈Figure 1〉 Leverage ratio of Big 5 IBs in Korea and US



is the easiest way to increase the rate of return on equity. What is a problem though is too much reliance on leverage. If you look (Figure 1) you can see the leverage ratio between the US firms and Korean firms. While the leverage ratio of the big 5 Korean securities is less than 3 or 4 times the ratio of capital, the US firms are more than 30 times. To make matters worse, almost all of that is short-term which by definition needs refinancing.

Looking at two balance sheets (figure 2), the first one is the traditional investment bank whose main function is as an “agent” investment bank, the second one is a hedge fund-type of investment bank like Lehman Brothers and Bear Sterns. You can see the big difference between the two. In the case of a hedge fund-type of bank they invest in long-term illiquid assets with the financing from very highly liquid short-term debt, they are acting more like a fund rather than acting like an intermediary.

〈Figure 2〉 Asset-Liability mismatch



The bottom line is that the investment bank business model, which relies too much on investment in illiquid asset together with too high leverage, is not sustainable. It is especially so when investment is illi-

quid and leverage short-term, this combination is very poisonous and detrimental to investment banks. Theoretically speaking, even in this case we can get away with this crisis, if we have a well-designed and well-prepared risk management system. However, the reality is that it is almost impossible to build up such a perfect system because there are so many “black swans” hanging around in the financial market. What I would like to highlight is the following point. What has failed has been the hedge fund-type investment bank, not the investment bank model. Here is the evidence to support my argument.

Looking at the investment banks just below the top tier, they are still robust against the turbulence because they have a sound business model. So the next question to ask is who will take over the top 5 stand-alone investment banks’ position?

Whether in politics or anywhere else, every time there is a vacancy or space, a new power will come in, this is also true for finance. I am not sure who will be the winner in this case but I can think of some candidates.

The first candidate will be the financial holding companies affiliated with investment banks, that is the strategy selected by Morgan Stanley and Goldman Sachs. The second candidate, which I think will partially replace globally bulge-bracket investment banks, is European investment banks like UBS, Credit Suisse and Deutsche Bank and other Asian investment banks like Nomura. The other guys we have to pay attention to is the second-tier stand-alone investment banks like Lazrad and Jeffries & Company which focus on niche

markets. And the last one is buyout funds like KKR, Blackstone and Carlyle. This is very interesting because the direction of transformation is very different from hedge fund-type investment banks. They are trying to expand their business from principal-fee business to agent-fee business. The bottom-line is that other investment banks with different forms, structures and positions will carry out the investment bank function, not by commercial banks because investment bank and commercial banks are completely different animals which require different expertise and culture for success.

Now going over to the investment bank system in Korea. People say that because of the failed investment bank system in the US we should give up or at least delay the implementation of the Capital Markets Act which will be implemented from February 2009. Of course, I don't agree with them completely. I am not saying that investment banks are not without fault but the blame must be limited and confined to mismanaged and under-regulated investment banks. And also we should remember that the situation in Korea is totally different to that of the US. Unlike in the US, what is bothering us is over-regulation not under-regulation like in the US. So instead of placing blame on the investment banks what we need to do now is come up with a new vision and new model under the new regulatory paradigm. That is exactly what the Capital Markets Consolidation Act is aiming at.

So how do we build up our own investment bank business model in Korea, which is less vulnerable to external shocks and resilient from the crisis. I have three points to make. First is to diversify the

organizational structure of investment banks. The basic motivation underlying it is that the more diverse, the more different forms they have the higher the probability of survival for them under any circumstances. We already have investment banks under the umbrella of financial holding companies or the subsidiaries of *chaebol* groups. But we need to, in addition to this, introduce new types of investment banks like investment bank-centric holding companies.

The second point is that in order to activate investment bank, we need to initially set-up a solid risk management system and an innovative regulatory paradigm. We need a risk management system that is able to keep up with the sophisticated and complicated products. On the other hand, the point I want to emphasize from the regulatory point of view is to come up with a more innovative regulatory framework. My point is that regulators need to be more creative in the first place. Why?

The key question, regulators face is how to face market stability without compromising the entrepreneurial vigor of investors. This is a tough question to answer but to solve this problem regulators need to be inventive. But then what is innovative regulation? A lot of dimensions talk about it, but unfortunately there is no grand plan for this. All I can say is that simple evolutionary regulation to follow up the evolutionary process of product development. What that means is that every time a product evolves and transforms into a more sophisticated one, regulators must engage in due diligence. Based on this they can follow up on how the underlying risk is spreading out stage by stage over different sectors.

And the last point I would like to finish my presentation with is those investment banks' business opportunities during and after the financial crisis. Through the financial crisis we had ten years ago we learnt that a market crisis always opens up new business opportunities that investment banks can take advantage of. What I fear the most about this economic situation is that Korea seems to be lagging behind other countries when it comes to turning the crisis into a business opportunity. Look at Japan's Nomura take over of Lehman's Asian operating division and Mitsubishi acquisition of considerable shares of Morgan Stanley.

So here is my conclusion, I truly believe we will certainly come across abundant opportunities during the crisis. Yes, we know that every investment bank is having a hard time these days but those investment banks who can carefully and at the same time aggressively invest in the right opportunities will come out of this dark and turbulent tunnel and they will be the true winners in the investment bank industry in Korea.

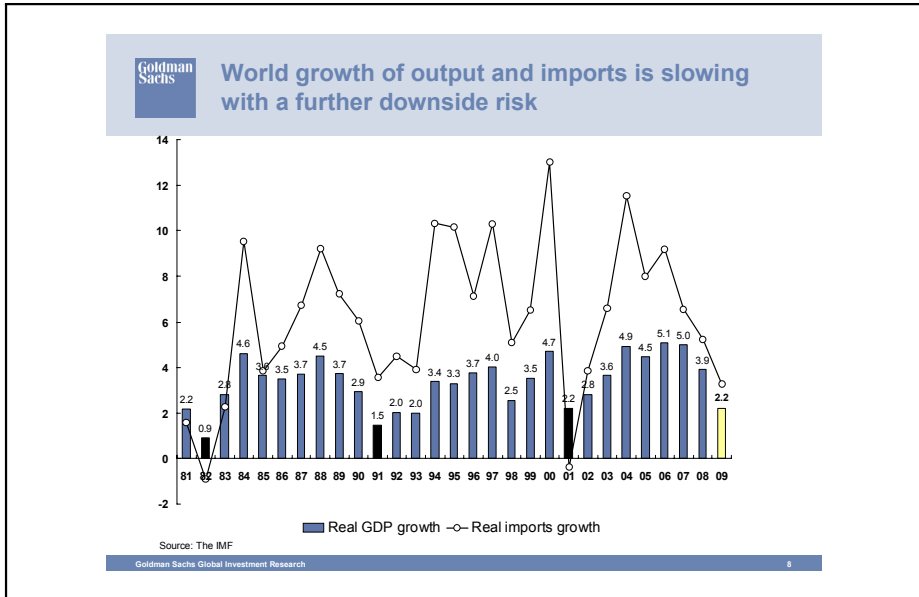
Thank you.

What Should Korean Financial Institutions Do? (I)

Goohoon Kwon*

Thank you, it is a great honor to speak at this distinguished gathering. I don't want to go over all the details of my slides but I will highlight a few of them for anybody who is in the business of financial leveraging and deleveraging.

〈Figure 1〉 World growth of output and imports



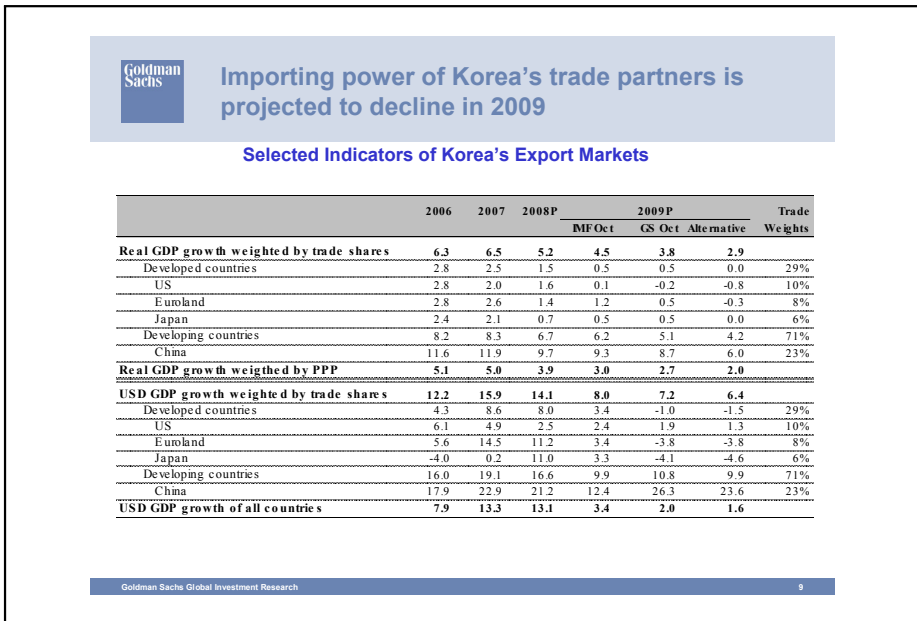
* Goldman Sachs

These numbers are still (figure 1) evolving but they encapsulate 27-years of history of economic growth of the world. The source of this is the IMF. We at Goldman Sachs also follow closely with global growth but we simply do not have the manpower to cover all countries. So when we talk about the global economy we often cite IMF numbers. The latest number we have is global economic growth of around 2.2% for 2009. Now, I am sure that people in Washington are revising numbers, but our latest estimate for global growth is around 1.5%.

What is the big deal with 1.5%? What does that mean? It means a lot to people of the world and Korea. The last time that global growth was at 1.5 or below 2% was in the 1990s when there was the S&L crisis in the US. Now if you look at the latest numbers from China, for example, its trade number was quite shocking. When you look at China's imports from Japan, Korea and Taiwan, the three big trading partners, China's imports from them increased only by 1.3% in October. It used to be 10-20% growth but in October there was a sharp decline in imports in China from the three major countries in the region. Obviously, we take this as a sign that the ongoing financial turbulence or deleveraging is accelerating and beginning to damage the real activity, much faster and in a much more powerful way than we anticipated. So, everybody is downgrading forecasts and we hope that everything will turn out ok but every indication is that things will get worse before getting better.

What does this mean for Korea? We have created a so-called "Korea's export market index" based on real GDP and US dollar

〈Figure 2〉 Selected Indicators of Korea's Export Markets




GDP of Korea's trading partners (figure 2). What is interesting is that until October, Korea's export market measured by US dollar GDP was forecasted to grow at 8%, that is what the IMF forecasted and our number at that time was similar. While our more pessimistic, alternative forecast shows a rise of 6.4%, our latest number is actually 1% next year. So it appears that the global recession in 2009 will be more like what we saw in the early 1980s rather than in the early 2000s in the sense that global trade might be flat or declining. Therefore, people in risk management or banks should take into account the risk that global trade might decline next year with a large adverse impact on Korea.

If you look at domestic demand, the indicators are not good.

Because of the oil price shock, domestic demand is weakening and we think that for this quarter and the next quarter things will be challenging. Let's look at the quarterly forecast for Korea (Figure 3). We expect consumption growth will be negative for the next six months. Government consumption will stay high but will not be enough to offset the decline in private consumption. And we still have a relatively high number for export growth but with what is happening in China, we will need to mark down the export growth. So for the next six months, we will see very low growth.

〈Figure 3〉 Economic Outlook: Korea

 Economic Outlook: Korea						
Quarterly Projections for Real GDP growth						
Quarterly Real GDP Growth	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
(yoy percentage changes)						
GDP by expenditure (constant prices)						
GDP	3.9	2.5	2.1	2.4	3.1	4.6
Private consumption	1.1	-0.3	-0.3	0.8	2.0	3.3
Government consumption	4.3	6.4	6.0	5.5	5.5	5.5
Fixed investment	1.8	1.9	0.4	0.9	1.9	2.8
Domestic demand	2.2	1.3	0.8	1.3	2.2	3.5
Net exports (contributions to growth)	1.5	1.5	1.0	0.2	1.1	1.5
Exports (G&S)	9.7	6.5	3.2	2.7	4.3	5.5
Imports (G&S)	8.9	5.0	2.0	2.9	3.1	3.9
Memorandum items:						
US real GDP	0.8	0.0	-0.8	-1.5	-1.1	0.1
Euroland real GDP	0.7	-0.1	-1.0	-0.7	-0.2	0.6

Goldman Sachs Global Investment Research 29

What does this mean for Korean banks? Obviously there will be huge challenges for the managers. Ideally, we should be talking about what Korean banks should be doing in the medium-term to create a

sustainable development in the banking industry. But there is an enormous challenge in the short-term. There will be the issue of NPL although the NPL level in Korea is still low, at around 1%. We don't believe that Korean banks are much more highly leveraged compared to other banks in the region. This is a misperception about Korean banks, in our view. Yes, the credit expansion for the last two years has been quite rapid. It is also true that external debt, including the external debt of banks, has increased rapidly but we don't believe that domestic credit expansion for the last 2-3 years was actually funded by foreign borrowing. If that were the case, then banks would be in trouble. It is because, in the environment of massive deleveraging and dollar shortage, if Korean banks have a lot of domestic lending funded by foreign loans then you would have problems with dollar liquidity. But as Deputy Governor Lee of the FSS mentioned earlier, we don't think that foreign borrowing has funded domestic credit expansion, as was the case in Iceland or other European countries, which are in real trouble now.

NPL is still low but we don't have any doubt that NPL will rise. However, we also see the provision is still almost twice that of NPL and the balance sheets of Korean banks are much stronger than those of ten years ago. However, given the challenging global environment and the deleveraging trend, there is no doubt that banks will have a tough year. The bottom line is that the macroeconomic environment for banks next year will be very challenging and, despite the fact that Korean banks have relatively strong balance sheet, it will be important for Korean banks to raise their capital.

I understand that according to a recent MOU between banks and the government, banks are already committed to or have volunteered to replenish capital in order to increase the cushion against rising NPL. But as experience in US and European banks show, you would better raise the money before you need it. In this sense, it is a good and prudent step that Korean banks have already begun to raise money. After the subprime fallout, US banks increased their capital through public money. So, the reality is that the new benchmark for tier 1 capital is now 9%. Under this new criterion, Korean banks are already at a disadvantage in terms of attracting foreign capital and competing in this market. I am sure that the government has a contingency plan on the capital raising.

Another thing I want to mention is about the severity of the recession impact. Under a normal recession, you have a playbook about what to do with your asset management, what to do with your provision, etc. But the challenge now is that we have the mix of a global recession and the deleveraging, which could lead to a severe recession. So it could be like in the 1980s, in which no recovery could come in the second half of next year and could be extended to 2010.

Let me finish my presentation by stressing a systemic risk from pro-cyclical tightening. Given that the current crisis is triggered by the financial sector, it will be under very close scrutiny, and sentiment will remain nervous, adding to difficulties to bank management. The probability of NPL increasing will depend upon on how banks manage their books and, in our view, pro-cyclical credit tightening

will actually hurt the banks, in general, by exacerbating a cyclical downturn in the real economy. I guess the challenge for Korean banks, as it is for all banks in the world, will be how to manage your book without contracting or sharply slowing down your loan book. Should all banks in Korea sharply curtail their books including to SMEs, then there would be a negative feedback to all banks, a vicious cycle of credit curtailment that will exacerbate the problem of Korean banks.

What Should Korean Financial Institutions Do? (II)

*Dosoung Choi**

It is my great honor and privilege to take part in this timely conference. Thank you for that introduction. Needless to say the usual disclaimer needs to be applied, the following is my own view not the view of the Monetary Policy Committee of the Bank of Korea.

The global financial markets are in turmoil. Thanks to unchecked and uncontrolled credit risk transfers by major financial institutions such as banks and shadow banks including hedge funds the global economy has been burdened with excessive leverage. On top of that, the liquidity created by the easy monetary policies by central banks around the world evaporated very fast as banks and financial investors tried to unload their assets in this era of global deleveraging. Poor risk management and inadequate financial supervision exacerbated the problem.

Many people are trying to find scapegoats for this crisis. They blame hedge fund and investment banks for their greed and mismanagement of risk. Commentators and academics blame regulators and financial supervisors for their failure to supervise rampant excesses

* Member, Monetary Policy Committee, Bank of Korea

of financial companies, especially investment banks excessive leverages and imprudent uses of financial derivatives. For example, how was it possible for investment banks to use over 30-40 times their equity capital without being stopped by regulatory agencies?

Now I will go over four lessons from this crisis. The first lesson pertains to the risk management of financial institutions. Risk management is no longer a back office function. It is the primary function of a financial institution. Good governance is essential to have an effective risk management system. The risk management department should have been given more prominence in financial organizations. As we saw from previous speakers today, risk management practices have become too difficult to comprehend, so it has become more difficult for regulators and it has become even more difficult for ordinary investors outside. So risk management needs to be reformed and that involves governance of these financial institutions.

One of the problems in this crisis has been the trouble between banking books and trading books. Loans were securitized to be on the trading books, because of that securitized credit products were no longer closely monitored, as they would have been. Furthermore mark-to-market pressure exacerbated the problem for credit risk transfer products. There needs to be a clear delineation between the two books. Financial institutions need to exert more monitoring over these books, banking as well as trading books.

The third point is the importance of capital. Capital is the basis of financial institutions and capital is not a free good especially for

risky trading positions. You need to maintain an adequate liquidity reserve even at the expense of reduced profitability. Somehow over the last few years the capital of institutions especially investment banks have been considered a free good. They were readily available and the bankers were using the capital without having to pay charges on this, explicit or implicit.

The next set of lessons has to do with regulatory effectiveness. What does this have to do with the topic of this session: what should Korean financial institutions do? I think financial institutions do have this close relation with the supervisory agency and financial supervision is so crucial for the effectiveness of the financial institutions' business.

The first part I would like to say is about the need to have a body that has financial stability oversight. From a macro policy standpoint, I wish we had a well functioning financial stability board encompassing pertinent government and financial agencies to examine and to assess the risk situation of the financial markets. They need to be able to raise yellow or red flags when the leverage or liquidity position of the entire financial sector goes overboard. It can be used as a board to share relevant information of various agencies of the government. It can also be a uniformed voice of the government in a situation like this.

Credit derivatives are useful tools especially in managing risks. However because of the counter-party risks and the difficulty of valuing such instruments, the credit derivatives at times can go out of con-

trol, as we are observing currently in the global financial markets. Credit default swaps, the national value is known to be higher than 60 trillion dollars and they are still entangled to such a degree that it could be the atomic bomb in the financial system of the entire globe. But credit derivatives including default swaps are not atomic bombs. In fact, credit default swaps or derivatives are good instruments if we use them properly. I even thought of the possibility of using credit derivatives or default swaps to solve the current issue of the credit crunch. Presently, as Bill Shields indicated this afternoon, liquidity provision is abundant, especially short-term liquidity. In fact financial institutions are depositing extra credit to the central banks, not only here but also in the US and Europe. So liquidity provision is enough, but liquidity in the corporate sector or the non-banking sector is quite tight. People are crying out for additional liquidity. Why is that? It is because of the credit risk. People are worried about counter-party credit risk. In order to help this situation we may be able to use credit default swaps by having a clearing house or having a government agency selling credit default protection to some of the investors notably banks and financial institutions and they may be able to extend credit outside of the banking sector so that they may be able to ease the credit crunch in the bond market or in the credit market. So what I am getting at is that credit derivatives or credit default swaps are good things if we can make good use of it, it's not a thing that should be avoided, it is something that should be utilized.

Another thing that was mentioned is the strong capital base. The capital regulation in most countries around the world use pro-cyclical

capital regulation. When things are good they have no difficulty in expanding credit when things are bad they experience this kind of deleveraging. Every now and then we expect these kinds of ups and downs quite regularly. I might propose that the counter-cyclical regulation be instituted to the financial sector. For example, when things are good you increase the capital and when things are bad you reduce the capital so that the SMEs and other real sector parties will get more credit available during the hard times and in the good times they set up additional reserves in capital. About the investment banks' funding side, as Young-Tae Kim mentioned today, investment banks need to go back to the basics. They need to do the things they are good at like underwriting, IPOs, asset management, trading and M&A advisory. What they should stay away from is the high leverage instruments and also principal investments.

Is the commercial investment bank model an answer? I think it is, it can be a function. But the investment bank's function is indispensable. It is still alive and has become useful again. The corporate investment bank model might be useful because the commercial bank deposits might provide a cushion and might provide a cheaper source of funding. One thing that needs to be stated at this point is that investment banks or financial institutions in order to become competitive and in order to survive in this kind of turmoil need to have good human resources capital. Human resources development is something you should not forget to do.

One last thing I would like to point out is the role of financial institutions. Financial institutions take deposits and make loans, that

is the way most people understand them. But I would ask you to look at the role of financial institutions from a different point of view. They are monitoring the borrowers on behalf of depositors and investors like you and myself. Institutions are essentially providing the monitoring service to the investors and the depositors. Delegated monitoring can be only effective when financial institutions do their duty of producing and acquiring information. They need to have a capital edge on providing and producing this information on the borrowers. That is why we are paying their fees, their fees are essentially from the interest margin between the lending rate and borrowing rate. The banks need to find their competitive edge in their ability to produce the information rather than something else. There are very few ways to increase banks' profitability other than to provide this delegated monitoring service. In order to be more competitive they need to be more efficient on information production technology, they need to invest in the people and technology. This is related to the asset quality as stated by Bill Shields. Many banks, even Citibank is said to have poor quality assets. In order to avoid having poor quality assets on the balance sheets they need to have good monitoring and research about your customers, borrowers or the target of your investments if you are an investment banker.

What Should Korean Financial Institutions Do? (III)

*Sang Yong Park**

Thank you for that introduction. We are supposed to discuss some financial lessons for Korea so I listed six with four for financial institutions. But I felt that the lessons for financial institutions are not sufficient, the government should also help with some of the lessons and so I also listed two for the government.

The four lessons for financial institutions are compensation, decentralizing authority, organizational complexities and the last one is risk management. And for the government, I listed two lessons one is setting up the pace of financial innovation and the other is to expand the role of the “ultimate risk manager”.

Let me start with the first one, compensation. Korean financial institutions should never ever emulate the compensation structure of Wall Street firms. Wall Street firms, this is commonly know these days, these firms have encouraged excessive short-term risk taking. My favorite example that I will share with you is Amaranth Advisor, a hedge fund that went bankrupt in September 2006. This was a natural gas derivatives trading hedge fund. In September 2006, this com-

* Professor, Yonsei University

pany lost \$6 billion out of a \$9 billion asset and this loss was incurred by trading made by Mr. Brian Hunter who was 32 years old. His trading was a huge loss and the company disappeared. But in 2005 Brian Hunter succeeded in his trading and he was granted a bonus of \$100 million. The same betting succeeded in 2005 and he got an exorbitant bonus, in 2006 he was not lucky enough, his trading failed and the company and the shareholders incurred all the losses. In 2000s he did big bets at Deutsche Bank, which failed, but he was very experienced, so another Wall Street firm recruited him and this happened to be Amaranth Advisor. In 2007 he started a new hedge fund, Solengo Capital Advisors. I don't know the current status of this new hedge fund. But this sort of behavior on the part of traders and Wall Street financial experts has been going on for quite a long period of time and we should never allow this sort of reckless compensation practice to move into our market.

I am talking about this compensation issue, not because Korean financial institutions are observing this kind of practice but because the compensation structure is not properly set in Korea either. Particularly, the interest of employees of financial services companies is not properly aligned with the clients of these companies. These days in Korea, many banks and investment companies are facing a difficult time because many investors have lost half of their investment in investment funds. And the people who sold these funds were largely evaluated by performance and fees and not by any profit made by the investors. So this compensation structure used by Korean institutions also created a substantial amount of problems in the industry. Although Korean compensation practices are not as bad as

in Wall Street we should properly structure it in such a way that this sort of moral hazard does not take place in the Korean industry.

The second lesson is that Korean financial institutions should decentralize their decision-making authority. Let me start with a US example. My favorite example is Merrill Lynch. Until May 2007, Mr. O'Neal had occupied the position of Chairman and he pushed for CDO business. Merrill Lynch earned 700 million alone from CDO business in 2006. As a result, return on equity went up to 21.3% in 2006 up from 7.5% in 2002. Now, from mid-2006, three executives from the fixed income department warned on the danger of Merrill Lynch's over-exposure to CDOs. O'Neal fired all of them. In 2006, investment banks like Goldman Sachs recognized this over-exposure problem and tried to do something about it. But Merrill Lynch did not do anything about it, because the CEO monopolized all authority and he fired those who rang the bell. I am talking about this need for decentralization in the Korean context because in Korean organizations the decision-making process is concentrated at the top. So in general, the check and balance system is not very strong. In order to avoid disaster there should be a proper check and balance system so there needs to be a decentralization of authority in the financial services companies.

The third lesson is to simplify the organizational structure. Nowadays many financial organizations are very, very big. Because of an information revolution in past decades, the need for investment in information technology was very big and information technology investment is a fixed cost. So to compete you need scale. Information

has been rather cheaply available. Therefore, financial companies do not enjoy comparative advantage from having detailed information. Cross-selling became very important, to cross-sell more products you need to combine different lines of business. So, there is a value of economies of scale and scope. The companies pursued economies of scale and scope and as a result there were a number of mergers. The best example is Citigroup. After a series of mega mergers it became a very highly complex organization to the extent that top management these days don't know what is going on. In early 2007 the internal report of Citigroup said that the most critical issue it was facing was expense control rather than risk control. So, another important lesson from this is that we should not create very complex organizations. It should be simplified. Otherwise, it is too big to understand what is going on.

And the last lesson for financial institutions is that financial services companies should manage risk properly. These firms should rely less on a VaR-type model based on normal distribution or symmetrical distribution. We should not rely on highly sophisticated technical models because many of these models are based on assumptions that are not really realistic. These firms need to prepare for "Black Swan" risks, which means unknown risks or highly unusual events. The CEO of Goldman Sachs David Viniar said, "We are seeing things that are 25 standard deviation events." 25 standard deviation events means that the probability is 1 out of 1 billion. We should sum how incorporated this "Black Swan" risk is in financial institutions.

Install and empower CRO (Chief Risk Officers). The *New York Times* carried an interesting article on November 25th 2008 with the

headline “Citigroup Saw No Red Flags Even as It Made Bolder Bets.” It is a fairly long article on what went wrong at Citi. And Citi’s CRO whose name is Mr. Bushnell was very close to the head of the trading desk who was also his deputy. In fact, his deputy and Mr. Bushnell lived in the same neighborhood and they commuted together by foot and car. And whenever trading people had any issue that needed to be dealt with by the risk management office, they did not go directly to the working level staff at the office rather they would talk to their boss and he would talk to Mr. Bushnell. As a result up until December 2007, Charles Prinz, Chairman of Citigroup never knew that they had so much exposure to CDOs. Only then was he briefed on the magnitude of CDO exposure. So, there is a soft organizational side to risk management that we need to emphasize in the future.

Now let me talk about the lessons for the government. The first one is that we should align properly the pace of financial innovation and openness with the capability of investors, financial services firms and regulatory agencies. Even in the US, financial innovation went too far so financial institutions and supervisory agencies did not understand. As an academic I used to believe that financial innovation is good and will improve the welfare of investors and people in general. But I have second thoughts these days. Financial innovation should be properly paced with the lever of capability of all the institutions and individuals concerned.

The last point is that we should expand the role of the “ultimate risk manager”. I think this is a very serious issue. Financial in-

novation and globalization created a tight coupling or high inter-connectedness among products, markets and regions. The result of this destroyed the risk-reducing benefits of diversification. We used to teach in the class that the cheapest way in managing risk is to non-concentrate, to diversify. But we are observing these days that diversification doesn't work anymore. So if many economic agents try to hedge against "Black Swan" risks, the amount of risk-taking in the economy will be sub-optimal, less than it is. And a modern economy prospers on innovative venturing activities and if risk taking is reduced then the economy will not grow so fast. So what needs to be done is that the government needs to play a more active role managing risk borne by the private sector, institutions and individuals.

This is reflected in David Moss's book *When All Else Fails: Government as the Ultimate Risk Manager*. This book describes the American history of the government managing risk, the risk to be borne by the private sector without the government's help. It talks about limited liability, worker's insurance, social security, product-liability and these government initiatives reduced the risk borne by the private sector. And I think we have to think in these terms in order to face the future. Government should help the private sector to reduce risk because much of this risk is helpless for the private institutions and individuals.

Let give you an example, many of the balance sheets of Korean firms and banks are reasonably healthy, compared to what they were ten years ago. Yet, some sectors are weak such as construction and real estate. If the real estate goes down, the Korean economy will not

recover in one or two years, the situation today is not like that of ten years ago. If the real estate market goes down, the Korean economy will go at least for the next five years. So I think the Korean government should inject capital into the banks on at least a temporary basis so that banks do not have to worry about BIS and make wrong decisions on a commercial basis. I think this kind of bold thinking should be discussed in Korea.

Congratulatory Remarks

*The Honorable Dr. Il SaKong**

Let me begin by congratulating the Institute for Global Economics (IGE), the International Monetary Fund (IMF) and Shinhan Bank for organizing and supporting this timely international conference on the current global financial crisis.

I don't think you can find a more appropriate topic than this one at the moment. In fact, the G-20 leaders got together in Washington DC just a little over a week ago on this very issue. On this occasion, I accompanied President Lee Myung-bak to Washington DC where the G-20 Summit was held. Then I stayed on in Washington DC and went to New York to meet with globally renowned economists, policymakers and leaders in the financial community to exchange views on the same topic. The more I discussed the substance of the problem with them, the more uncertain I became about the future of the world economy. It greatly concerns many of us around the world. Given the unprecedented nature of the current crisis, I am very sure that we will see a great number of dissertations, articles and books written on this crisis in the coming decades.

In the meantime, policymakers have to take necessary actions to

* Special Economic Advisor to the President, Chairman, Presidential council on National Competitiveness

help remedy damages done so far and to help prevent similar crises in the future. The outcome of this Conference, I am sure, will help guide those policymakers and financial institutions to survive and eventually excel others. I just hope that in hindsight we will find the deliberations of this Conference, indeed, have been a most useful guide to policymakers and financial institutions.

At this point, if I may, I would like to report to you a bit about the G-20 Summit.

As you know, the Summit was titled as “The G-20 Summit on Financial Markets and the Global Economy.” For the first time in history, leaders of both major industrialized countries and emerging economies came together to address the current crisis and the deepening global recession. The gathering itself is a reflection of these leaders’ realization of the severity of the financial crisis and its impact on real economy.

Clearly, there were some disappointments with the Summit as it did not come out with concerted specific measures to deal with the financial crisis. However, I felt that the half- day Summit of 20 global leaders was just the beginning of a historically significant process which can be continued well into the future.

As you may know, Korea was designated as a part of the leadership of the G-20 Summit, along with the UK and Brazil. The troika is mandated to prepare agenda for the next summit, including reform of the international financial architecture. I am confident that Korea

certainly can play a historic role in steering the global discussion in this regard. I ask your support for Korea and the two other troika countries in their endeavor toward a successful G-20 process.

With this brief report on the G-20 Summit, I would like to end my few remarks and wish you all a successful conference.

Thank you.

The Global Financial Crisis & Korea's Policy Response

*Kwang-Woo Jun**

Distinguished guests, and ladies and gentlemen, I am delighted to be with you this afternoon, and I thank IGE Chairman Kim Pyung-Joo and President Lee Young-Tak and Dr. Mahmood Pradhan from the IMF for organizing today's conference and inviting me to speak. I also thank speakers and distinguished participants who are with us today.

In light of the deepening distress in the global financial markets, today's conference, entitled "Lessons from the Recent Global Financial Crisis: Its Implications for the World and Korea," is both timely and of great interest to every one of us.

So I am glad to join you and share with you my perspectives on how the financial crisis emerged, what lessons we can draw from it, and where we go from here.

* Chairman, Financial Services Commission

GLOBAL FINANCIAL CRISIS & KOREAN ECONOMY

The global financial crisis started with collapsing asset prices followed by a debilitating credit crunch.

Expansive monetary policy by the U.S. Federal Reserve since 2001 and a surge in foreign capital inflow since 2004 kept interest rates at record low levels. Financial deregulation also swept across the major developed countries beginning in the 1980s. During this time, capital market liberalization also picked up the pace among the emerging countries.

This process ultimately led to sharp increases in financial institutions' leveraged activities and asset inflation. In particular, as financial institutions increasingly employed aggressive asset securitization and complex derivatives to sustain high profit growth, a host of new risks began to weigh on the financial system.

For their part, regulators did not fully grasp the situation and preempt the risks. And the global nature of the financial system meant that the systemic risks would be felt and shared by markets around the world.

Domestic financial markets

We are now getting clear indications that a sharp global economic deterioration is on the way and that Korea, like other countries, faces the prospect of slow growth for some time to come.

In the financial markets, the prevailing view is that volatility will continue for the foreseeable future.

Amid mounting concerns over the worsening credit crunch, dwindling investor confidence – particularly among foreign investors – has contributed to large fluctuations in share prices. Moreover, worries over weak current account position, foreign stock sell-off, and imbalances in supply-demand conditions for the dollar have also fueled unpredictable swings in the won-dollar exchange rate. With rising bank issued debt and inflation pressures, interest rates moved up but now appear more stable with two recent rate cuts by the Bank of Korea.

For its part, the government has taken a series of preemptive steps designed to shore up market stability and keep the economy on track.

On October 19, the government announced a package of liquidity and credit support measures, including guarantee of domestic banks' foreign debt, injection of fresh credit to the banking sector, and expanded pool of credit for SMEs. This was followed by a new package of stimulative measures on November 3. In response to concerns over the availability of the dollar, the Bank of Korea also arranged a new swap facility with the U.S. Federal Reserve on October 30, and provided much needed relief on the won.

As for the overall soundness of domestic financial institutions, our assessment is that current level of capital, along with capital boosting efforts in progress, will provide cushion against potential risks.

We are closely monitoring the situation and will act swiftly, if needed, to ensure the sustained health of financial institutions and the financial system.

LESSONS OF THE CRISIS AND POLICY DIRECTION

Let me now say a few words about lessons we can draw from the global financial crisis and the near-term policy implications.

Reinforced global cooperation

With markets converging and cross-border financial activities rapidly expanding, we increasingly see problems of global nature that require global approaches.

The deepening financial crisis we currently face is yet another reminder that we must come up with an effective cooperative mechanism that helps regulators deal with problems in the global context.

The recognition of the need for enhanced coordination and cooperation among regulators in the G-20 Summit Communiqué is an encouraging sign that new, concerted efforts will be undertaken in this area. Korea welcomes this development and intends to take an active part in shaping a new global cooperative regime and international financial architecture.

Risk management

Some attribute the failure of Lehman Brothers and Merrill Lynch

to the flawed business models of investment banks.

But, at the more fundamental level, what they demonstrated is the failure of prudent risk management; that is, highly leveraged investing and lending on the back of ineffective internal controls and regulatory oversight.

So, going forward, financial institutions will be expected to significantly step up internal controls and keep a close watch on consolidated risks.

Preemptive financial supervision

The failure of regulators to preempt alarming asset inflation and risk profiles of structured products has also been cited as another contributing factor to the financial turmoil.

More generally, what we see is that, in some crucial aspects, the existing regulation is ill-equipped to cope with rapid financial globalization and widespread trading of new classes of complex securities.

There is now recognition of this shortcoming in the major developed countries, and discussions are under way on regulatory reform needed to address it.

One important goal in this endeavor will be to better identify and preempt risks to the financial system. Korean regulators share the same goal, and will continue to fine-tune our role and function, and make other adjustments necessary to perform our job effectively.

Let me also note that we will stand ready to take timely and targeted responses to market distress such as a major disruption to the flow of credit in the market.

Stimulative measures for the economy

Faced with the increasing likelihood of a prolonged global economic downturn, many countries are now working on a mix of stimulative fiscal and monetary measures to keep their economy on track.

In times of economic downturn, policymakers must be mindful of the risk of procyclicality. We are certainly aware of this and intend to take steps to make sure that companies facing short-term credit squeeze do not end up insolvent.

This is especially true for small and medium-sized companies, and there are now efforts under way by the state-run policy banks and the commercial lenders to expand the pool of credit available to businesses. The bond market stabilization fund that the government has recently launched to provide fresh liquidity is one example of this.

CLOSING REMARKS

The IMF forecasts a sharp slowdown in the U.S. and projects the global economic growth at about 2% for 2009, compared with 5% for 2007 and 3.7% for 2008.

The international economic outlook has significantly deteriorated, and just about all the signs point to a deep, prolonged recession ahead.

So, more than ever before, this is the time for bold use of policy tools we have to fight the looming recession. We have a deep pool of experiences we can draw from, and I believe the way to move forward is to renew our faith in our collective wisdom and revitalize the fundamentals with the confidence that we will emerge from the crisis wiser and better disciplined.

The 18th century English historian Edward Gibbon famously said “The winds and waves are always on the side of the ablest navigators.”

I think the wisdom in this maxim is that a crisis can turn into an opportunity to those who can exploit it. So I say we should exploit the winds and waves of the global financial crisis we face to our advantage, draw the right lessons, and pave the way for a brighter, more confident future.

Distinguished Guests,

At the G-20 summit meeting in Washington, world leaders chose Korea, along with Brazil and the U.K., to assume 2009 G-20 leadership and to coordinate actions to be taken by regulators, international financial institutions, and standard-setting bodies for reforms outlined at the G-20 Summit meeting.

I believe Korea's joint leadership in the global reform efforts bespeaks Korea's potential to contribute to global challenges. And it is my hope that the discussions and proposals coming out of today's conference will add to the immediate and midterm actions spelled out by the G-20 Summit.

The IMF is, and will be, an indispensable institution to the successful resolution of the financial crisis and the economic challenges the world faces.

The IMF is Korea's valuable partner, and I hope that the conference it organized today with IGE will provide a very useful forum for many constructive policy debates and proposals.

Thank you.

Program

Monday, November 24

6:30 p.m. Reception and Dinner
(*Topaz Room, Yeong Bin Gwan*)

Welcoming Remarks:

Young-Tak Lee, President, Institute for Global Economics
Mahmood Pradhan, Assistant Director, Monetary and
Capital Markets Department, International Monetary
Fund (IMF)

Congratulatory Remarks:

The Honorable Il SaKong
Chairman, Presidential Council on National Competitiveness
/ Special Economic advisor to the President

Tuesday, November 25

8:30-9:00 a.m. Registration
(*Ruby Room, Yeong Bin Gwan*)

Morning Session

Chair: ***Pyung-Joo Kim*** Chairman, Institute for Global Economics

9:00-9:10 Opening Remarks
Sang-Hoon Shin, CEO, Shinhan Bank

- 9:10-9:40 Keynote Address:
Kenneth S. Courtis, former Managing Director, Goldman Sachs and former Vice Chairman, Goldman Sachs Asia
- 9:40-10:30 The Recent Financial Turmoil and Global Stability
Charles R. Blitzer, Assistant Director, Monetary and Capital Markets Dept, IMF
Yoonje Cho, Professor, Sogang University
- 10:30-10:40 Session Break
- 10:40-11:30 Leverage and the Financial Crisis
Mahmood Pradhan Assistant Director, Monetary and Capital Markets Department, IMF
Young Do Kim, Research Fellow, Korea Institute of Finance
- 11:30-12:20 Implications of the Global Financial Crisis for Asia and Korea, and for International Finance
Cheng Hoon Lim, Advisor, Monetary and Capital Markets Department, IMF
Hung Tran, Senior Director, Capital Markets and Emerging Market Policy, Institute of International Finance (IIF)
- 12:30-14:00 Lunch
(Topaz Room, Yeong Bin Gwan)
Guest Speaker: ***The Honorable Kwang Woo Jun***,
Chairman, Financial Services Commission

Afternoon Session

Chair: ***Cheng Hoon Lim***, Assistant Director, Monetary and Capital Markets Department, IMF

- 14:00-14:30 **Guest Speaker: Lessons from the Recent Global Financial Crisis: Its Implications for the World and Korea**
Bill Shields, Visiting Professor, Macquarie Graduate School of Management, Sydney and former Chief Economist and Executive Director, Macquarie Bank Limited
- 14:30-15:30 **Is the Investment Bank Model Still Alive?**
Angelina Kwan, Chief Operating Officer, Cantor Fitzgerald, Asia Pacific
Jang Yung Lee, Deputy Governor, Financial Supervisory Service
Hyung-Tae Kim, President, Korea Securities Research Institute
- 15:30-15:40 **Session Break**
- 15:40-16:40 **What Should Korean Financial Institutions Do?**
Goohoon Kwon, CFA, Goldman Sachs
Dosung Choi, Member, Monetary Policy Committee, Bank of Korea
Sang Yong Park, Professor, Yonsei University

번역문

개 회 사

신 상 훈*

본인은 세계경제연구원(IGE)과 국제통화기금(IMF)이 공동개최하는 국제금융컨퍼런스의 개최사를 맡게 되어 영광스럽게 생각합니다. 그리고 이 자리에 참석하신 모든 귀빈들께 먼저 감사의 말씀을 드리며, 이번 컨퍼런스가 지금의 위기를 어떻게 극복하고 그로부터 얻을 수 있는 교훈은 무엇인지에 대한 의견을 폭넓게 교환할 수 있는 토론의 장(場)이 되기를 바라는 바입니다.

실제로 작년도 ‘IGE 국제금융컨퍼런스’ 이후 많은 노력들이 있었 습니다만, 수백 년의 역사를 가진 세계적 금융기관들이 파산하거나 다른 시장참여자들에게 인수되는 것을 우리는 목격해왔습니다. Bears Sterns나 Lehman Brothers와 같은 이름 있는 금융기관들이 세계금융시장을 재 앙에 빠뜨린 신용경색의 제물이 됨으로써 시야에서 사라진 것입니다. 이는 기존의 금융질서 내에서 나타난 실로 경악스러운 참사가 아닐 수 없습니다. 이번 위기가 심각해지기 시작한 이후인 바로 1년 전에 세계 주식시장은 생각치도 못한 수준으로 하락하였으며, 세계적인 경 기침체에 대한 두려움으로 인해 원자재시장이 붕괴되는 상황을 겪고 있습니다. 크게 둔화된 실물부문이 세계 소비시장에 사실상 부정적 영 향을 미치기 시작하면서 내년도 경제전망마저 어둡습니다. 많은 금융 기관 및 기업들도 수익성뿐만 아니라 생존가능성에 대해 어두운 전망 을 쏟아내고 있습니다.

* 신한은행 은행장

우리가 당면한 앞으로의 여정이 힘들고 위험하게 보이는 것은 분명하나 모든 것이 황폐한 것만은 아니라는 점을 본인은 여러분께 상기시키고자 합니다. 새로이 선출된 미국 대통령은 젊고 정열적이며, 미국 연준과 세계 각국 중앙은행들은 적절한 안전망을 구축하고 시장에 많은 유동성을 제공하기 위해 공조하고 있습니다. 세계 각국 정치지도자들도 전 세계적으로 하락하고 있는 민간수요를 상쇄하기 위해 다양한 경기부양 패키지(package)들을 모아 앞 다투어 내놓고 있습니다. 이 모든 공조노력들이 상황을 곧바로 안정시켜 우리를 다시 번영의 길로 인도하기에는 충분하지 않을지 모르겠지만 이는 시작일 뿐입니다.

‘시작이 반’이라는 속담이 있듯이 국제사회의 구성원으로서 우리가 경기둔화 세력과, 침체 및 고난 확산의 위협에 맞서 적절하게 대처하기 시작하고 있는 것으로 본인은 믿고 있습니다. 또한 대공황, 1차 및 2차 오일쇼크 등의 사례에서 볼 수 있듯이 우리 국제사회는 지금과 같은 규모의 위기를 과거에도 여러 번 헤쳐 나온 바 있습니다. 무엇보다도 불과 10년 전에 아시아 국가들이 외환위기를 겪었고 이를 극복한 것이 좋은 사례이며 우리는 다시 극복할 것으로 본인은 확신합니다.

한국경제에도 현재 먹구름이 드리워져 있습니다. 그러나 그동안의 구조조정 노력을 통해 한국 기업들은 10년 전에 비해 재무구조가 훨씬 좋아졌습니다. 한국 기업들은 꾸준히 효율성을 개선해왔으며 앞으로 닥칠지 모르는 위기에 대비하기 위한 보호장치를 유지해왔습니다.

가령 신한은행의 경우 1997년의 외환위기를 성공적으로 극복함으로써 한국 내 최고의 금융지주회사가 되어 그러한 위기에 선제적으로 대비해왔습니다. 신한은행은 2007년 4/4분기에 자금을 충분히 확보하여 이번 위기 동안에도 국내은행들 중 최고 수준의 자산건전성을 유지한 바 있습니다. 그 결과 금융혼란이 지속되고 있는 와중에서도 신한

은행은 여타 경쟁은행들에 비해 비교적 더 굳건한 기반을 가지고 있습니다.

이제 혼란이 수습되어 위기가 지나가면, 종래와 같은 과도한 행위를 회피하기 위한 새로운 패러다임(paradigm)이 세계 금융기관 및 금융기업들에게 대두될 것입니다. 그리고 같은 실수를 반복하지 않도록 과도한 행위의 원인을 규명하기 위한 노력도 분명히 뒤따를 것입니다. 또한 다양한 포럼(forum)을 통해, 세계 금융시스템을 보다 건설적이고 안정적으로 구축하기 위한 여러 가지 창조적 아이디어와 노력이 제시될 것입니다.

이번 IGE/IMF 국제금융컨퍼런스는 그러한 논의를 시작하여 적절한 아이디어를 교환하기 위한 가장 좋은 기회입니다. 오늘과 같이, 적절하고도 훌륭한 논의가 이루어질 수 있는 장을 마련해주신 세계경제연구원과 이영탁 원장께 우리 모두가 감사하는 마음을 가지고 있다고 본인은 믿습니다. 세계경제연구원은 한국뿐만 아니라 세계 여타지역 금융산업의 건설적인 발전을 위한 가교 역할을 해오고 있습니다.

본인은 이번 컨퍼런스가 이 자리에 참석하신 모든 분들께 소중한 시간이 되기를 바라며 동시에 내년에는 보다 밝은 분위기에서 만나기를 기대하면서, 발표자 및 참석자 여러분께 다시 한 번 감사드립니다.

기 조 연 설

*Kenneth S. Courtis**

이번 컨퍼런스에 참여하게 된 것을 기쁘게 생각하며 컨퍼런스를 주관 및 후원해주신 세계경제연구원과 IMF, 그리고 신한은행에 감사드립니다. 금년은 세계경제연구원 개원 15주년임과 동시에 한국의 OECD 가입 15주년이기도 하다. 따라서 우리가 당면하고 있는 여러 가지 과제들을 생각해 볼 때 오늘과 같은 개원 기념 국제컨퍼런스는 매우 시의적절한 것이므로, 이번 컨퍼런스 개최에 열의를 보여주신 여러분께 감사의 말씀을 전하고자 한다.

본인은 이번 위기에서 장차 우리에게 도움이 될 수 있는 많은 교훈을 이미 얻은 것으로 생각한다. 우리가 올바른 일을 한 부분도 분명 있지만 위기를 악화시킨 잘못된 부분도 있다. 또한 다른 나라에서 일어난 위기로부터의 교훈도 있다. 위기의 원천지, 즉 위기의 진양지인 국가들이 위기를 대응하는데 있어서, 위기의 여파를 다소 지역적인 문제로 국한시켜왔다는 점을 본인은 매우 강력하게 주장해왔다. 그래서 눈을 감고 지난 3년간 미국에서 이번 위기가 조성 및 진행되는 과정에서 똑같은 정책적 오류가 많이 범해지고 있다는 말을 듣노라면 본인은 일본이 1990년대에 겪었던 위기의 사운드 트랙을 들을 수 있다. 한국도 매우 고통스러운 위기의 경험을 겪었는데, 이것은 미국이나 여타 국가들이 위기를 대응하는데 있어서 오늘날 많이 배울 수 있는 교훈이다.

* 前 Goldman Sachs Asia 부회장

이번 위기를 설명하기 위해 우리가 사용할 수 있는 은유는 많다. 위기의 속도나 범위 그리고 규모로 볼 때 쓰나미, 괴물, 세계적인 유행병, 악성의 병으로 표현되고 있으며 그 여진으로 인해 이번 위기는 지진으로도 묘사되고 있다. 그러나 어떤 은유를 사용하든 이번의 위기를 살펴보고, 1970년대에 영국과 스웨덴을 강타했던 위기와 1990년대에 여타 아시아 국가를 강타한 위기를 살펴보면 매우 흥미롭다. 이들 위기에 공통점들이 많으나, 세계적인 범위와 충격의 심도에 있어서 이번 위기는 과거의 어떤 위기와도 다르다. 그러므로 어떤 의미에서 이번 위기는 세계적으로 동시에 진행되고 있다.

바로 1년 전에 사람들은 유해물질이 묻은 일부 완구제품을 수출하는 중국에 골몰하고 있었으나, 미국이 무엇을 세계 각국에 수출하고 있는지는 관심이 전혀 없었다. 그러나 위기의 모든 것이 우리에게 네 가지를 수행할 것을 요구한다. 이러한 네 가지의 일을 하는 방법은 기술적인 이유 등으로 바뀔 수 있겠지만 우리는 이 네 가지를 수행해야 한다.

첫째, 악성부채와 부실대출이 대차대조표에서 제거되어야 한다. 이 문제에 대해서는 잠시 후 다시 언급하겠다. 둘째, 금융기관들의 자본 확충 작업이 이루어져야 한다. 왜냐하면 악성부채를 정리하는 과정에서 자본금이 기본적으로 소멸되기 때문이다. 이 문제는 여러 가지 방법으로 대응할 수 있으나 어쨌든 이 문제를 해결해야 한다. 셋째, 금융 위기가 가져온 대차대조표상의 악성부채를 축소하기 위해 디레버리징(deleveraging: 대출회수와 이에 따른 차입축소와 신용경색 과정)의 진행 속도를 둔화시켜야 한다. 만약 30의 자기자본 대비 차입비율(leverage ratio)을 가지고 있는 기업이 이것을 15로 낮춘다면, 1,000인 전체 대출규모가 하룻밤 사이에 500까지 이르게 된다. 어떤 재정정책이나 금융정책, 혹은 사회정책도 디레버리징의 엄청난 충격을 상쇄할 수 없

다. 그러므로 어떻게 민간부문 디레버리징의 확산을 저지할 수 있는지 생각해 내야한다. 마지막으로, 거론된 모든 위기는 국내수요의 극단적인 침체, 그리고 이로 인한 경제위기는 세계적인 수요침체로 이어진다. 이 문제가 신속히 해결되지 않을 때 위기는 지진이라는 이미지를 갖게 된다. 여진이 자주 뒤따르면서 수요의 계속적인 침체가 있게 될 것이기 때문이다. 그리고 수요의 계속적인 침체는 자산가치를 더욱 하락시켜 더 많은 악성부채를 만들어 낼 것이다. 이러한 문제에 대응하지 않고 있다면 원점으로 돌아가야 한다. 지금까지 이룩한 것이 무산되어버려 다시 시작해야 하는 것이다.

위와 같은 것이 네 가지 과제이다. 이것들을 어떻게 꾸미든지 혹은 무슨 종류의 포장을 하든지 관계없다. 이 네 가지의 주요과제는 대응조치가 필요하다. 그런데 위기상황에서는 사람들이 최소의 준비태세로 대응하는 것으로 나타난다. 사실 위기 발생은 예상할 수 없는 관계로 준비할 수도 없다. 위기 당시의 미국이 어떤지를 살펴보면 미국은 새로운 행정부를 맞이하는 국가, 저축이 없는 국가, 저축이 기본적으로 가계 부동산과 증권 시장에 묶여져 있으며 얼마 되지 않는 저축마저 지금 더욱 줄어들고 있는 상황인 국가이다. 그리고 막대한 경상수지 적자, 국가의 균형역할이 정치적 합법성이 없다는 이념적 성향에 빠져 있는 국가로서, 이는 제시한 네 가지의 과제에 대응함에 있어서 장애요인이 되고 있다.

대부분의 위기에서 임기응변식의 소극적이고 단편적인 접근이 이루어지고 있는데, 적극적이고 전략적인 접근이 필요하다. 미국이 이러한 접근방식에 가까운지 본인으로서는 확신할 수 없다. Gordon Brown 총리가 영국에서 이룩한 것을 보면, 그는 매우 적극적인 방법으로 사안을 추진하였으며 이를 따르도록 여타 유럽국가나 미국에게 박차를 가하고 있는 것으로 보이나, 위기상황을 타개하기 위한 적극적인 접근

을 수용함에 있어서 미국 등은 여전히 주저하는 듯하다. 또 다른 주요한 과제는 말할 나위 없이 규제, 감시, 지배구조의 문제이다. 그릇된 일을 하는데 떼거리로 몰려들지 않도록 조심해야 한다. 다음 차례의 규제를 더욱 어렵게 만드는 규제를 채택하는데 집단적인 행동을 취하지 않도록 경계해야 한다. 때때로 시장이 실패한다는 사실은 시장 고유의 속성일 뿐 아니라 주기적인 일이기 때문에 다음 번 위기가 또 올 것이다. 이러한 것이 본인이 현재의 위기를 어떻게 살펴보고 있고 이해하고 있는가의 배경이다.

이제 앞서 거론된 것들에 대해 좀 자세히 들여다보고, 결론적으로 5년이란 기간이 아니라 지금 당장에 할 수 있고 해야 할 매우 단순하고 실용적인 해결안 몇 가지를 제시하고자 한다.

네 가지 단계인 부실대출, 자본구조 개편작업, 재정정책과 금융정책에 대해서 언급하자면 본인은 금융정책보다 재정정책을 선호한다. 왜냐하면 현재 우리는 전통적 금융정책 기능이 기진맥진한 상태로 신속히 진행되는 과정에 있기 때문이다. 따라서 미국 연준과 각국 중앙은행은 일본이 1990년대에 채택해야 했던 일련의 금융정책을 신속히 진행해야 할 것이다. 이는 몇 주 내에 이루어져야 할 문제인 것으로 생각된다. 악성부채는 포도주처럼 시간이 지나면 좋아진다는 사이비 발상이 있다. 우리는 시간만 낭비하고 있을 뿐이다. 실제로 악성부채는 쓰레기와 같아서 주변 모든 것에 독처럼 퍼진다. 기다리면 기다릴수록 독소는 더 많이 퍼진다. 그러므로 대차대조표에 악성부채를 방치한 채 은행에 돈을 뿌리는 것과 같은 접근방법은 실패하기 마련이다.

한국은 금융위기를 겪은 경험이 있다. 한국은 제1차 금융위기 당시 공적자산관리회사를 설치하여 이를 통해 악성채권을 사들였다. 그리고 이러한 종류의 자산을 처분하는데 경험이 있는 사람들을 고용하여

시간을 두고 문제를 풀어 나갔다. 일단 부실채권이나 이에 딸린 담보물을 정부조직체로 흡수한 이상 부실자산의 변제를 위한 리파이낸싱(refinancing) 문제, 즉 자금조달 문제가 더 이상 없었다. 정부의 신용보증이 있었기 때문이다. 또한 단기간에 수익을 창출해야 한다는 조건도 더 이상 없었다. 필요하다면 채무상환 만기일까지 부실자산을 보유할 수도 있었다. 채무자는 이러한 부실자산의 가치가 자산관리회사의 관리를 통해 소생된 다음, 채무자가 선택하는 시기에 시장에서 이를 매각할 수 있었다. 이러한 종류의 자산관리회사가 미국이나 다른 나라에서도 어떤 형태로든지 채택되어야 한다.

Cilibank의 부실대출 문제에 대한 미국 정부의 대응방안은 보증을 제공함으로써 어느 정도 이러한 방향으로 나가고 있다. 그러나 이것이 Citibank가 미국 정부로부터 받을 수 있는 마지막 구제금융인지는 확실치 않다. 왜냐하면 Citibank는 정부보증 지원금액을 초과하는 약 수백억 달러의 악성대출을 여전히 안고 있기 때문이다. Citibank는 대다수 국가의 GNP를 초과하는 규모의 대차대조표를 가지고 있는 기업으로서, Citibank 대차대조표상에 더 많은 문제가 야기될 경우 국가 경제상태가 더욱 악화될 것이다. 어제(2008년 11월 24일) 미국 정부가 취한 조치는 부실자산 매입을 위한 3,000억 달러의 자금지원이었는데, 그 내용은 Citibank가 지원금액 중 400억 달러를 우선 투입하면 나머지 2,600억 달러(86%)를 정부가 지원한다는 것이었다. 이와 같은 지원금융은 자산관리공사를 통한 부실채권 정리로 가는 일종의 은밀한 미봉책이다. 이러한 방법은 효율적이지도 깨끗하지도 않고 아마 정치적으로도 분명치 않을 것이다. 퇴임을 앞둔 행정부의 미국 측면에서 생각한다면, 구제금융 등의 많은 문제에 대해서 현 정부는 마지못해 받아들이고 있으며 이러한 문제에 대해 행동으로 취하는 것을 이념적으로 주저하고 있다. 이와 같은 부실자산의 정부지분은 소멸시켜야 하며, 전체 조직을 구조조정하지 않고는(조화시키지 않고는) 다른 해결

방법이 없다. 금융부문의 자본구조 개편은 너무나 방대하기 때문에 일종의 은행조직 준(準)국유화가 될 것이며 이미 그렇게 되고 있는 것이 아닌가 하는 것이 본인의 견해이다. 7.4조 달러에 이르는 구제금융을 연준 및 FDIC(미국연방예금보험공사), 그리고 여타 기관이 제공함으로써 사실상 이미 은행조직의 국유화가 이루어지고 있다.

디레버리징의 확산 속도와 관련하여, 이는 대차대조표상의 악성자산 제거와 자본구조 개편에 달려있다. 그리고 은행조직에 어떠한 감독규제를 어떻게 엄격히 부과할 것인가에 달려있기도 하다. 자산 및 부채의 시가평가제(시장상황의 변화를 고려하는) 같은 경기순응적인 몇 가지 조치를 잠시 중단하자는 일부 주장이 있다. 현재 미국뿐만 아니라 많은 국가에서 은행조직 대부분이 사실상 국유화되고 있다. 지금 실제로 문제의 대상이 되고 있는 은행을 국가가 지원하고 있는 이상 적정자기자본비율 요건은 아마 약간 다르게 이해되어야 할 것이다.

금융 및 재정 정책에 대해 보다 자세히 언급해보고자 한다. 우선 이번 위기가 끝난 이후에 세계중앙은행이 필요하다는 논의가 많다. 본인은 세계중앙은행이 있어야 한다고 주장하고 싶다. 이른바 미국 연준(Federal Reserve) 그것이다. 미국 연준은 세계경제의 최종대출자(lender of last resort)가 되어 있는 상태이며 전 세계에 달러화를 쏟아 붓고 있다. 달러화의 중요성이 점점 덜해지고 있다고 주장하는 이들은 눈을 크게 떠야 한다. 모두가 달러화를 원하고 있으며 모두가 달러화를 필요로 한다. 미국은 일본 중앙은행 및 유럽 중앙은행과 무제한의 통화스와프 협정을 체결하고 있다. 이들 두 나라는 무제한으로 달러를 인출할 수 있다. 한국, 싱가포르, 멕시코 및 캐나다는 인출한도가 정해진 스와프 협정을 미국 연준과 체결하고 있는 여타 국가들이다. 이러한 나라들 중 달러가 더 필요한 나라가 있으면 미국 연준은 달러를 그냥 제공할 것으로 본인은 믿고 있다.

그러므로 어떤 의미에서 볼 때 국제공조가 이루어지고 있는 중앙은행이 있으며, 이를 이른바 미국 연준이라고 하는 세계중앙은행이 관장하고 있는 것이다. 우리 모두 크게 잘못된 결정이었던 것으로 알고 있는 Lehman Brothers 파산 수용 당시에 미국 연준의 대차대조표(총 재산) 규모가 9,250억 달러 증가했다. 지난 주 초(2008. 11. 17.) 22.2조 달러였던 미국 연준 대차대조표 규모는 오늘(2008. 11. 25.)에는 분명하게 더 증가하였으며, 2008년 말까지 3조 달러 이상이 될 것으로 보인다.

이번 위기가 최고조였을 때 일본 중앙은행의 총 재산은 일본 GNP의 43%였을 것이다. 더 높아질 수도 있겠지만 2008년 말에 미국 연준의 총 재산 규모가 3조 달러일 경우 이는 미국 GNP의 약 22% 정도 된다. 그러므로 금융위기가 극복되기 전에 미국 연준 하나만의 총 재산 규모가 7~8조 달러, 즉 미국 GDP의 40%로 종결된다 해도 본인으로서 전혀 놀랍지가 않다. 외국인들은 지금 미국 국채만 구입하려고 하고 다른 자산의 매입은 원하지 않고 있다. 미국은 앞으로 12개월 내에 1.5조 달러에 이르는 국채를 새로 발행할 것이다. 그래서 지금 우리는 사실상 글로벌 중앙은행으로서 작동하고 있는 연준을 중심으로 위기대응의 진정한 기동력을 구축하고 있는 것이다.

이와 같은 맥락에서 금융정책상의 문제가 흥미로워지는 것은 미국 연준의 다음 회의에서 금리가 또다시 0.5% 인하할 것으로 예상되기 때문이다. 일본 중앙은행이 단행했던 것처럼 금리가 영(零)으로 인하된다면 놀라운 일이 될 것이다. 왜냐하면 금융시장이 행정비용을 감당하기 위해서 어느 정도의 정(正)의 금리가 필요하기 때문에 연준이 0.5%이하로 금리를 내릴 것이라는 점에 대해 본인은 회의적이다. 그리고 이 경우 2008년 12월 15일 혹은 16일에 개최될 것으로 보이는 연준의 12월회의 이전에 전통적인 금융정책의 기능을 미국은 다 사용

해버리게 된다. 흥미롭게도 연준은 12월회의가 하루가 아닌 이틀이 될 것이라고 지난주에 발표했다. 연준이 분명히 논의할 것이고, 또 논의하여야 할 주요과제는 양적 완화정책(quantitative easing)의 이행이다. 금리인하가 효력이 없었다고 주장할 수 있을지 모르겠으나, 효력이 있었다고 본인이 주장하는 이유는 연방기금 금리가 5.5%에서 1%까지 인하되고 있지만 장기모기지 금리와 회사채 금리가 더 이상 내려가지 않고 있기 때문이다. 만일 연준이 금리를 매우 공격적으로 인하하지 않았더라면 금융위기는 더욱 악화되었을 것이다. 때문에 본인은 연준이 양적 완화정책의 수순을 밟을 것으로 보고 있다.

거위 간을 만드는 방법을 보면 거위를 잡아 억지로 모이를 먹인다. 이러한 방법이 세계적으로 은행시스템에 적용될 것이다. 즉 각국 중앙은행은 시중은행에 강제로 자금을 공급하여 초과지급준비금(excess reserves)으로 은행을 채우려 할 것이다. 그러기 위해서는 연준이 모든 형태의 증권을 매입하는 것으로 귀결되는데, 첫 단계에는 발행자가 분명치 않는 모든 증권을, 그리고 다음 단계에는 발행자가 확실한 증권 순이 될 것이다. 미국 연준이 재무부로부터 매입할 수 있는 국채의 한도가 있지만 시장에서 매입할 수 있는 국채의 한도는 없다. 그러므로 연준이 시장이나 여타 은행으로부터 국채를 매입할 것이기 때문에, 정부가 공시할 새로운 재정부양책의 재원 대부분을 결국 연준이 간접적으로 조달하게 된다. 그리고 마침내 연준은 국채뿐만 아니라 상장기업의 전환사채까지 매입한 일본 중앙은행의 전철을 밟게 될 것이다. 일본 중앙은행은 마지막에 기업이 발행한 모든 종류의 주식과, 부동산과 관련된 온갖 종류의 유가증권을 대량 매입하는 상황까지 갔었다. 향후 몇 달 동안은 연준이 일본이 취했던 방향으로 갈 것으로 본인은 보고 있다. 사람들이 기업어음을 매입하도록 하기 위한 연준의 목표는 장기 금리 인하일 것이다. 이러한 정책이 가능하다면 연준은 장기모기지 금리인하에 착수할 것이고, 기타 여러 가지 정책을 추진하면서 중국적으

로는 부동산시장 안정에 박차를 가할 수 있을 것이다. 이는 금융시장을 안정시키는 필요조건이다. 부동산가격 안정에 시동을 걸어야 한다. 부동산가격을 안정시키지 못한다면 더 많은 악성부채가 생길 것이기 때문이다. 그러므로 부동산 가격과 재정정책 문제를 검토하고 난 후 몇 가지 결론을 내리도록 하겠다.

주택가격이 상당히 하락했기 때문에 더 이상 하락하지 않을 것이라고 하는 사람들이 일부 있으나 본인의 견해는 약간 다르다. 부동산 가격변동과 관련해서는, 미국의 경우 1,200만 주택(총 가계모기지의 약 12.5%)이 20% 이상의 자산가치 하락을 기록했다. 다시 말해 주택담보대출비율(loan to value ratio) 면에서 보면 대출이 현재 주택가치의 120%인 것이다. 몇 개 주의 경우는 상황이 더욱 나쁘다. 네바다주의 경우는 자산가치 하락이 40%, 캘리포니아주의 경우는 27%다. Case-Shiller 주택가격 지수가 예측하는 바와 같이 주택가격이 또 다시 10~15% 정도 하락하게 되면 미국 주택의 자산가치는 약 40% 하락하게 된다. 예컨대 주택의 자산가치가 35% 하락하게 될 경우 모기지대출이 주택보다 값어치가 35% 더 나간다는 말이다. 그리고 2000~2006년 기간 중 실제 주택가격 평균증가율이 2.6%였다면 주택 가치가 모기지 가치와 같아지기까지 아마 15년 정도 걸릴 것이다. 여기서 15년을 기다리는 사람도 있을 것이고 포기하는 사람도 있을 것이다. 대규모 재정부양책과 양적 완화정책을 통해, 주택부문과 경제가 안정되지 못하면 우리는 디플레이션 국면에 진입하게 된다. 그리고 주택가격이 앞으로 급격히 하락할 경우 미국 경제는 작은 파도가 아니라 쓰나미(tsunami)와 같은 무서운 파고를 겪을 것이다. 그럴 경우 은행 대차대조표 개선을 위해 지금까지 애써온 모든 조치들을 완전히 수포로 돌아가게 된다. 이는 작은 문제가 아니기 때문에, 최근에야 사람들의 마음에 와 닿기 시작한 경기부양책을 미국이 반드시 착수해야 한다는 점을 본인이 지난 몇 달 동안 주장해온 것이다.

본인은 Obama 미국 차기 대통령이 개최한 시카고 회의에 참석한 바 있는데, 그 때 백악관은 600억 달러에 이르는 두 번째 부실기업 구제안을 내놓았다. 그리고 새 대통령 주변의 한 그룹은 1,500억 달러, 매우 의욕적인 한 그룹은 2,500억 달러, 업계는 3,000억 달러의 구제안을 내놓았다. 지난 주말 경에는 5,000억 달러 구제안, 다시 오늘 아침에는 7,000억 달러의 구제안도 언급되기 시작했다. 본인은 미국이 향후 2년 동안 매년 GDP의 5%, 그리고 그 다음 3년간은 매년 GDP의 6% 정도를 재정적 경기부양에 지출해야 할 것으로 생각하고 있다. GDP의 5%가 약 5,600억 달러이므로, 결국 미국 경제를 뒷받침하기 위해서는 양적 완화정책과 더불어 향후 2년간, 어쩌면 향후 3년간에 걸쳐 매년 6,000억~7,000억 달러가 지출되어야 할 것으로 보인다. 이와 동시에 미국은 은행이 자금을 다시 대출할 수 있도록 하기 위해 여타 복잡한 문제를 모두 풀어나가야 한다. 그래야 사람들이 거래를 하고 자동차를 구입할 수 있게 되며, 기업은 투자와 채용자를 할 수 있다. 내년(2009년) 한 해만 해도 상환요구를 받게 될 채용자 규모가 4조 달러이다.

이제 우리가 할 수 있는 매우 실용적이고 현실적인 방안 몇 가지와, 장기적 관점에서 우리가 할 수 있는 제안 몇 가지를 제시하면서 마무리 짓고자 한다. 첫째, 신용평가기관의 신용평가작업 운용방식을 살펴보면 기본적인 이해상충이 있다. 여기서 본인이 제안하고 싶은 한 가지 구상이 있다. 즉 G-20 틀 속에서 이러한 구상을 주도해 나갈 수 있는 위치에 있는 사공일 위원장님 같은 탁월한 분들로 구성된 저명인사그룹(eminent persons group)이 이를 이끌어 나가도록 하는, 이른바 세계 신용평가기관 창설 구상이다. 이와 비슷한 시스템이 지금 국제상공회의소(International Chamber of Commerce)를 중심으로 조직된 세계 중재시스템이다. 이와 비슷한 방식으로, 구조화된 모든 증권을 위한 세계 신용평가기관이 창설되어야 한다는 것이 본인 생각이다. 이 신용

평가기관이 국제상공회의소를 중심으로 창설되어야 하는지는 모르겠지만, 어떤 기관이 중심이 되던 간에 본질적으로 결함이 있는 신용평가기관과는 달라야만 한다. 즉 신용평가 비용을 평가대상이 지불하는 방식이 그런 것들이다.

두 번째 사안은 지금 우리가 겪고 있는 위기에 관한 모든 문제의 핵심이 되는 신용과 신뢰의 문제에 귀결되는 것으로, 매우 중요한 사안이다. 우리는 시장이 항상 옳다는 시각을 가지고 이른바 신자유주의를 향해 오랫동안 움직여 왔다. 그런데 이제는 시장이 항상 옳지만은 않다는 것을 알게 되었다. 한 걸음 물러나 지금까지 어떤 변화가 있었는지를 돌이켜 보면, 과거에 케인즈형 모델이 제시하는 사고의 틀에 변화가 있었다. 그중 하나가 국민들이 연금 및 의료보험으로부터 얻을 수 있는 혜택이 없으면 이에 대한 기여도 거부한다는 것이다. 더욱이 사회보장제도의 혜택을 받기 위해 납부한 기금이 주식시장에 전부 투입되고, 그 주식시장이 금융위기 와중에 붕괴되면서 불만이 폭발하고 큰 사회적 혼란이 야기될 것으로 생각된다. 사람들이 요구하는 것은 연금 및 의료보험에 대한 보장이다. 따라서 연금 및 의료보험 문제를 막연히 시장에 위임하지 않고, 사회보장제도의 혜택과 기여를 분명하게 하는 제도적 개선에 대한 요구가 있을 것으로 여겨진다. 특히 미국은 이상하게 국민의료보험제도가 없으며, 국민연금제도는 미약하고 교육비용이 매우 높다. 미국 국민들이 주택을 구입할 여력이 없는 것은 이 때문이다. 그런데 주택가격이 상승하자 사람들은 주택을 구입하여 자신의 의료보험과 연금에 필요한 재원을 조달하고 자녀교육비를 마련하고자 했던 것이다. 미국은 사회정책의 실패 사례이며 합리성이 없는 시장경제 모델을 채택하도록 강요했다.

그러므로 모든 문제에 대한 심각한 검토가 전반적으로 반드시 필요하다. 이는 우리가 착수할 수 있는 일로써 기업이 추진력을 발휘할 수

있다. 기업의 도덕성과 신뢰성이 손상된 상태인 것으로 생각된다. 아시다시피 이러한 사례 중 하나가 며칠 전 디트로이트 자동차 업계가 워싱턴을 방문한 일이다. 신뢰성과 도덕성 회복은 기업 최고경영진이 자신의 보너스를 35% 삭감한다고 발표하는 것으로 시작되어야 할 것이다. 그리고 중간간부들도 보너스를 15% 삭감하는 것이다. 이와 같은 보너스 삭감으로 절약된 부분은 고용유지를 위해 사용되어야 한다. 지금처럼 어려운 전환기에는 수요를 유지해야 하기 때문이다. 이는 수요를 지원하면서 신뢰도와 자신감을 유지하는데 도움이 되는 방법 중 하나가 될 것이다.

무역자유화 문제는 G-20 회의가 발표한 공식성명서의 일부로서 발표되었지만, 무역의 신속한 자유화라는 목표를 중심으로 더욱 강력한 국제적 결속이 필요하다. 특히 이를 위해서는 브라질, 인도, 중국, 미국, 일본 및 EU를 같은 회의실에 모이게 한 후 도하(Doha)의 현안인 무역자유화가 합의를 이루어야만 물을 공급하겠다고 해야 한다. 합의를 이룰 때까지 물을 공급하지 않겠다고 하면 24시간 후에는 그들이 합의를 이룰 것으로 생각된다. 사람들이 보호무역주의로 매우 쉽게 빠져들 수 있는 분위기가 지금 조성되고 있다. 미국은 자국 자동차산업을 구제하고자 하는데, 유럽도 똑같은 일을 하도록 자극을 받아서는 안되며 여타 국가들도 미국을 따라 똑같은 조치를 취하면 안 된다.

시스템상으로 손실을 보고 있는 디트로이트 자동차업계가 지난 주 구제금융을 요청하기 위해서 워싱턴을 방문한 것이 흥미로웠다. 그러나 수익을 내고 있는 Detroit Nissan이나 Honda 등의 일본 기업들은 최고경영진과 중간간부들의 연봉삭감이 이미 진행 중이라고 발표했다. 디트로이트 사람들은 연봉을 삭감하겠느냐는 질문에 머뭇거렸다. 이러한 문제들이 해결되어야 한다. 기업부문에 신뢰성이 없으면서, 정부를 찾아가 무역보호 조치를 요청한다는 것이 신뢰성이 없는 전혀 일이다.

또 다른 제안사항은 무역보험에 관한 것이다. 은행이 무역신용장을 계속 제공하지 않고 있는데, 그럴 경우 무역이 위축된다. 한국과 같은 나라는 무역신용장의 필요성을 정확히 알고 있으며 중국도 마찬가지다. 이는 세계적으로 매우 중요한 일이다. 그러므로 모든 국가들이 2년을 기다릴 것이 아니라 당장 무역보험과 수출신용보험을 검토하고, 모든 무역신용보험에 대한 재원을 조달하는 등 은행이 자립할 수 있을 때까지 무역신장이 이루어질 수 있도록 무역관련 신용보험을 증가시켜야 한다.

본인이 미국 재정정책에 대해 언급했지만 이는 단지 미국에만 국한된 것이 아니다. 한국과 일본도 경기부양을 겨냥한 대규모 재정정책을 펼치기 시작했으며 중국도 대규모 경기부양책을 발표했다. 그러나 중국이 발표한 대규모의 경기부양 재정정책은 정치적 수치일 뿐, G-20에서 외교적으로 발표한 수치를 초과하지 않을 것이라고 빈정대는 사람도 일부 있다. 본인은 북경 방문시 특히 경기부양 예산과 관련된 중국 국가발전개혁위원회(National Development and Reform Commission: NDRC)와 재무부 관계자들과 이야기를 나누는 바 있다. 예산규모가 4조 위안이 아닐지는 모르지만 이것은 중요하지 않다. 중국은 현재 진행 중인 현대화 프로그램에 엄청난 노력을 기울이고 있다. 이미 진행 중인 프로그램을 실질적으로 더욱 증가시키는 수많은 프로그램들을 추가로 실행에 옮기고 있다. 이와 같이 엄청난 현대화 프로그램은 교량구축이나 3년간의 타당성 연구 정도의 수준이 아니다.

예컨대, 중국은 매년 5,000Km였던 새 철도 건설계획을 7,500Km로 증가시킨 것이다. 이미 수립된 계획에 추가하는 것이다. 주택의 경우도 마찬가지다. 매년 1,200만호를 새로 건설할 계획이었던 공공주택을 향후 2년 동안 50% 증가시키기로 하였다. 이는 이미 수립된 계획이며 중국은 단지 계획을 확대시키고 있는 것뿐이다. 그러므로 중국

의 정책은 여러 사람의 평가보다 훨씬 큰 영향을 줄 것이다. 중국은 지난 3년간 수출 면에서 50%의 신장을 이룩하였기 때문에 순 수출의 감소를 국내수요가 대체·활성화하기까지는 한국이 경험하는 바와 같은 어려운 시기를 지나게 될 것이다. 한국이나 여타국의 경제전망도 낙관적이지 않은 것으로 보인다. 우리 모두가 현실적이어야 하며 정부가 재정정책을 통해 경제상황을 지금보다 개선시키리라 기대해 본다.

앞서 본인은 G-20 내에 저명인사그룹을 조직하여 보다 광범위하고 장기적인 과제를 살펴보아야 한다고 이미 지적한 바 있다. 지금 당장 검토할 수 있는 부분은 은행부분이 국유화됨에 따른 시가평가회계기준 및 적정자기자본비율 문제이다. 검토대상이 되는 또 다른 과제는 국제금융기구 구축으로, IMF와 세계은행을 해체하고 원점에서 시작하자는 의견이 많다. 이는 전적으로 잘못된 견해인 것으로 생각된다. IMF가 오류를 범했지만 풍부한 경험을 가지고 있다. 그러므로 우리는 IMF 체제를 보완·개선해야 한다.

또한 새로운 국제금융기구를 통해 문제를 풀어나가면서 우리는 새로운 균형을 이룩해야 한다. 새로운 기구아래서는 모든 회원국이 규율을 준수해야 한다. 많은 나라들이 IMF를 미국 재무부의 연장이라고 한다. 지난 2년간 IMF가 미국에 권고한 사항들이 어떤 효과가 있었는가? IMF의 한국 방문은 가시적 영향이 어느 정도 있었다. 그러므로 크든 작든, 신생이든 혹은 오래되었든 새로운 국제금융기구는 규율을 똑같이 적용해야 한다. 새로운 국제금융기구는 장기 국제수지 불균형에 처한 적자국과 함께 모든 흑자국을 조정할 능력이 있어야 한다. 국제수지 불균형은 적자국과 흑자국 양쪽 모두와 관계되어 있기 때문이다. 경상계정 흑자라는 장기 불균형에 처한 국가를 다룰 경우 국내수요 문제도 다루어야 하는데, 흑자국인 일본의 경우는 국내수요가 비효율적이고, 다른 흑자국인 중국은 구조적 문제가 해결되지 않아 국내수

요가 불충분하다. 세계 저명인사그룹은 국제수지의 균형 재조정이라는 폭넓은 과제를 고찰할 수 있으며, 특히 결국은 아시아 대륙이 앞으로 과거보다 더 큰 역할을 할 것으로 보인다. 한국은 중국과의 특별하고 밀접한 관계 때문에 특히 중요한 역할을 할 수 있을 것이다.

Robert Mundell 교수는 1999년도 노벨상 수상 당시, “1910년도까지의 지배적인 경제적 사실은 미국의 등장이었음을 아무리 바보라도 알았어야 했다”라고 말한 바 있다. 지금은 중국의 르네상스와 중국을 둘러싼 아시아가 지배적인 경제적 사실이라는 것을 모르는 바보는 없다는 점을 언급하고자 한다.

하지만 유럽이 힘과 권위를 미국에 양보하기 꺼려했고, 얼마나 많은 영향력을 가지고 있는지를 몰라서 큰 역할을 주저한 미국은 자국의 발전에만 몰두했다고 Mundell 교수는 부언했다. 이는 “절대로 국제정세에 빠지지 말라”고 한 Jefferson 대통령의 견해와도 일치한다. 미국은 국제적인 역할을 많이 하지 않았다. 경제적 난기류는 변화에 저항하는 기존세력과, 변화하는 구조에 여전히 융합하지 않고 책임지기를 거부하는 신흥세력 간의 충돌이라는 것이 Mundell 교수의 견해다. 본인은 우리가 여타 금융위기로부터 배우고 접목시켜야 할 소중한 교훈이 많다는 점을 지적하면서 발표를 시작했다. 또한 역사로부터도 우리가 중요한 교훈을 배울 수 있는 것으로 생각된다. 사람들이 대규모 경제·금융 혼란에 절망적인 상태로 내던져지면 매우 이상한 일들이 일어날 수 있다는 점을 역사는 가르치고 있다. 우리는 시인 Robert Frost의 시 구절인 “우리가 잠들기까지 가야 할 길이 멀다”는 어제 리셉션의 건배사를 마음에 새김으로써 커다란 동기부여로 삼아야 한다. 우리는 낙관주의를 포기할 수 없고 희망을 버릴 수도 없다. 이처럼 어려운 상황에서는 지도력이 어느 때보다 더욱 중요하다.

이러한 이유 때문에 본인은 다른 참여인사들에 비해 부족함에도 이번 컨퍼런스에 기꺼이 참여하고자 했던 것이다. 지도력을 제공하고 형성하는 책임은 우리, 당신, 나 같은 사람들, 바로 우리 손에 있다. 변화를 일으킬 수 있는 사람들에게 영향을 주기 위한 지도력을 우리가 보여주지 않고 방관한다면 우리가 필요치 않는, 그리고 일어나기를 원치 않는 매우 이상한 일들이 일어날 수 있다.

최근의 금융혼란과 세계금융시장 안정성 (I)

*Charles R. Blitzer**

이처럼 흥미롭고 시의적절한 컨퍼런스를 마련해주신 세계경제연구원 김병주 이사장님과 이영탁 원장님을 비롯한 임직원 여러분과, IMF의 Cheng-Hoon Lim 자문관께 감사드립니다. 우선 본인은 앞서 기초연설을 해주신 Kenneth Courtis 박사님과 개회사를 해주신 신상훈 신한은행장님과 인식을 같이 한다. 따라서 몇 가지 사안을 신속하게 살펴 보겠다.

지난 16개월 동안에 참으로 많은 일들이 있었다. 여러분들은 언론 보도를 통해 알았거나 주식중개인들에게서 보고를 받았을 것이며, 여러분들 중에는 주식중개인도 있을 것이다. 우리는 자료에 파묻힐 지경이다. 본인이 가지고 있는 자료들은 작금의 위기 상황에 대해 우리가 얻을 수 있는, 문자 그대로 수 천 가지의 지표 중 극히 일부분이다.

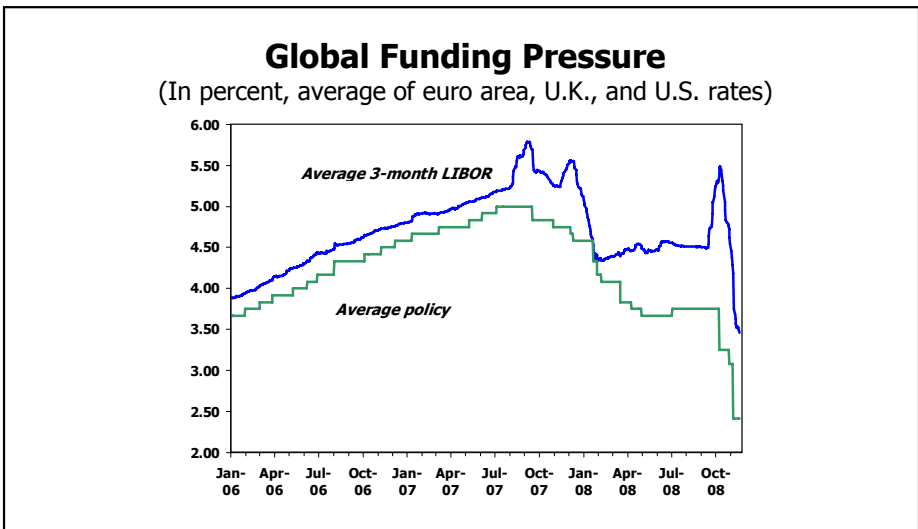
첫 번째로 흥미로운 질문은 단일국가(세계에서 제일 크기는 하지만)의 단일 모기지 시장 한 구석에서 금융경색으로 시작된 사건이 어떻게 최악의 금융위기, 분명 지난 70년 이래 우리가 겪었던 금융경색 중 최악의 경제위기 형태로 되어버리는가 하는 것이다. 지난 16개월을 돌이켜 보면 우리가 맞고 있는 위기는 때로는 예측할 수 있는 방법으로, 때로는 예측할 수 없는 방법으로, 한 시장에서 다른 시장으로, 한 지역에서 다른 지역으로 전이되었다. 금융위기는 주택저당대출유동화 증권(MBS)으로 시작되었는바, 주택건축업체의 자기자본 가치가 16

* IMF 통화자본시장국 부국장

개월 전부터 하락하기 시작하면서 MBS의 가치도 대부분 약화되었다. 그러나 위기가 진정으로 발발한 시기는 자금시장이 붕괴한 시점인 2007년 8월이다. 발발 시기에 대한 문제를 논의함에 있어서는 여러 가지 접근방법이 있겠지만 기본적으로는 대출자들 간의 신뢰가 무너진 시점이다.

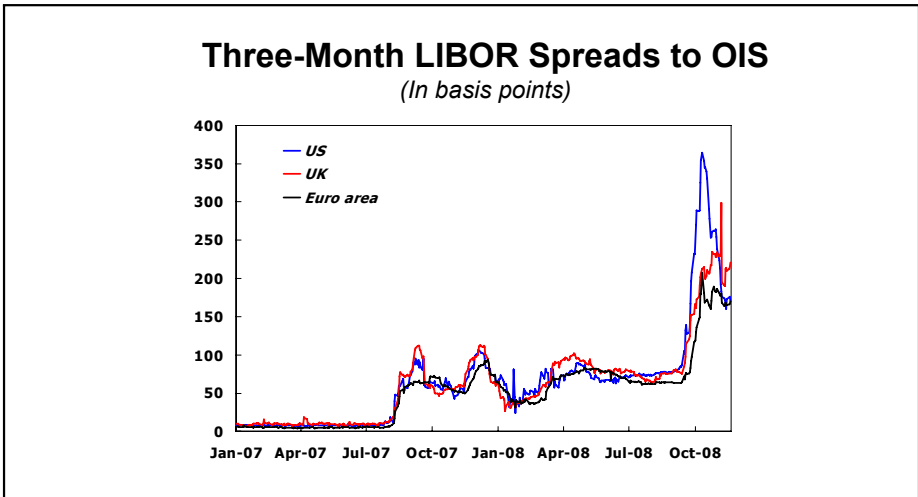
<도표 1>은 2007년 7월부터 2007년 10월까지의 기간을 나타낸 것으로, 상단 그래프는 3개월 평균 LIBOR금리이며 하단 그래프는 세계적인 대형 중앙은행의 평균 정책금리이다. 이 두 그래프 간의 격차는 자금시장 내 대출가능상의 장애요인인 신용위험도의 증가를 나타내는 측정방법 중 하나이며, 은행 간의 상호대출 거부도를 나타내는 측정방법이기도 하다. 신용위험도 증가를 살펴보는 또 다른 방법은 은행간 결제이자율의 격차인 OIS(Overnight Index Swap)금리 대비 LIBOR금리이다(도표 2). 이는 은행 간 신뢰도를 측정하는 척도이다.

<도표 1>



본인이 이야기하고자 하며 이번 컨퍼런스에서 논의되어야 할 주제는 거래상대방 간의 신뢰도 붕괴인데, 이는 가장 치명적이고 독특한 요인 중 하나로써 어느 때보다도 이번 금융위기를 파괴적으로 만들고 있다.

〈도표 2〉

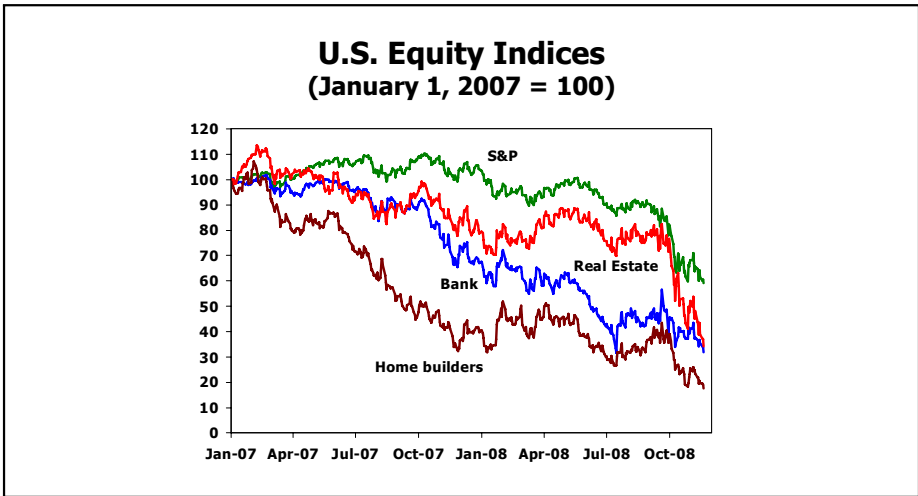


그러므로 자금시장, 자산유동화전문회사(Structured Investment Vehicle: SIV), 평행적 금융시장(외환시장), 그리고 우리가 약 1년 전에 신문기사를 통해 읽었던 모든 분야로 위기가 확산되면서 세계주식 시장은 취약성의 전성기를 맞고 있다. 특히 최근 몇 개월 동안에는 금융기관, 채권시장, CDS(신용부도스왑)시장, 주식가격 등을 중심으로 취약성이 나타났으며, 지난주 Citibank에 의해 일단락되었다.

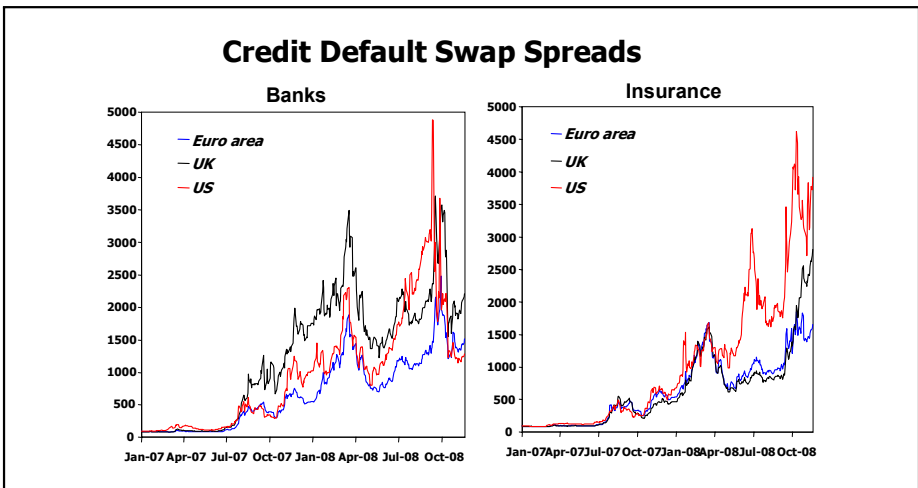
신용경색과 상위등급 유가증권 등의 거래가 시장에서 점차 어려움을 겪으면서 최근 몇 주 동안 신용시장은 증권발행에 있어서 거래기능을 계속 상실하고 있다. 지금은 보험회사와 연금회사들도 금융압박을

받고 있다. 금융위기의 전개과정을 보면 지난 11개월 동안 원자재 가격의 호황이 있었지만 7월 이후 원자재 가격이 60% 정도 하락했다. 유가 하락은 60%를 약간 웃돌았으며 금속가격은 약간 하락했다. 나중

〈도표 3〉



〈도표 4〉

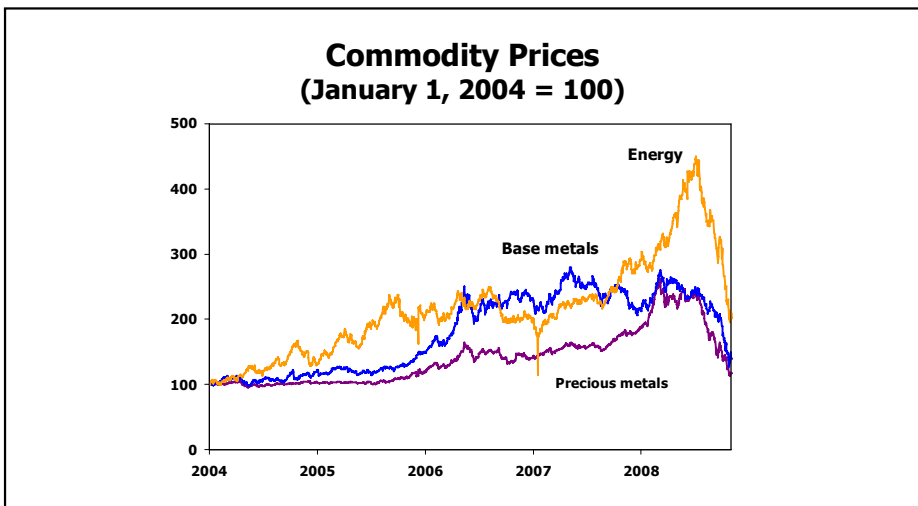


에 자세히 설명하겠지만 Lehman Brothers가 커다란 금융 소용돌이에 휘말리기 전까지 대부분의 신흥시장국들은 여타 국가에 비해 잘 하고 있었다.

주식시장에 대해 본인이 말하고자 하는 것을 간략히 설명하겠다. <도표 3>의 하단에 나타나듯이 주택건설업은 2007년 7~8월 훨씬 이전인 2007년 초에 하락하기 시작했다. 그리고 기본적으로는 부동산과 은행이 성과에 미치지 못했을 뿐만아니라 시장도 일찍이 두 부분의 취약성을 인식한 것으로 나타난다. 그러나 주가 하락세가 전반적으로 커지기 시작한 것은 2007년 7월 이후부터이며, S&P지수가 약 40% 정도 하락했다.

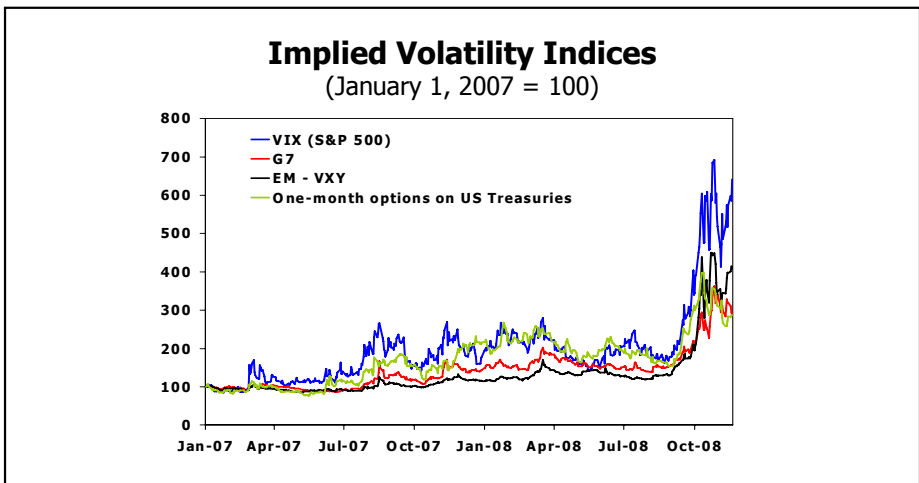
<도표 4>의 두 그래프는 매우 최근에 은행과 보험회사들이 받고 있는 금융압박을 나타낸 것이다. 이는 신용부도스와프(CDS) 스프레드로, 물론 은행 부문에 대해서 1주일 동안의 변동이 추가되었더라면

〈도표 5〉



Citibank의 자금난 문제가 미친 영향을 나타낼 수 있었을 것이다. 2008년 10월 8일의 상황은 좋아 보이지만 Citibank 자금난 문제가 감안되었다면 CDS 요율이 폭등했을 것이다. 그러나 우리가 당면하고 있는 것은 예측 불가능한 위기이며, 적어도 본인이 볼 때에는 금융기관 간의 신뢰도 여부가 점점 이러한 위기의 진앙이 되어가고 있다.

〈도표 6〉

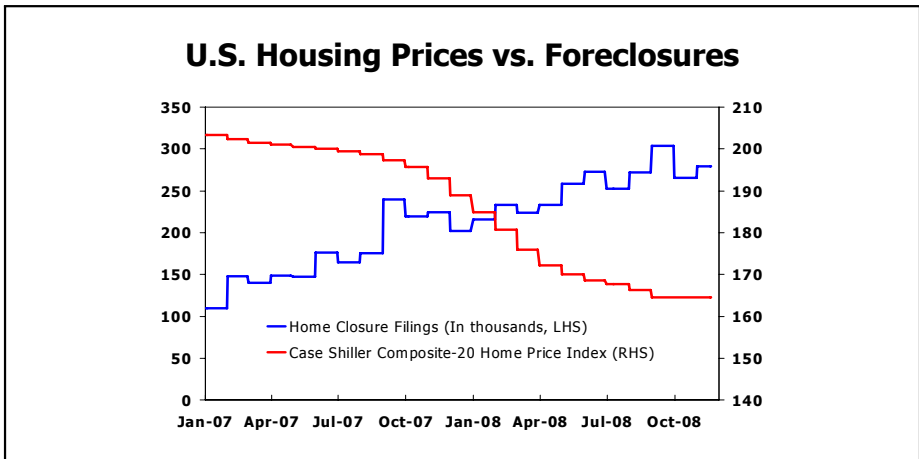


<도표 5>는 에너지 및 기타 원자재 가격의 변동 상황을 잘 나타내고 있다. 금융위기 동안에 나타난 현실과는 달리, 원자재 가격이 2008년 7월말까지 감소하지 않고 계속 상승하다가 그 이후 현저하게 하락했다. <도표 6>의 변동지수는 16개월 전에 상승했다가 Lehman Brothers 사태 이후에 큰 폭으로 상승했다. Lehman Brothers의 파산허용 결정이 최악의 결정은 아니더라도 가장 마이너스(-)적인 결정의 하나로 경제사학자들의 회고하게 되리라는 Curtis 박사의 견해에 동의한다.

금융위기 발발의 동인(動因)들이 작년부터 바뀌어 왔으나 주택가격은 여전히 동인으로 자리 잡고 있다. 주택압류가 증가했으며 서브프

라임 모기지, 최상위 등급과 하위 등급을 비롯한 모든 형태의 모기지 와 연관된 유가증권이 초기에 위기를 촉발시킨 요인에 크게 노출된 금융기관에게 충격을 주었다. 이러한 것이 지속되고 있는 중이다. <도표 7>에서 이러한 양상이 어느 정도 나타나는데, 꾸준한 상승세를 보이는 하단의 곡선은 월별 주택압류 건수를 나타낸 것이며 상단의 곡선은 주택가격지수 추세이다. 이 두 곡선이 각각 반대방향으로 움직이기 전까지는 금융위기가 진정될 수 있다고 믿는 사람이 거의 없을 것이다. 따라서 이 두 가지 동인이 시장에 나타나자 사람들은 곧바로 각종 금융기관이 가지고 있는 레버리지 수준에 주안점을 두기 시작했는데, 레버리지가 예상보다 높았다. 아마 사람들은 형태나 지역적 분포 양쪽 모두에서 금융기관 전체에 극도로 만연된 레버리지 수준을 살펴보지 않았고 알지도 못했을 것이다.

<도표 7>



금융위기를 몰고 온 세 번째 요인으로 본인이 강조하고자 하는 것은, 극도로 확대되고 있는 신뢰도 상실이다. 이는 지속되고 있는 동인으로 본인이 크게 강조하고 싶은 부분이다. 물론 첫째는 자금시장에서

나타났던 거래상대방 리스크였다. 각국 중앙은행이 단기유동성 공급자가 되어 대규모의 유동성을 지속적으로 투입하였음에도 불구하고 자금시장은 계속 제 기능을 하지 못하고 있다. 신용의 신뢰도가 약화된 상태이며 이러한 것이 앞으로도 지속될 것이다. 특히 최근 몇 주 동안에 거시경제적 리스크에 대한 우려가 대내외적으로 가속화되고 있음은 말할 나위 없다.

최근까지의 정책대응은 테니스나 탁구 경기를 관전하는 것처럼 대부분 즉흥적이었다. 어떤 일이 발생하면 정책당국은 대규모 유동성을 폭넓게 공급하되 엄격한 담보조건 없이 교묘하게 대응하는 것이었다. 지난 2008년 3월에는 적어도 다수의 파생금융상품시장을 위협에 노출시킬 수도 있는 Bear Stearns사의 붕괴를 막기 위한 처절한 노력이 있었다. 그러나 Bear Stearns사는 파산위기에서 JP Morgan에 매각되었다.

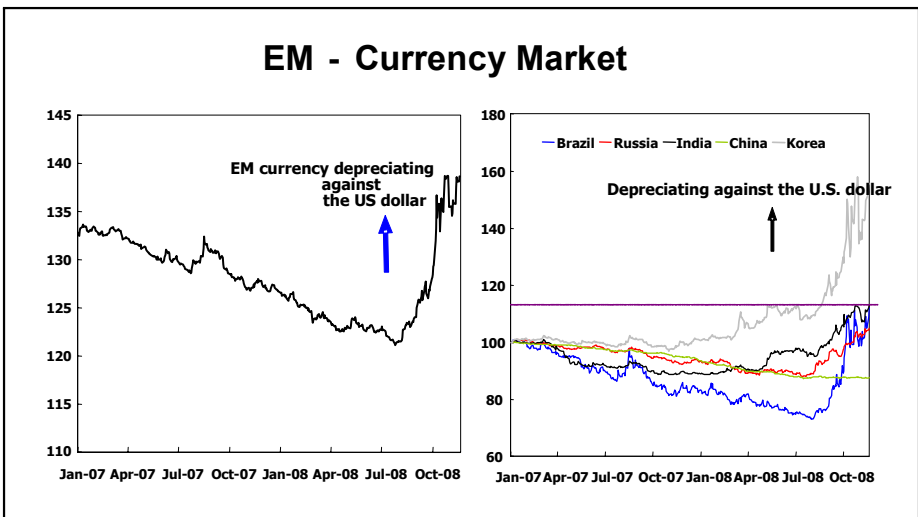
마지막으로 Lehman Brothers 사태 이후 “포괄적” 조치로의 정책전환에 대해 간단하게 언급하겠다. 전 세계적으로 또는 미국 수준에서 그러한 정책전환이 있는지 본인은 잘 모르겠다. 자본투입, 포괄적 유동성 공급, 거시경제적 부양책 등이 실행되었으나, Courtis 박사께서 지적한 바와 같이 정책입안 과정에서 상정되지 않은 것으로 보인다. 부실자산은 과연 어디에 있는가? 부실자산 정리를 위한 부실자산 구제프로그램(TARP: Troubled Assets Relief Program)이 미국에 있지만 현 행정부는 이를 아직 상정하지 않고 있다. 부실자산이 민간부문의 관리에서 벗어나 자산관리공사(bad bank) 또는 유사한 기관의 관리로 넘어가지 않는다면 사태가 호전되기는 매우 어려울 것이다.

국제공조는 일부 측면에서 확실하게 개선되고 있으며, 유동성 공급에 관한 주요국 은행 간의 공조노력이 있었다. 앞서 언급된 바와 같이

미국 연준은 여러 중앙은행과 스와프협정을 체결하고 있다. 협정가입국은 10개국이고 그중 4개국은 한국 등을 비롯한 신흥시장국으로 간주되는 나라들이다. 이처럼 제한된 특정국가와의 협정은 장차 중요한 요인으로 확대될 것이다. 연준 보호하의 클럽(club)에 속하느냐, 아니면 클럽에 속하지 않고 IMF와 같은 기관에서 전통적인 방식으로 자금을 조달하느냐의 선택인 것이다.

정책경쟁은 하나의 과제이다. 지난 9월 아일랜드가 매우 포괄적인 예금보장제도를 출범시켰을 때 다른 유럽국가들이 이에 반대했지만, 유로(euro)가입국이 그러한 조치를 취했기 때문에 그들도 곧바로 똑같은 조치를 취했던 것이 이러한 사례 중 하나인 것으로 생각된다. 그리고 이와 비슷한 것으로는, 단순히 국내 금융기관 및 예금자 보호를 위한 경쟁이라 할 수 있는 다양한 형태들이 있다. 잠시 후 이 부분에 대해 다시 거론하겠지만 이러한 종류의 정책경쟁에는 항상 예기치 못한 결과가 발생한다.

〈도표 8〉



신흥시장에 관해 간단히 언급해보겠다. 2007년 8월 이후 1년 동안은 대부분의 신흥시장에 미치는 금융위기의 충격이 미미했다. <도표 8>의 왼쪽 그래프는 신흥시장의 통화추이를 나타낸 것으로 신흥시장국의 통화를 가중평균한 지수이다. 하향선은 통화강세, 상향선은 통화약세라는 뜻인데 신흥시장국의 통화가치가 장기간 강세였음을 알 수 있다. 그리고 이와 약간 비슷한 오른 쪽 그래프는 한국 및 BRICs 국가의 통화가치를 나타낸 것으로, 특히 많은 포트폴리오 투자자들에게 거대한 캐리 트레이드(carry-trade) 국가였던 브라질의 통화가치가 강세를 보였다. 다른 나라들도 같은 상황인 바, 최근까지 통화가치가 강세를 나타냈다.

특히 2008년 겨울부터 대외재원조달 면에서 다소 강력한 신용경색이 분명 있었다. 국제차관대출이 거의 없어지고 신규 기채가 매우 어려워짐에 따라 기업들이 특히 압박을 받았다. 신흥시장국의 주식가격은 세계주식시장 및 여타국 자산시장과의 상관관계가 더 크다. 따라서 신흥시장국 주가의 강세 및 약세는 기본적으로 국내상황보다 세계시장과 더 큰 관계가 있는 것으로 보인다.

그렇다면 신흥시장국의 주가가 상당히 잘 버텼던 이유는 무엇인가? 여타 국가나 자산시장보다 성과가 훨씬 좋았다기보다는 나쁘지 않았기 때문인 것으로 생각된다. 우선 호황국면에 있었던 원자재 시장이 마치 세계경제침체가 오지 않았던 것처럼 성과가 좋았다. 둘째, 한국을 비롯한 신흥시장국의 대차대조표가 10년 전의 금융위기시에 비해 매우 견실했다. 그리고 대부분의 국가들이 높은 수준의 외환준비자산을 중앙은행이나 국부펀드에 점증적으로 비치했으며, 회계장부상의 자산항목도 매우 견실했다.

부채 측면에서는 10년 전에 비해 외채가 현저하게 감소했고 대부분

국내채무로 대체되어, 통화가치 변동에 대한 국가 대차대조표 노출이 훨씬 덜했다. 그리고 대체적으로, 적어도 경제규모가 큰 나라들의 경우, 국가수준의 GDP 대비 채무비율이 1996년, 1997년 및 1998년에 비해 억제되었다. 그리고 마지막으로, 대부분 신흥시장국들의 부실자산에 대한 시중은행 및 여타 금융기관의 위험노출이 그리 크지 않았다. 물론 여기저기 몇 건의 예외는 있었지만 대부분이 상태가 좋았다.

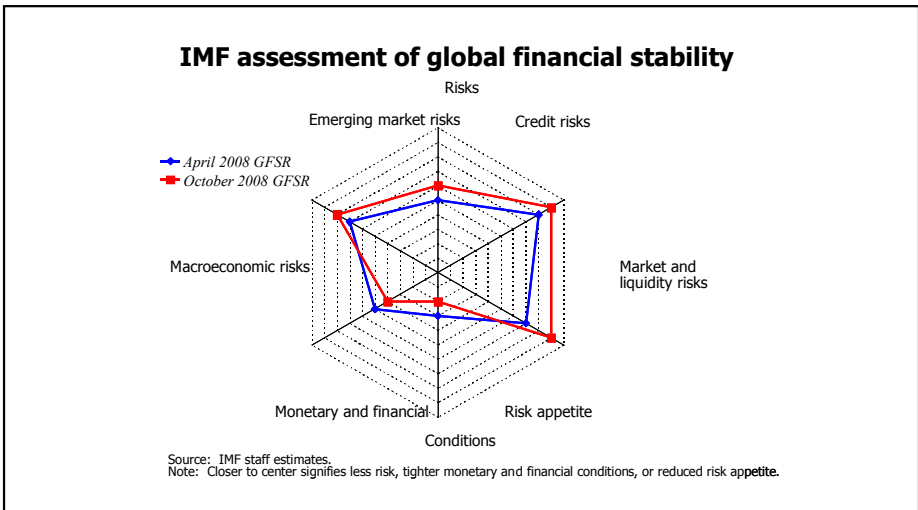
하지만 취약성이 조성되고 있다. 일부 기업은 국내시장에서의 재원 조달이 가능했고, 높은 금리의 차입을 자제했으며, 단축된 상환기간으로 차입을 했다. 한편 대외재원조달에 의존적이고, 경상수지 규모가 크며, 신용시장 신장률이 증가하고 있고, 외국은행에 의존하고 있는 국가들에 대해서 IMF 및 여타 기관들은 금융시장이 취약한 것으로 보았다. IMF가 특히 취약하게 본 국가는 대부분 외채의존도와 경상수지 흑자가 큰 중앙 및 동부 유럽국가들이었다.

그러나 2개월 전에 취약성이 강타했다. 모든 자료에서 악화된 상황이 나타난다. 주식시장 약세, 통화가치 하락, 회사채 및 국채 가격의 변동성 확대, 그리고 자금시장 경색 등이 그것이며 유동성이 부족한 중앙 및 동부 유럽국가들이 가장 비효율적인 국가군에 속한 것으로 나타난다. Lehman Brothers 부도 이후 대다수 국가에서 취한 조치 중 대부분은, 자산관리자들이 자금확보를 위해 신속히 대출을 회수하고 부채를 상환하며, 판매가능한 곳에 판매를 집중시키는 것이었다. 브라질, 멕시코, 한국 및 러시아는 유동성 공급이 풍부했기 때문에 기대 이상의 효과가 있었다.

Lehman Brothers 사태 이후 원자재 가격 붕괴, 위험기피와 레버리지, 그리고 경기침체의 위협이 현실이라는 실감은 금융위기를 조장한 설명 변수였다. 대외적인 요인이 전부는 아니었다. 다양한 면에서 각

국 기업들은 6개월 전보다 금융사정이 취약했다. 지난 봄 각국의 기업들은 가을이 되면 기업 상황이 호전되리라는 희망 속에서 재원조달을 연기하거나 상환기간을 매우 단기적으로 하여 차입하고자 했으나, 이는 잘못된 선택이었다. 일부 국가, 주로 남미국가의 몇몇 기업들은 통화파생상품에 그릇된 방식으로 사운을 걸었다. 재정적으로나 국제수지 및 대차대조표상 취약한 상태에서 지금 신흥시장국들은 선진시장국과 유사한 재정정책을 통해, 해외차입의 채용자를 필요로 하는 국내 기업에 대해 지원하는 방안을 채택하기 시작한 것으로 나타나고 있다. 그러나 물론 그 중 일부 국가들은 훨씬 어려운 상황에 놓여 있는데, 그 이유는 미국 연준과 같은 안전망도 갖추지 못하고 있으며 자국 경제를 보다 용이하게 부양할 수 있는 견실한 국내 대차대조표나 재정상태를 이루지 못하고 있기 때문이다.

〈도표 9〉



IMF가 1년에 2회 출간하는 “세계금융안정보고서(Global Financial Stability Report)” 최근 판이 9월에 출간되었으며 인터넷에서도 볼 수

있다. <도표 9>는 금융안정 상태가 어떠한지를 나타내는 것으로, 2008년 4월과 10월의 동향을 비교·검토한 것이다. 그리고 이 도표를 6개월 후에 다시 만든다면 세계 금융안정 상태가 어떤 방향으로 바뀔 것인지에 대해 언급하고자 한다.

2008년 10월의 거시경제적 리스크는 4월보다 분명 높다. 수평축 끝부분의 시장 및 유동성 리스크는 매일 변하지만, 좋은 시절이 나쁜 시절로 이어진다는 사실만으로도 상황을 매우 위험하게 만드는 것으로 생각된다. 신용리스크도 악화되고 있다는 점에는 의심의 여지가 없는 것으로 보인다. 채무상환불이행에 대한 예측은 시장가격이나 신용평가기관, 또는 단순히 신문지상을 통해 살펴보아도 더 이상 좋아지지 않고 있으며 심중팔구 악화될 것이다. 따라서 외곽선은 더욱 바깥으로 향할 것이다. 오늘 현재의 신흥시장 리스크를 나타내기 위해 <도표 9>를 수정한다면, 최소한 본인은 신흥시장 리스크의 거미줄 선이 동북방향으로 두 눈금 정도 바깥쪽에 위치하리라 생각하며, 이러한 도표를 그려낸 IMF 동료의 능력에 상당한 자신감을 갖고 있다. 특히 금융위

<도표 10>

IMF Macroeconomic projections			
(Percent change, year over year)			
	<i>Projections</i>		
	2007	2008	2009
Advanced economies	2.6	1.4	-0.3
United States	2.0	1.4	-0.7
Euro area	2.6	1.2	-0.5
Newly Industrialized Asian economies	5.6	3.9	2.1
Emerging and developing economies	8.0	6.6	5.1
Central and eastern Europe	5.7	4.2	2.5
Brazil	5.4	5.2	3.0
China	11.9	9.7	8.5
India	9.3	7.8	6.3
Korea	5.0	4.1	2.0
Mexico	3.2	1.9	0.9
Russia	8.1	6.8	3.5

Source: IMF, *World Economic Outlook*.

기의 타격을 받고 있는 5~6개국은 IMF의 지원프로그램을 받아들여야 하는데, 이러한 국가의 숫자는 늘어날 것이다.

<도표 10>은 거시경제적 전망치를 나타낸 것으로, 워싱턴 G-20 회의가 시작되기 며칠 전에 IMF 웹사이트에 게재된 것이다. 이 수치는 IMF가 G-20 회의에 제출한 것과 동일한 것으로 IMF 간행물인 “세계 경제전망(World Economic Outlook)”의 공식 수치보다 현저히 낮다. 언론보도를 통해 알 수 있듯이, IMF가 너무 비관적이어서가 아니라 지난 몇 주 동안 전망치 하락 가능성의 위험이 있었다. <도표 10>에 의하면, 사실상 IMF는 내년도 전체기간 동안 미국 및 모든 유로국가의 평균 경제전망치가 하락할 것으로 예측하고 있는 것으로 나타난다. IMF의 최근 전망은 재정적 경기부양책이 효과를 내면서 2009년 4/4분기 경부터 침체가 풀릴 것이라는 전제를 하고 있다. 한편, 이러한 전망은 현재의 금융상태, 신용경색 진전여부, 그리고 신용시장 중개기능의 재생기간을 고려할 때 낙관적일 수도 있다.

BRICs 국가와 한국의 GDP 전망치도 <도표 10>에 나타나 있는데, 한국은 2%이나 한국 정부의 공식 예측치는 아직도 3%이다. IMF의 전망치보다 낮게 예측한 다수의 민간연구기관들은 여러분들이 아시는 바와 같다. 그러나 모든 국가에서 약화현상과, 상승이 아닌 하락의 위험이 있다는 우려가 나타나고 있다.

유동성 공급을 위해 IMF가 하고 있는 일을 간략히 검토해 보겠다. 아시다시피 미국 연준과 통화스와프 협정을 맺은 나라는 4개국뿐이다. IMF는 물론 회원국들도 통화스와프를 위한 어떤 형태의 조치가 다른 나라에도 유용하리라는 것을 알고 있다. 따라서 IMF는 여러 면으로 연준의 통화스와프 협정을 모방한다는 뜻에서 다자적인 단기유동성 지원창구(Short-Term Liquidity Facility)를 만들었지만, 여기에

는 통화스와프 체결이 특정국에 제한되는 이른바 “클럽”의 배타적 특성이 없다. 이러한 IMF의 단기유동성 지원창구는 건실한 정책을 추구하면서 전체 경제를 순탄하게 관리하기 위해 적절한 정책을 펼칠 수 있다고 평가 받는 국가들을 위한 것이다. 지원규모는 IMF 가입쿼터(quota)액의 5배까지 가능하므로, 결국 IMF에서의 투표권 및 가입쿼터 규모와 연관된다. 이 지원창구는 2회 연장이 가능한 3개월 대출이다. 그러므로 이론적으로 회원국은 IMF로부터 9개월까지는 조건 없이 차입이 가능하다. 출범한지 2개월 정도 되지만 아직 이 지원창구를 이용한 나라는 없다.

IMF의 대기성 차관은 쿼터에 비해 규모가 클 수도 있는데, 아시다시피 이는 예전부터 애용되던 대출기구인 대기성차관협정(Standby Arrangement)이다. IMF는 헝가리, 아이슬란드, 파키스탄 및 우크라이나 등 몇몇 국가와 협정체결을 위한 협상을 진행 중이다. IMF는 모든 대출창구를 검토하면서 개선의 여지가 있는 기구와, 현재 대상에서 제외되어 있지만 새로운 창구를 필요로 하는 분야, 예컨대 예방적 기구, 위기방지기구 등을 모색하고 있다. IMF에는 각 부서가 IMF를 위해 관리하는 금융안정지원프로그램(Financial Stability Assistance Program)과 같은 프로그램이 있다. IMF는 양자 및 다자간 차원에서 이 프로그램을 격상시키고 이것을 거시경제 작업에 더욱 통합시키기 위해 노력하고 있다.

또한 최근의 연례회의에서 회원국들이 IMF에게 이행을 요구했던 사안에 부응하기 위하여, IMF는 금융안정화포럼(FSF) 및 국제결제은행(BIS)과 더불어 글로벌 규제환경을 검토하고 있는 중이다. 마지막으로 IMF는 경제적 취약성과 저해적인 난제에 대한 글로벌 경고신호를 파악하고 주목하는데 노력을 배가하고 있다.

최근의 금융혼란과 세계금융시장 안정성 (II)

조 윤 제*

이번 컨퍼런스에 참여하게 된 것을 기쁘게 생각하면서 세계경제연구원과 IMF, 그리고 신한은행에 감사드리며 또한 세계경제연구원 창립 15주년을 축하드린다. 본인은 세계경제연구원이 경제 및 금융에 대한 한국 국민들과 해외전문가들 간의 상호 의견교환에 지대한 공헌을 해왔다고 생각한다. 세계경제연구원은 한국에서 이와 같은 사업들을 통해 많은 논의에 대한 자극제 역할을 해왔기 때문에 향후 15년 또한 훌륭한 성과가 있기를 기원한다. 이번 세션의 주제는 “최근의 금융혼란과 세계금융시장 안정성”에 관한 것이다. 조금 전 Blitzer 박사께서 최근의 금융혼란에 대한 윤곽을 제시한 바 있기 때문에 본인은 금융시장 안정성에 주안점을 두겠다.

약 1주일 전 미국 워싱턴에서 G-20 회의가 열려 매우 포괄적인 과제들이 논의되었다. 그러나 이러한 것들은 두 개의 일반적인 유형으로 분류될 수 있는 것으로 생각된다. 첫째는 현재의 위기에 대처함에 있어서 어떻게 공조할 것인가 하는 것이고, 둘째는 보다 굳건한 국제금융시스템을 어떻게 이루느냐 하는 것이다. 이러한 과제를 다루기 위해 G-20 회의는 내년 2/4분기 전에 다시 만나기로 합의했다. 따라서 향후 몇 달 동안에 세계경제, 국제금융과 더불어 세계 지배구조의 전환점과 시금석이 되는 중요한 방안이 몇 가지 제시될 것이다. G-20 회의에서도 도달된 결론이 “새로운 국제금융체계(a new international architecture)”라 할 수 있는 목표 달성에는 미치지 못하지만, 그 범위와 중요성이

* 서강대 교수

평가절하되어서는 안 되며 G-20 회의 과정에서 형성된 실무작업반은 구체적 현안과 결론을 제시해야 한다. 또한 G-20 지도자들의 분명한 결의와 몇 달만에 회의를 재소집하겠다는 결의는 현재의 개혁노력에 대한 원동력의 한 부분이 되고 있다.

전례 없는 금융혼란이 이어지고 있다. 27조 달러로 예상되는, 또는 세계주식시장 시가총액의 40%가 넘는 금액이 금년 초부터 10월 동안에 사라졌다. 영국 중앙은행(Bank of England)은 시장평가제로 계산된 채권 및 유가증권의 손실이 약 2.8조 달러(이는 세계적 은행들이 가진 자기자본의 85%에 해당한다.)에 이를 것으로 추산하고 있는데, 이는 IMF가 초기에 예측했던 수치의 두 배이다. 2008년 4월~10월 사이에 각국 정부 및 중앙은행은 세계 금리의 대폭적인 인하와 함께, 총체적 금융손실을 막기 위한 도매금융시장의 재원조달을 위해 8조 달러를 암묵적이면서 분명하게 공급한 바 있다.

그렇다면 지금의 금융위기를 몰고 온 원인은 무엇인가? 지금의 금융위기를 몰고 온 원인은 지난 20년 동안에 있었던 몇 가지 주요 추세로 더듬어 올라갈 수 있다. 첫째는 30억 노동인구의 시장경제 통합이다. 이로 인해 세계시장에는 저가의 상품이 넘쳐났으며 거의 20년 동안 낮은 인플레이션이 유지되었다. 둘째는 이러한 상황에 대한 통화정책 대응이다. 값싼 노동력의 세계경제 편입 효과가 서방 각국의 중앙은행들로 하여금 인플레이션이 없는 통화정책으로 완화하도록 현혹한 것이다. 세 번째 요인은 낮은 금리의 통화를 이용한 캐리 트레이드(carry trade)의 증가와 반전으로, 이러한 것이 세계 금융거래 및 흐름의 규모와 변동성을 부여했다. 네 번째 요인은 금융전문가의 등장이다. 그들은 리스크 관리를 위한 금융모델을 만들어 내어 세계금융시장을 지배하는 투자은행과 헤지펀드의 직원으로 근무했다. 낮은 금리 및 캐리 트레이드 이용, 투기와 고수익 추구는 금융혁신의 원동력이 되었다. 그리

고 통신 및 컴퓨터 분야의 발전은 “매수 후 보유(buy and hold)”하는 보수적 소규모투자자들이 가진 정보보다 월등한 실시간 정보를 이용해 동태적인 거래관계를 만들어냈다. 마지막 요인은 상품, 서비스, 자본 이동에 이르는 여타 무역 현안에서의 WTO 체제 구축에 따른 세계적인 시장규제완화 국면이다.

그리고 앞서 거론된 것들과 함께 자본계정상의 규제완화는 저축과 신흥시장국의 투자 간에 세계적 불균형을 조성하는데 일조하였으며, 신흥시장국의 막대한 외환보유고는 Fannie Mae와 Freddie Mac의 재원조달을 위한 국채매입에 투입되어 미국 내 모기지 거품을 조성했다. 또한 고령화되고 가계저축을 저하시키는 선진산업국의 인구구조와는 달리, 신흥시장국의 인구구조는 더 많은 저축을 하고자 하는 젊은 층으로 구성되어 있다. 이와 같은 세계적 저축 및 투자 불균형이 경상수지상의 엄청난 불균형을 유발했다. 이처럼 새로운 세계경제환경의 전개와 함께, 금융시장에서는 리스크에 대한 과소평가가 만연하였다. 여기에는 금융운용자가 안고 있던 리스크 단위와 양에 대한 평가절하도 포함된다.

작년 중반까지 지배적이었던 이러한 금융환경에 몇 가지 요인이 영향을 미쳤다. 첫 번째가 최초 모기지대출을 증권화하여 관련 금융파생상품으로 매각·유통되는 파생금융모델(originate and distribute)의 확산인데, 이 문제에 대해서는 자세한 설명이 필요 없을 것으로 생각된다. 이 금융모델은 신용리스크를 감시·관리하는 사람과 신용리스크를 떠안는 사람을 분리시켰다. 그래서 유통단계에 있는 증권에 대한 투자자는 최초의 모기지 대출자가 적절한 리스크 관리를 할 것으로 전제했으나 실상은 그렇지 않았다. Courtis 박사께서 언급한 바와 같이 새로운 금융상품에 대한 리스크 평가보고서를 작성하는 신용평가기관들의 능력에 대한 전적인 신뢰는 압도적이었다. 그러나 이들 기관

자체도 새로운 금융상품에 대한 리스크를 충분히 파악하지 못했으며 때로는 잘못된 평가를 내리기도 한 것으로 드러났다. 또한 일부 대형 금융기관의 레버리지 증가 및 대규모의 리스크 집중도 충분히 파악되지 못했다. 이와 같은 파생시장 거래는 본질상 주로 장외시장에서 거래가 이루어진다. 순자산 역시 매우 중요하다. 2001~2007년 기간 중에 세계에서 가장 큰 15개의 은행 및 투자은행이 금융파생상품 거래의 2/3 이상을 차지했다. 이 기간 중 이들 15개 금융기관은 대차대조표 규모를 3배로 늘리면서 레버리지를 현저하게 증가시켰다. 2007년 말 미국 5대 투자은행의 총 자산이 4.3조 달러인데 비해 자기자산은 2,003억 달러에 불과하여, 21.3배의 레버리지가 이루어졌다.

최근의 금융위기는 국내 또는 국제적으로 현행 규제 및 감독체계의 한계를 그대로 드러내고 있다. 이는 새로운 발상과 행동이 두 가지 분야에서 폭넓게 필요하다는 의미다. 개혁이라는 말이 좀 강한 표현인지 모르겠지만, 새로운 규제체계 설계와 국제금융체계 구축이 필요하다. 본인이 거론하는 이와 같은 추세는 중지되어서도 안 되고 바뀌는 것도 바람직하지 않다. 그것이 우리 시대의 추세이기 때문이다. 우리는 이러한 추세와 공존해야 한다. 그러므로 경제성장의 원동력으로서 효율적인 금융시스템을 유지하는 동시에 금융시스템의 안정성을 확보하는 것이 관건이다. 이와 관련하여 만연된 리스크 저평가를 시정하기 위한 새로운 금융규제를 설계함에 있어서 다루어져야 할 요인이 적어도 3가지가 있다. 즉 단기업적주의(shorttermism), 투명성 결여, 과도한 경기 순응적 성향이 그것이다.

단기업적주의는 항상 우리 곁에 있으며, 최근의 금융시스템은 단기간에 많은 수익을 약속하는 금융상품이나 중개인을 선호하고 있다. 금융기관은 이러한 단기 고수익 전략에 따른 압박을 받고 있다. 그리고 이와 같은 과정은 떼거리 행태로 이어져 리스크 관리는 손쉽게 부차적

인 문제가 되어버린다. 그러므로 이러한 메커니즘(mechanism)에 대응하고 투자자와 중개인의 단기적 및 장기적 이해 사이에서 균형을 달성하기 위한 올바른 유인제도를 수립할 필요가 있다. 이 문제는 여전히 논의되고 있는 중인 관계로 합의에는 이르지 못했지만 투자자보상제도의 개정을 통해 시장참여자에 대한 유인제도가 강화되어야 한다. 모든 규제제도의 향상과 정보기술의 발전에도 불구하고, 금융시스템은 리스크의 최종분산에 대한 투명성이 결여된 것으로 특징지어져 왔다. 심지어 노련한 투자자들도 적절한 리스크 평가를 하지 못하고 있으며 특정 금융기관들에 대한 규제도 부족하다. 규제당국은 구조화된 금융상품이 거래되는 시장에 대한 요구조건을 강화하고, 규제대상에서 제외되었던 금융기관과 부외거래기관의 보고서 제출의무를 강화해야 한다. 보험회사도 규제받는 것이 바람직하다는 국제적 공감대가 있는 것으로 보이지만 헤지펀드의 규제에 대해서는 견해가 나누어져, 미국과 영국은 규제에 반대하며 프랑스와 독일 규제를 찬성하고 있다.

경기순응성은 자주 거론되는 문제이다. 경기순응적 행태는 금융시스템에서 두드러지게 나타나는 현상이다. 그러나 현재의 세계금융시스템에는 경기변동을 증폭시키는 메커니즘이 있다. 은행감독에 대한 바젤(Basel)위원회에서 합의된 자기자본 협약과 법규는 경기상승시의 과도한 위험부담 행위를 억제하고 경기하강시에는 지나친 보수적 대응을 자제하도록 해야 한다.

거시경제정책에 대해 살펴보자. 금융규제제도 개혁은 필요하지만 이것만으로는 충분치 않다. 지속적인 금융안정을 위해서는 거시경제정책 그 자체가 장기적 안목을 가져야 하며 안전하고 지속적이어야 한다. 경상계정과 예산계정을 포함한 대규모 국내불균형은 반드시 피해야 하며 정책방향도 중장기적 지속성에 고정되어야 한다.

새로운 국제금융체제와 관련해서는, 보다 안정적이고 지속적인 국제금융시스템과 이에 따른 경제성장이 구축되도록 앞서 언급된 제반 문제점들을 다루는 세계적 노력이 있어야 한다. 금융규제 설계상의 개선이 필요하고 보다 효과적으로 시스템상의 리스크를 평가하는 방법이 모색되어야 한다. 그리고 거시금융정책 조정기능을 강화하여 이러한 정책들 자체가 안정을 지향하고 지속가능하도록 해야 한다. 마지막으로 효과적인 위기해소 메커니즘(위기대출 포함)이 필요하다.

최근에 브레튼우즈Ⅱ(Bretton Woods Ⅱ)라는 새로운 금융규제협약의 체 설치에 대한 여러 가지 구상이 나오고 있으나, 본인은 현재의 이해당사자들이 다음과 같은 일들을 수행하는 것이 보다 현실적이고 적절한 것으로 생각한다. 즉, IMF의 역할을 강화하고 통화스와프협정을 확대하며, 신흥시장국들의 보다 적극적인 참여를 통한 거시금융정책의 국제공조를 강화하는 것이다. G-7 국가 및 국제수지 문제가 없는 일부 주요 신흥시장국에 대한 IMF의 감시기능은 효과적이지 못했다. 그리고 국제자본시장에 대한 IMF의 감시도 시스템상의 리스크와 조기경보를 충분히 파악할 수 있을 정도로 효과적이지는 못했다.

IMF가 국제자본시장에서 보다 중요한 역할을 하도록 하기 위해서는 IMF의 재원이 더욱 확대되어야 한다. 본인은 G-20 회의가 이 점에 대해 동의한 것으로 알고 있으며, 정확하지는 않지만 대출용으로 사용 가능한 IMF의 재원은 한국 외환보유고 규모와 거의 동일한 2,500억 달러인 것으로 안다. 그리고 위기대출에 있어서 IMF의 역할이 재검토되어야 한다. 이 부분에 관해서는 더 부연하지 않겠으나, IMF가 공표한 바 있는 단기유동성 지원창구(Short-Term Liquidity Facility)에 대한 기대가 크다.

IMF에 대한 신흥시장국들의 참여가 확대되어야 한다. 2007년도에

아시아 국가들이 세계 공식외환보유고의 67%, 세계 인구의 55%, 세계 GDP의 25%를 차지했지만 IMF의 쿼터 지분은 16%밖에 되지 않았다. 이러한 것이 대략적인 예측에 불과하나 달러 및 유로화 대비 아시아 통화들의 가치가 지속적으로 개선되고 있는 아시아 내의 금융심화를 고려할 때, 향후 10년 내에 아시아 금융시장이 세계에서 가장 큰 존재가 될 수도 있다. 따라서 어느 범위까지는 IMF가 ‘그들만의 기관’이 아닌 세계 모든 사람을 위한 ‘우리의 기관’이 되어야 하며, 이는 쿼터 증액뿐만 아니라 직원 증원을 통해 대표성을 더욱 확대함으로써 이루어질 수 있을 것이다. 그렇지 않으면 지역주의가 더욱 힘을 얻게 되어 도하라운드(Doha Round)의 실패가 보여주듯이 세계는 지역주의로 회귀하는 성향을 보이게 될 것이다.

통화스와프협정에 대해 살펴보겠다. 미국 달러는 연준을 통해 기축 통화의 역할을 한다. 그러므로 ‘최종대출자(lender of last resort)’로서 연준의 역할이 미국 은행에만 국한되어서는 안 되며, 건전한 정책과 강력한 펀더멘털을 갖춘 국가들에게는 IMF의 단기유동성 지원창구처럼 쉽게 이용될 수 있도록 해야 한다. 유럽중앙은행(ECB), 영국 중앙은행(BOE), 일본 중앙은행(BOJ) 등 여타국 중앙은행들과의 통화스와프협정(국제통화를 공급하는)이 확대되어야 한다. 마지막으로 거시금융정책의 국가 간 공조 역시 확대되어야 한다. 그러므로 G-20 정상회의가 국제적인 경제운영위원회로서 정례화해야 한다는 것이 본인의 시각이다. 세계 경제는 더 이상 G-7에 의해 운영되지 않는다. G-7은 세계 무역의 39%, 세계 GDP의 55%를 차지하지만 G-20은 세계 무역의 61%, 세계 GDP의 85%를 차지하고 있다. 본인이 서두에 언급했듯이 신흥시장국은 국제협력적인 전략 없이 현재나 미래의 문제에 대응할 수 없을 것이다. 이러한 면에서 한국은 건설적인 역할을 할 수 있을 것으로 생각된다.

레버리지와 금융위기 (I)

*Mahmood Pradhan**

본인이 언급하고자 하는 이야기는 매우 솔직한 것으로, 한두 개의 상이한 해석은 앞서의 발표와 표면상 일치하지 않을 수도 있겠지만 그러한 점에 대한 설명을 할 것이다.

본인은 이번 위기가 레버리지(leverage) 때문인 부분이 큰 것으로 보고 있다. 레버리지 문제는 대부분 은행 내에 있었지 헤지펀드가 조성한 것이 아니다. 이 점에 대해 자세히 설명하겠다. 은행 내 레버리지는 신용평가기관의 역할과 상호 작용했으며, 아마 이로 인해 신용평가기관이 사안을 잘못 보는 상황으로 끌려간 것인지도 모르겠다. 그리고 왜 회복이나 위기가 오래 걸릴 가능성이 있는지에 대해서도 간략하게 언급할 것이다. 이러한 표현은 IMF가 ‘세계금융안정보고서(Global Financial Stability Report)’와 ‘세계경제전망(World Economic Outlook)’ 보고서에서 꽤 자주 사용되는 술어이다. 그래서 IMF는 무엇을 염두에 두고 위기가 오래간다거나 연장될 수 있다고 말하는지에 대한 설명도 이루어질 수 있도록 노력하겠다. 그리고 마지막으로 신홍시장에 대한 충격, 즉 신홍시장에 영향을 미칠 요인들 전체 목록이 아니라 특별히 신홍시장에 영향을 미치는 한 가지 통로(channel)를 살펴보고자 한다. 특히, 본인이 이렇듯 초점에 제한을 두는 것은 금융부문의 연계고리를 살펴자는 뜻이다. 이는 선진산업국의 생산감소와 성장연계고리(본인의 동료인 Charles Blitzer 박사가 제시한 바와 같이)가 커다란 영향이 없을 것이라는 점을 말하고자 하는 것이 아니라, 다만 금융부

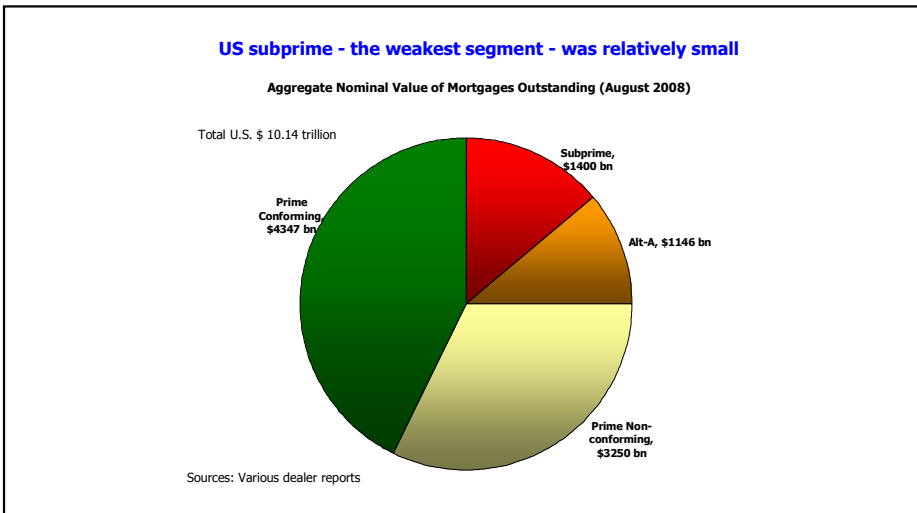
* IMF 통화자본시장국 부국장

문과의 연계에 집중하고 싶을 따름이다.

첫 번째 부분부터 살펴보자. 경제의 펀더멘털이 약화되고 있었는데 이러한 상황이 레버리지로 인해 증폭되었다. 세계 각처의 주택가격 하락을 보면 그 하락폭이 분명하게 매우 컸다. 그러나 특히 미국 및 영국 등 세계 몇몇 국가에서 주택가격 상승이 있었는데, 주택가격의 10~15% 하락이 어떻게 금융위기를 유발할 수 있었는지는 아직도 수수께끼다. 이는 앞서 Charles Blitzer 박사의 지적에 이어지는 것이다.

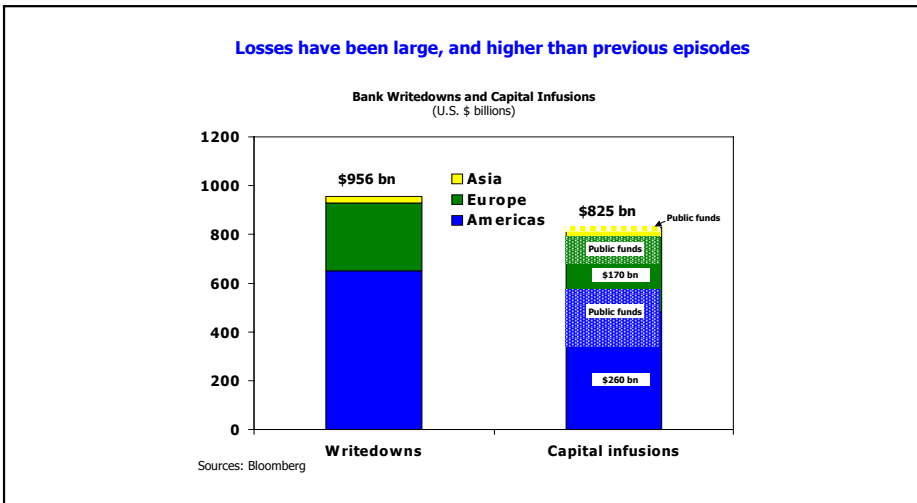
여기서의 요점은 지금 우리가 아는 바와 같이, 미국 서브프라임 부문의 대출기준이 느슨했으며 주택대출자들이 금리상승을 감당하지 못할 수도 있다는 것이다. 그러나 서브프라임 부문의 규모는 매우 작았으며, 이는 우리에게 미국 모기지 부문의 규모를 생각하게 한다(도표 1).

〈도표 1〉 Aggregate Nominal Value of Mortgages Outstanding
(August 2008)



그리고 <도표 2>는 위기가 매우 큰 규모라는 것을 나타내는 것으로, 1조 달러에 가까운 자산상각 등의 손실추계와 보고된 자료를 바탕으로 지금의 상황이 어떠한지에 대한 최신 정보이다. <도표 2>의 우측 부분은 자본이 얼마나 투입되고 있는지를 민간부문과 공공부문으로 나누어 보여주고 있다. 이는 금융위기의 심각성과 규모를 분석하기 위한 준비작업일 뿐이다.

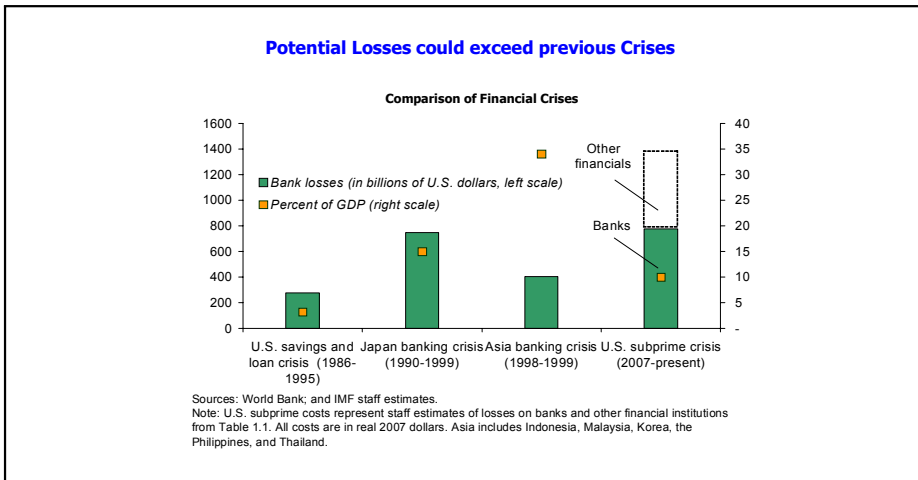
<도표 2> Bank Writedowns and Capital Infusions



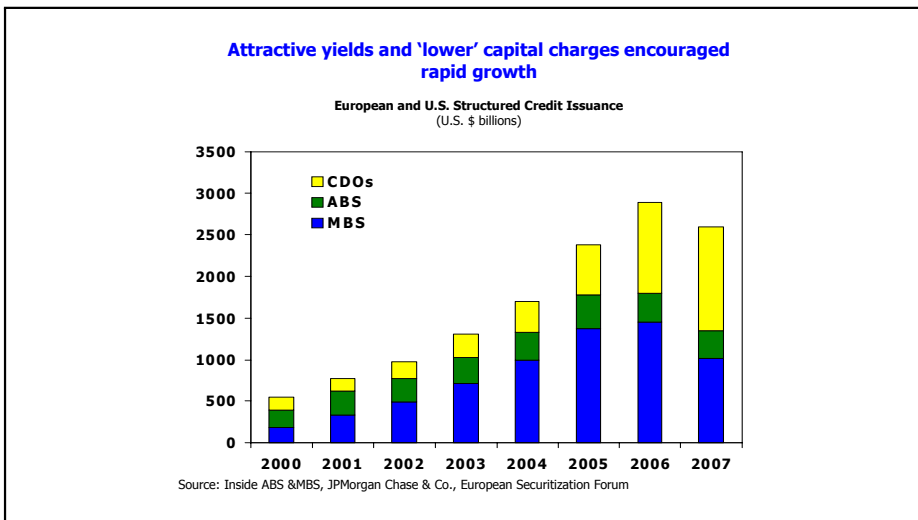
앞서의 발표에 대해 한 가지 논평을 하자면, 지난번에 발간된 ‘세계 금융안정보고서’를 통해 IMF가 추정한 1.4조 달러라는 손실규모는 미국 주택자산에 노출되어 있는 모든 종류의 펀드관리조직을 포함한 비은행 및 은행이 소유한 미국 자산에 대해 세계적 금융기관들이 손실을 입을 것이라고 예상되는 부분만을 말한 것이다. 따라서 영국 중앙은행이 인용한 2.8조 달러라는 수치는 세계적 금융기관들이 세계적 자산에 대해 입게 될 세계적 손실을 말하는 것이지 미국 자산에 대한 손실이 아니라는 점을 밝혀두고자 한다. IMF가 비슷한 수치를 추계했더라도

영국 중앙은행의 추정치와 크게 빗나가지 않았을 것이다.

〈도표 3〉Comparison of Financial Crises



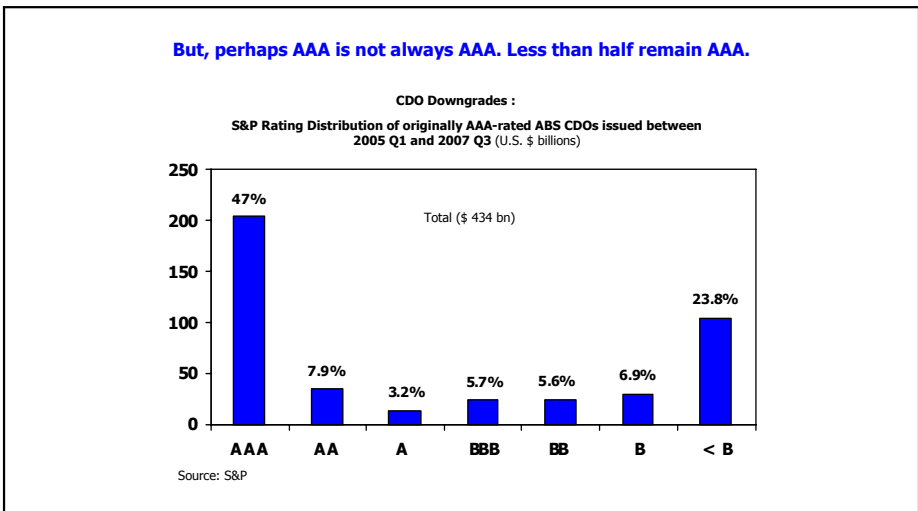
〈도표 4〉 European and U.S. Structured Credit Issuance



<도표 3>은 현재 위기의 중요성을 과거에 있었던 유사한 금융위기와 비교해본 것이다. 절대적인 수치로도 현재의 위기가 가장 큰 규모의 사건이라는 점을 알 수 있을 것이다. 미국 저축대부조합 위기, 일본의 금융위기, 그리고 아시아 금융위기와 비교해보시라. GDP 대비 아시아 금융위기는 현재의 위기인 10%보다 여전히 더 크다.

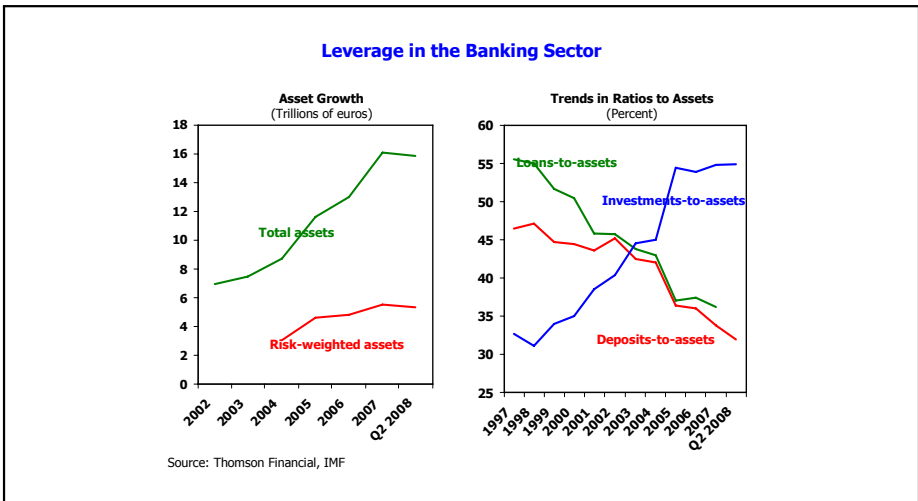
이제 본인의 발표를 시작하겠다. 앞서의 발표에서 지적된 주안점은 수익추구이다. <도표 4>는 구조화 채권(Structured Credit)의 발행가액이다. 부채담보부채권(CDO: Collateralized Debt Obligation), 자산유동화증권(ABS: Asset Backed Securities), 주택저당대출유동화증권(MBS: Mortgage Backed Securities) 등 다양한 채권의 2007년도 발행가액은 2.5조 달러 정도였다. 본인이 지적하고자 하는 것은 이러한 자산계층이 매우 급격하게 증가하여 7~8년 사이에 2.8조 달러로 증가했다는 점이다.

<도표 5> CDO Downgrades



이와 같은 자산에 어떤 일이 있는지는 <도표 5>에서 나타나는 바, 신용상위등급인 AAA 등급을 유지한 자산은 놀랍게도 절반 정도밖에 되지 않는다. AAA 등급의 수는 47%인데, 최신 자료로 수정할 경우 지금은 이보다 낮은 수준일 것이다. 지금의 신용등급을 통상적인 기업어음 신용등급과 비교한다면 이와 같은 등급하락은 사상 최고기록을 훨씬 넘어서는 것으로, AAA 등급이 50% 이하로 유지되고 있다.

<도표 6> Leverage in the Banking Sector



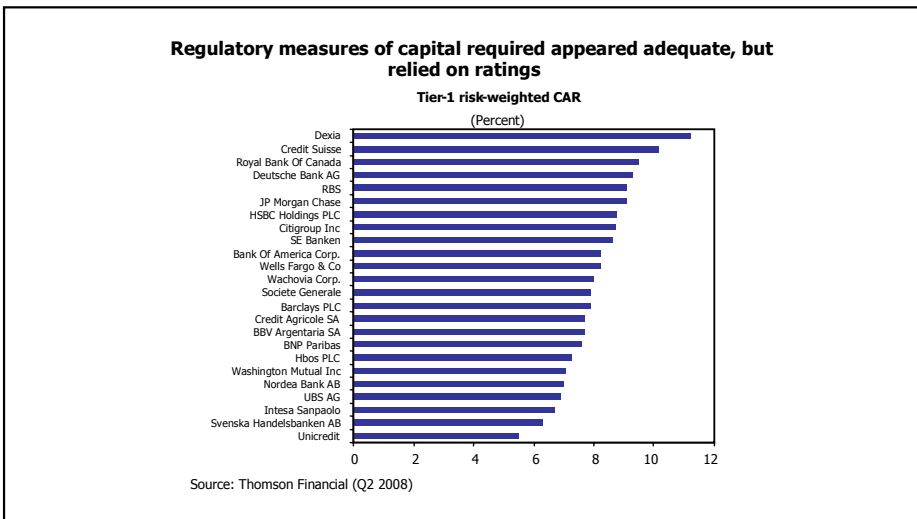
다음은 은행부문의 차입비중, 즉 레버리징과 신용평가기관의 역할이다. <도표 6>의 좌측 그래프에서 은행의 위험가중자산(risk-weighted assets)이 증가하고 있는 것으로 보이나 상당히 완만한 속도이다. 한편 총 자산의 증가는 매우 급속하다. 핵심사항은 은행이 최상위 등급인 AAA를 가진 CDO, MBS, ABS 같은 구조화 채권을 보유할 수 있었다는 것인데, 이를 뒷받침하는 자본을 그다지 많이 보유할 필요가 없었음을 의미한다.

그래서 위험이 가중된 자기자본비율(capital adequacy ratio)을 살펴보는 금융규제당국자에게 그다지 걱정스럽게 보이지 않았다. 이와 같은 자산을 위험가중의 측면에서 보지 않고 총자산 증가 면에서만 보면 은행권의 자산은 매우 빠르게 신장되고 있었다. 그러나 이는 금융규제당국의 관심사가 아니었다. 다시 말해 이는 은행을 평가하는 척도가 아니었던 것이다.

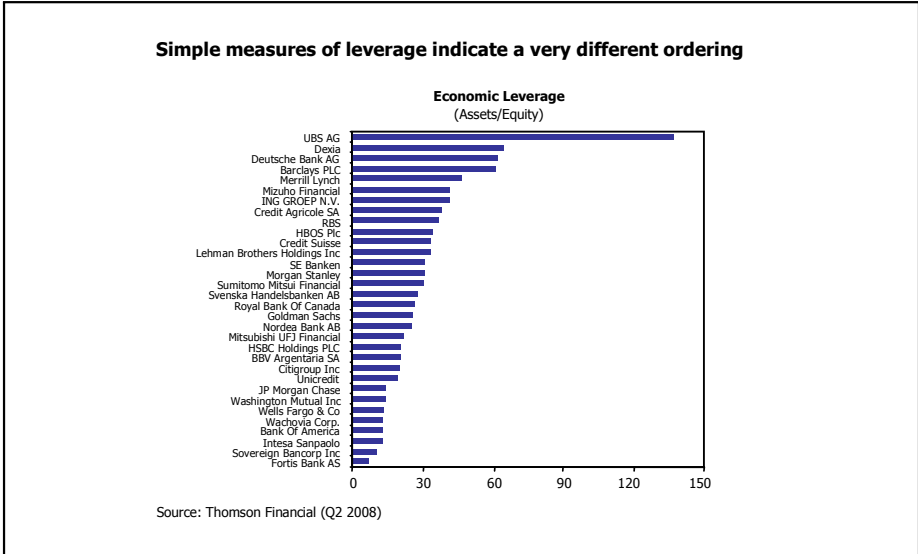
본인이 언급하고 있는 내용에 대한 사례를 들자면, 은행은 이러한 자산 매입을 위한 재원조달을 도매금융(대형 금융기관 간의 재원조달) 형태에 계속 의존하고 있었다. 즉, 자기자본 대비 예금액 비율이 감소하는 중이었던 관계로 은행은 도매금융 형태를 이용했던 것이다.

<도표 7>은 금융기관의 위험가중 자본비율을 스위스 은행인 UBS의 사례로 살펴본 것이다. 이는 다른 금융기관에도 적용된다. 이와 같은 측정방법으로 UBS의 차입비율을 살펴보면 자기자본비율에는 문

<도표 7> Risk-weighted CAR



〈도표 8〉 Economic Leverage

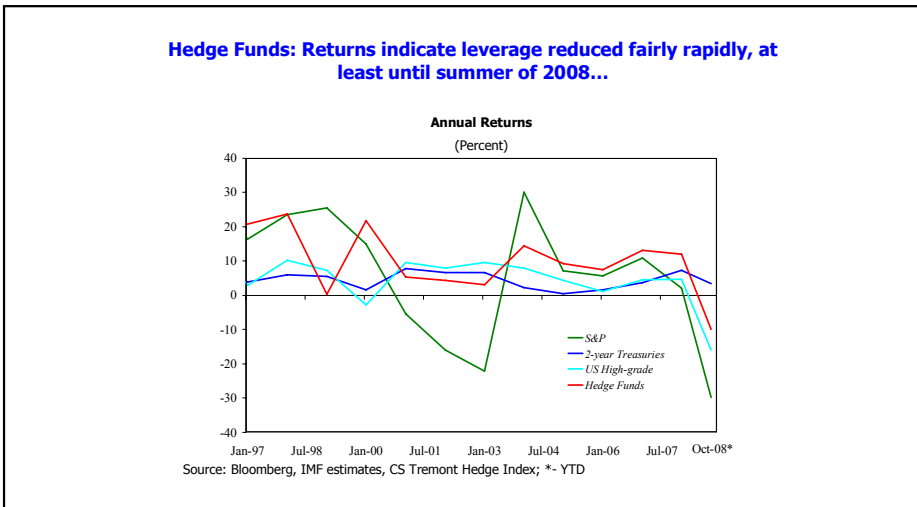


제가 없다. 위험지대 접근을 경고하는 레이더망에 잡히는 곳이 분명히 전혀 없었다. 한편 단순히 경제적 정의의 레버리지를 살펴보면(도표 8), 자기자본 대비 보유자산 비율(assets to equity)의 크기로 본 금융기관 순위는 UBS가 1위이다. 문제의 핵심은 BIS 적정자기자본비율 기준에서 검토하는 규제당국이 자기자본의 위험가중치만 살펴보았다는 것이다. 즉 그들은 보유자산의 극히 일부가 부실화되면 자본금이 날아갈 수 있음을 뜻하는 평균개념의 기본적 중요성을 파악하지 못했던 것이다.

그렇다면 이러한 것이 왜 중요한가? 신용평가기관이 구조화 채권의 안정성 검토에 사용하는 위험가중치는 앞서 제시된 바와 같이 기업 자산, 국채 등과 같은 많은 여타 자산에 대한 신용평가만큼 안정적이지 못하기 때문이다. 그러므로 은행부문의 레버리지는 주요 요소였다. 완벽을 기하기 위해, 지금까지 언급된 것들이 대차대조표상의 레버리지 개념이라는 점을 밝혀두고자 한다. 아시는 바와 같이 은행은 위기상황

을 악화시킨 기만적인 부외자산(assets off-balance sheet)을 보유하고 있었다. 레버리지의 상당부분은 부외자산에서 발생했으며, 금융위기 이전에는 18억 달러로써 미국의 은행들이 자산유동화전문계열사(SIV)나 도관체(Conduit)의 형태로 보유한 은행자산의 약 16.2%였다. 위기 이후에는 SIV나 Conduit 이름으로 보유한 부외자산은 확실히 거의 없으며 대부분이 부내자산으로 이루어져 가고 있다.

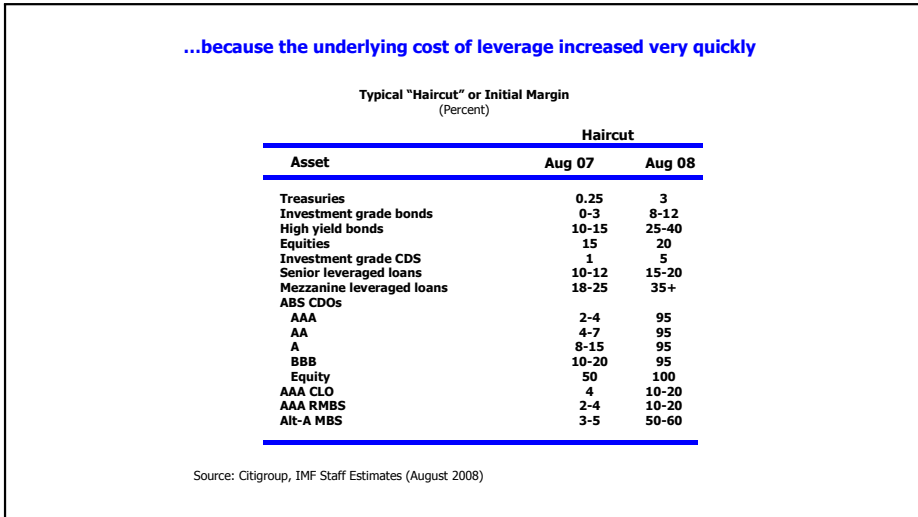
〈도표 9〉 Hedge Funds Annual Returns



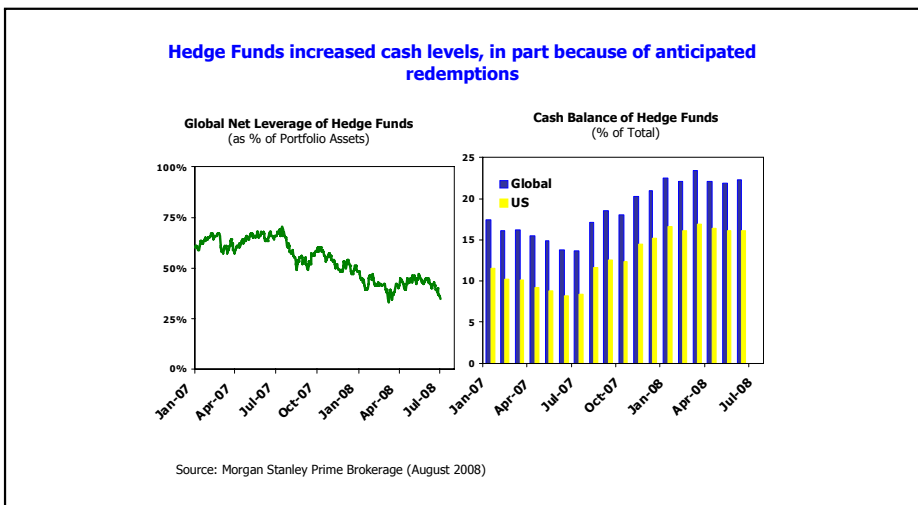
레버리지 문제가 제기될 때 헤지펀드가 흔히 용의자로 지목되고 있다. 분명한 것은 헤지펀드를 이야기할 때의 어려움이 자료부족에 있다는 점이다. 우리들 대부분은 기본적인 헤지펀드 비즈니스 모델에 익숙하다. 2008년 여름까지의 헤지펀드 수익을 보면(도표 9) 헤지펀드는 연간 수익률이 220%를 약간 웃도는 선에서 시작하고 있다. 비교를 위해 여타 금융상품의 수익률도 나타나있지만, 이는 상호 간의 수익률 크기에 대한 경쟁을 보여주기 위함이 아니라 단지 설명을 목적으로 한 것이다. 2008년 여름까지의 헤지펀드 실적이 역사적 기록에 비해

미약하지만 여타 비교대상 금융상품보다는 좋다. 그 이유는 헤지펀드가 특별히 운용 기동성이 좋아서가 아니라 비즈니스 모델 때문이다.

〈도표 10〉 Cost of Leveraged Hedge Funds



〈도표 11〉 Hedge funds' Increased Cash Levels



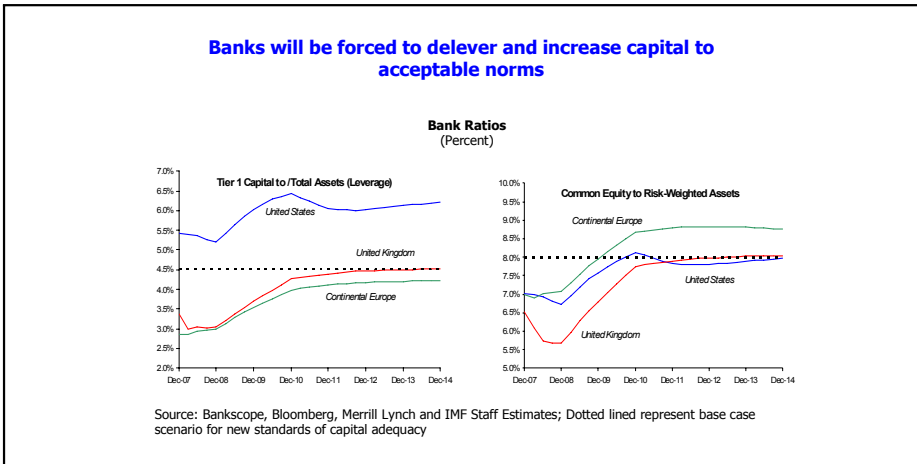
<도표 10>은 헤지펀드의 레버리지 비용이 어떠했는지는 나타낸 것이다. 여기서 보아야 할 것은 다수의 자산에 적용되는 일반 할부금이나 증권의 종류 및 위험도를 감안한 가격할인율(haircut)이다. 8월 7일과 8월 8일 동안의 할인율 추이를 비교하기 위해, 도표 중간에 있는 차입대출채권(mezzanine leveraged loan)에서부터 아래 쪽에 열거된 자산의 레버리지 비용을 보면 가격할인율이 꾸준히 증가하고 있음을 알 수 있을 것이다. 이는 헤지펀드가 레버리지를 축소할 수밖에 없었다는 의미다. 개시할인율(initial down payment)이 매우 높았던 관계로 레버리징과 디레버리징 간의 균형을 유지하려는 유인력이 취약해졌기 때문이다. 예컨대, MBS를 더 매입하기 위해서 헤지펀드에 자금투입하기를 어느 누구도 원치 않았던 것이다. 개시증거금지불액(initial margin payment)이 높았을 뿐 아니라, 가령 은행과 같은 유동성 공급자들 대부분도 자체적인 자본부족 문제 때문에 헤지펀드에 대한 유동성이나 레버리지 제공을 거부하였다. 그 결과 헤지펀드의 비즈니스 모델이 사라졌다. 헤지펀드의 투자전략을 수익 달성과 실패로 분석해보면, 거의 대부분의 실패가 채권가격 설정시의 비효율성을 이용해 투자수익을 추구하는 이른바 채권수익차익매매거래(fixed income arbitrage)시장에서 일어난다. 왜냐하면 그곳은 유동성 공급이 부족하고 레버리지 비용이 높기 때문이다.

<도표 11>은 Morgan Stanley Prime Brokerage의 자료이다. Morgan Stanley가 보유하고 있는 헤지펀드 고객은 전체 헤지펀드의 일부분에 불과하다. <도표 11>의 좌측은 현금성 자가자본 대비 운영자산 비율인 세계 순레버리지(net leverage) 감소를 나타내며, 우측은 채권상환이나 대출회수가 증가하면 즉 레버리징이 감소하면 헤지펀드의 현금 수준이 증가함을 나타낸다. 이번 위기, 심지어 이전의 위기에서도 헤지펀드 세계에서의 레버리지는 높지 않았다. 물론 영업성과가 미약할 뿐만 아니라, 아시다시피 현재 여러 가지 이유로 헤지펀드는 영업을

축소하고 있으며 대출도 회수하고 있다. 헤지펀드 수익이 2008년 여름에 중지되었다고 한 것은 본인이 여러분을 약간 속인 것이다. 2008년 여름 이후 헤지펀드의 실적은 분명히 더욱 악화되고 있으며, 이는 부분적으로 대출회수 및 헤지펀드 산업의 위축 때문이다.

매우 단순한 비교기준점의 하나로 대략적인 추산을 해보자. 이번 위기 이전에 헤지펀드는 2조 달러에 이르는 자산을 운용했으며 현재의 실적은 -20%이다. 따라서 2조 달러에서 20%를 제한 후, 여러 헤지펀드들이 추정하는 채권상환 비중인 20~30%를 제한하면 2조 달러의 자산규모를 가진 산업이 순자산가치 하락과 채권상환으로 인해 어떻게 1.2조 달러 정도의 규모로 축소되는지를 확인할 수 있다. 즉 앞서의 두 가지 요인을 바탕으로 이미 40% 정도 축소된 것으로 나타나는데, 이는 금융규제당국이 헤지펀드를 감시하기 전의 일이다.

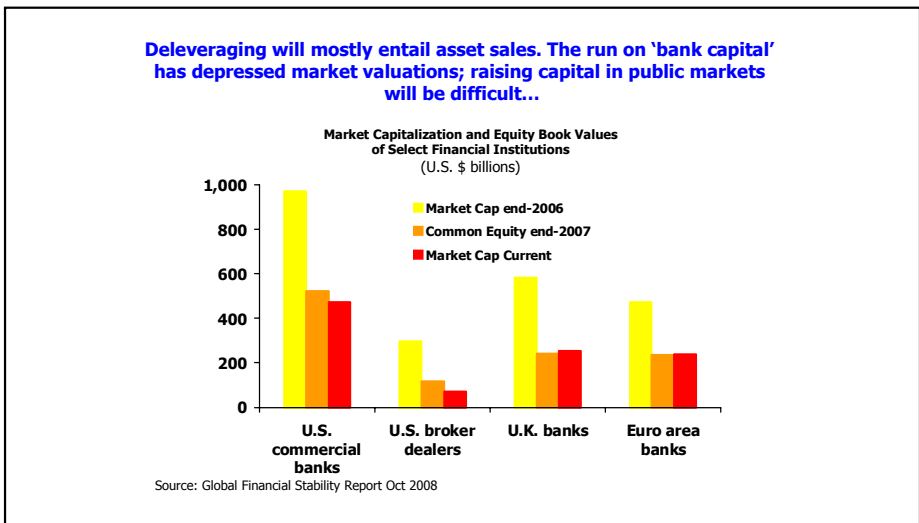
(도표 12) Bank Ratios



디레버리징이 어느 정도까지 가겠는가? 이는 금융시스템이 어떻게 회복할 것인가를 가늠하는데 있어서 매우 중요한 것으로 생각된다.

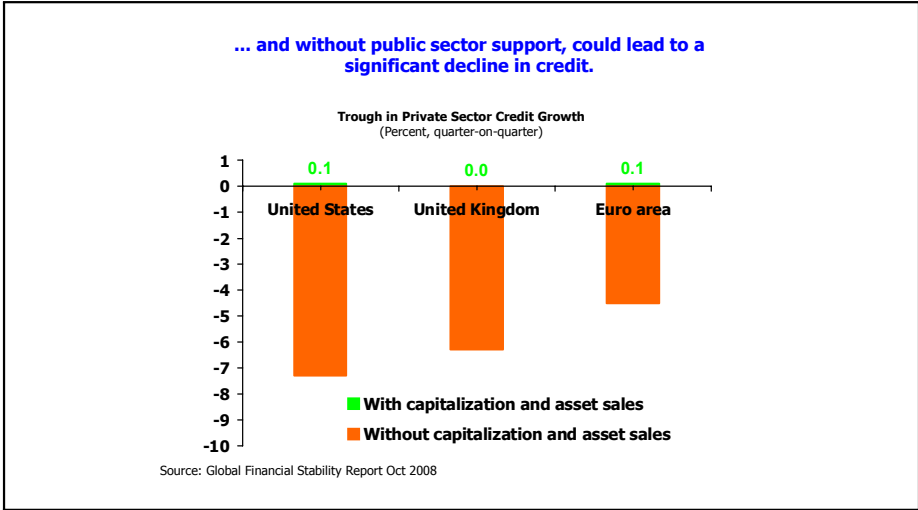
<도표 12>의 좌측 그래프는 작년(2007년) 말경 위기가 발발하면서부터의 총자산 대비 자본비율을 나타내며, 우측 그래프는 위험이 가중된 자산 대비 자기자본비율과 적정자기자본비율을 역사적 평균치와 비교하고 있다. 당장의 문제는 디레버리징이 어떻게 일어날 것인가 또는 총자산 대비 자본비율 증가가 어떻게 일어날 것인가 하는 것이다. 여기에는 두 가지 방법이 있는데, 하나는 자기자본 증가(증자)이고 다른 하나는 보유자산의 축소이다. 이러한 것이 일종의 디레버리징 페러다임이다.

<도표 13> Market Capitalization and Equity Book Values of Select Financial Institutions



세계 각처의 은행에서 일어나고 일들을 살펴보자. <도표 13>>은 2006년 말, 2007년 말, 그리고 지난주 Citibank 문제가 발생하기 전의 은행 자기자본 시가총액인데, 기본적으로 증자는 매우 어려울 것으로 나타난다. 이는 그리 놀라운 일이 아니다. 지난 몇 달 동안 민간부문에 서의 증자는 거의 없었고 대부분 공적자금 투입이었다. 따라서 증자는

<도표 14> Credit Growth Without Public Support

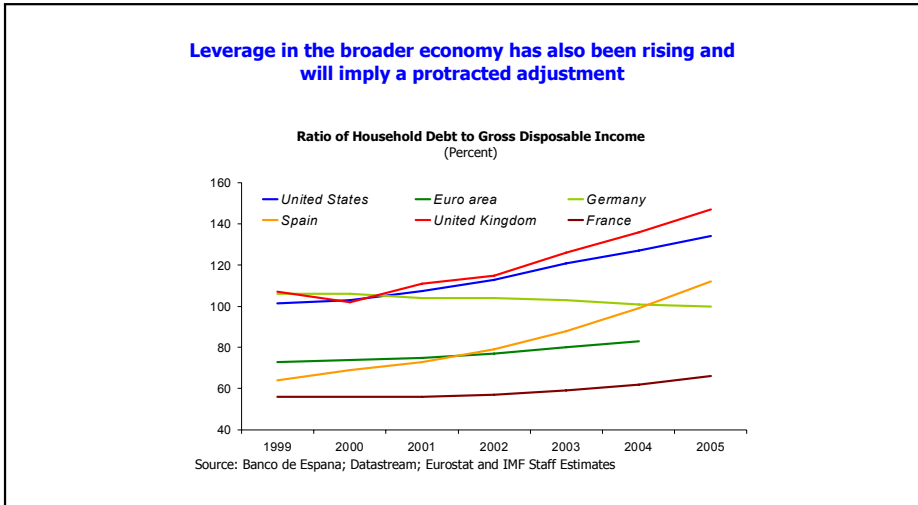


매우 어려울 것이다.

‘세계금융안정보고서’에 의거한 <도표 14>는 공공부문의 지원이 없을 경우 예상될 수 있는 각 지역의 신용증가율이다. 자본전입이나 자산매각이 없는 신용증가는 대출을 대폭 줄이도록 만들 것이다. 미국의 신용증가율은 -7%로 최악이다. 영국도 그다지 나은 것이 없고 유로지역조차도 증가율이 -4~-5%이다.

레버리지의 전체적 운곽 파악을 완결한다는 의미에서, 본인은 각 지역의 가처분소득 대비 가계부채를 살펴보고자 한다. <도표 15>에 의하면 영국과 미국의 가처분소득 대비 가계부채비율은 매우 높은 것으로 나타난다. 이는 가령 미국 주택가격의 회복이 시간이 걸릴 수도 있는 이유는 무엇인가 하는 문제로 되돌아온다. 주택가격 회복을 이끌 수 있는 것이 무엇지를 생각해보면 그중 하나가 경제적 여유(affordability)다. 경제적 여유는 주택가격과 대출비용이라는 두 가지 측면을 가지고

〈도표 15〉 Ratio of Household Debt to Gross Disposable Income



있다. 그런데 지금 주택가격이 하락하고 있어서 사람들이 보다 여유로워지고 있다. 연준의 금리인하에도 불구하고 대출비용은 줄어들고 있지 않지만 그렇다고 해서 대출비용이 상승하고 있는 것도 아니다. 그러나 가령 30년 만기 모기지대출 금리는 연준의 금리인하에도 불구하고 여전히 변동이 없다.

그러므로 경제적 여유는 주택가격 하락과 더불어 개선되겠지만 가계부문이 더 이상 부채를 감당할 수 없다는 것은 경기하강 국면의 연장이나 주택부문 회복의 지연으로 볼 수 있다는 뜻이다. 특히 영국과 미국의 경우는 레버리지 수준이 너무 높은 관계로 주택가격 회복에 오랜 시간이 걸릴 것이다. 여기서 주목해야 할 흥미로운 점은 영국의 레버리지 수준이 어느 정도로 높은가 하는 것이다. 사람들은 이번 위기가 단순히 미국의 주택부문 위기 또는 주택경기 하락이라고 생각한다. 그러나 영국이 미국보다 덜하기는 하지만 그것은 아주 조금이고, 영국도 곧 미국을 따라잡을 것이다.

〈도표 16〉 Claims on Emerging Markets of BIS Reporting Banks, June 2008

**The Impact of Deleveraging on Emerging Markets;
Reduced bank lending?**

Claims on Emerging Markets of BIS reporting banks, June 2008
(U.S. \$ billions)

Exposure	Banks in,				Total Foreign Claims
	Japan	Europe	U.K.	U.S.	
Africa & Middle East	26	483	202	42	608
Asia & Pacific	139	819	322	221	1,481
Emerging Europe	28	1588	45	63	1,745
Latin America/Caribbean	23	734	111	182	1,047
Total EM claims	217	3624	681	508	4,881
(% of Creditor country GDP)	5	27	24	4	

Source: BIS, IMF Staff Estimates

〈도표 17〉 Claims on Emerging Markets as a Proportion of Bank Assets

Claims on Emerging Markets as a proportion of Bank Assets

Exposure	Banks in,			
	Japan	Europe	U.K.	U.S.
Africa & Middle East	0.3	1.6	1.8	0.4
Asia & Pacific	1.8	2.7	2.9	2.0
Emerging Europe	0.4	5.3	0.4	0.6
Latin America/Caribbean	0.3	2.4	1.0	1.6

Source: BIS, IMF Staff Estimates

마지막으로 신흥시장에 미치는 충격을 살펴보겠다. 본인은 이 부분에 대해서 특정 통로(channel)에 주목하고자 하는데, 그 통로란 세계적 은행들의 혼란이 신흥시장에 미치는 충격 과정을 말한다.

신흥시장에 노출된 BIS 보고의무 은행들을 보자. 가장 크게 노출된 지역이 신흥유럽지역이며, 신흥유럽지역에서 가장 크게 노출된 은행은 유럽의 은행들이다. 아시아 지역에 노출된 BIS 보고의무 은행의 위험수준도 비교적 높지만 각 지역별로 한층 골고루 분산되어 있다. 신흥유럽지역이 안고 있는 문제는 이러한 노출이 매우 집중되어 있다는 것이다. 특히 염려스러운 것은 채권국 GDP 대비 비율인데, 유럽 및 영국 은행들이 안고 있는 노출비율이 대략 GDP의 24~27%라는 것이다. 이는 매우 큰 수치이다. GDP 대비 비율이 4%에 불과한 미국과 비교해보라. 따라서 Blitzer 박사께서 지적한 바와 같이 노출규모, 즉 신흥시장국에 대한 대출회수 청구금액의 규모가 얼마나 큰지를 살펴볼 수 있으며, 이러한 것이 유럽 신흥시장국이 가장 걱정스러운 지역이라고 지목되는 이유이다.

앞서의 도표가 전체적인 수치를 나타낸 반면 <도표 17>은 신흥시장에 노출된 은행자산의 비중을 나타낸 것인데, 유럽 신흥시장에 대한 서유럽 은행들의 노출도는 5.3%로 최고치이다. 아태지역의 경우는 노출도가 각기 다른 지역 은행들로 비교적 고르게 균형 잡혀 있다. 유의할 점은 은행의 자회사와 지점이 혼재되는 경우도 있을 수 있으므로 이 자료가 완벽하지 않다는 점이다. 그럼에도 이러한 자료를 제시하는 이유는 문제의 핵심이 서방세계의 금융시스템에 있기 때문이며, 이러한 문제가 신흥시장에 금융위기가 전이될 수 있는 한 가지 통로이기 때문이다. 신흥시장에 노출된 서유럽 은행들은 자본을 보충해야 하는 관계로 대출을 회수 및 삭감해야 한다. 서유럽 은행들은 증자에 어려움을 안고 있으며, 이는 자산매각이나 노출도 축소를 통해 디레버리징이 발생하기 쉽다는 의미다.

마무리하자면, 오늘 우리가 논의하고 있는 내용은 디레버리징이 오래 갈 수도 있다는 것이다. 그리고 이러한 것이 자산매각을 통해 이루

어질 것이며, 신용증가율에 마이너스(-)적 영향을 미치게 된다는 것이다. 그리하여 이것이 은행시스템에 충격을 받은 국가뿐만 아니라 세계 대부분의 지역에 영향을 미치리라는 것이다. 아이슬란드 은행의 파산이 이탈리아 은행에 미치고 있는 영향을 우리는 이미 목격한 바 있다. 따라서 우리가 우려해야 될 사안은 금융부문의 위험노출도이다.

레버리지와 금융위기 (II)

김 영 도*

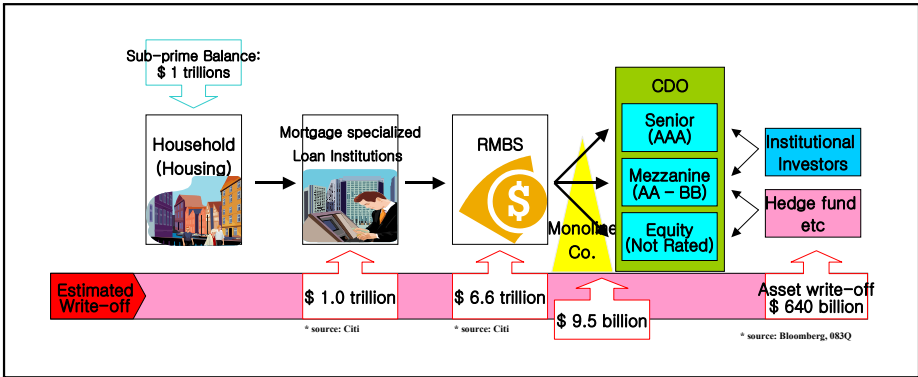
본인은 다른 발표자들께서 이미 거론한 바 있는 금융위기의 제반 요인에 대한 논의로 시작하여 레버리지 효과, 그리고 한국에 대한 시사점 등 세 가지 부문을 살펴보고자 한다.

미국 금융위기는 2006년 말 이후의 주택가격 하락으로 촉발되어 세계금융시장으로 확산되고 있으며, 지금은 실물부문까지 위협하고 있다. 그렇다면 세계금융위기의 요인은 무엇인가? 이에 대해서는 앞서 다른 발표자들께서 언급한 바 있지만 본인은 네 가지를 들고 싶다. 즉 저금리, 느슨한 대출심사기준, 자산유동화와 높은 레버리지, 마지막으로 감시 및 규제 부재가 그것이다. 네 번째인 마지막 과제는 너무 복잡하기 때문에 언급을 피하고자 하며, 따라서 세 가지에 대해서만 검토하겠다.

2000년 이후의 금리추이를 보면, 모기지 금리가 1990년대에는 8.1% 였던데 비해 6.4%였다. 또한 모기지 대출의 추이를 살펴보면 alt-A 등급 및 서브프라임 모기지 대출이 2004~2006년 사이에 증가했다. 이러한 것이 세계금융위기의 요인으로 기여했다. 미국 주택모기지 수지추이 면에서는 일반은행 및 저축은행과 같은 예금취급기관의 모기지 보유 규모가 3조 달러에 불과했다. 이는 ABS 발행업체, 정부지원기관(GSE: Government Sponsored Enterprises) 등을 통해 재원이 조달되는 금융기관의 모기지대출 보유총액인 7조 달러보다 훨씬 적은 규모다.

* 한국금융연구원 연구위원

〈도표 1〉 Complex of Securitization



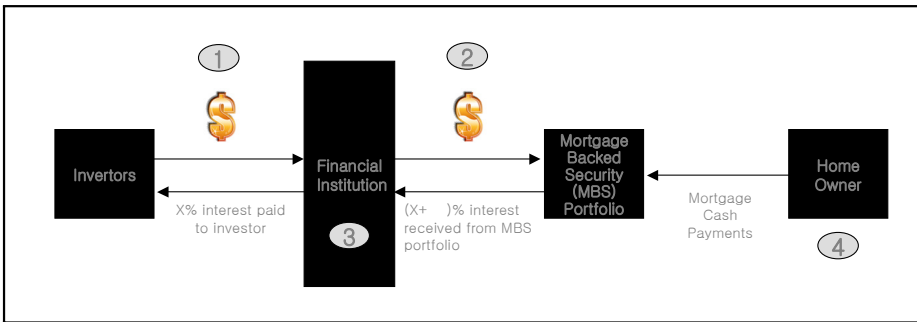
세계금융위기 요인 중 하나인 자산유동화 문제를 살펴보자. <도표 1>은 모기지대출의 연체금리가 낮은 호기에 우리가 어떻게 유동화할 수 있는지는 나타내는 것이다. 이 경우 신용등급이 낮은 CDO와 기초자산에 대한 수요가 증가하게 되고, 이것이 모기지대출 증가, 주택가격 상승, 기초자산에 대한 수요증가로 이어짐으로써 자산유동화가 다시 증가하게 된다. 호기에는 이러한 선순환이 이루어진다.

그러나 요즘은 대다수의 금융기관들이 많은 단기성 부채와 레버리지를 안고 있다. 투자은행의 레버리지 비율(자기자본 대비 총자산 또는 총부채)이 30~50배로 급등했는데, 이는 단기성 부채, 공매도, 담보부 차입, 캐리 트레이드(carry trade 등) 차입 증가 때문이다. 그리고 주택대출의 체납과 유동성 위기 등으로 상황이 변하자 악순환이 시작된 것이다.

2006년부터 주택가격 하락, 주택대출 체납, MBS 및 파생금융상품의 가치하락, 신용금융상품의 손실, 금융기업들의 유동성 부족, 자산매각, 대차대조표상의 자산가치 하락, 금융기업 간의 상호불신 등이 나타났으며 이 모든 것들이 금융경색을 악화시켰다. 미국 주택가격 지

수가 2006년을 정점으로 하락했으며, 2006년 이후부터는 연체요율과 압류율(attachment rate)이 모두 급격히 증가했다. 미국 주택시장에 거품이 있었다. 이러한 형태의 주택시장 거품은 과도한 주택채고량 등 몇 가지 문제를 안고 있기 때문에, 주택가격이 하락하면서 모든 것이 악화되기 시작했다.

<도표 2> How Investment Banks Are Leveraged?



레버리지 효과를 살펴보자. 투자은행이 레버리지를 하는 이유는 무엇인가? <도표 2>에서 ①과 ② 형태의 거래에서 금융기관(③)은 위와 같은 방식으로 투자된 모든 달러에 대해 X%의 위험가중 금리를 얻는다. 그러므로 할 수 있는 최대로 차입하여 투자하고자 하는 유인이 존재하는데, 이러한 것이 이른바 ‘레버리징’이다. 예를 들면 Freddie Mae (연방주택금융저당회사)은 자기 순 가치의 거의 70배를 레버리지한 바 있다.

레버리지는 기업의 부담을 측정하는 지표로써 레버리지 비율이 높을수록 리스크가 크다. 이러한 레버리지 비율은 총부채를 자본으로 나누어 산출된다. 2003~2007년 동안에 주요 금융기관 모두가 레버리지 비율이 대폭 상승했다.

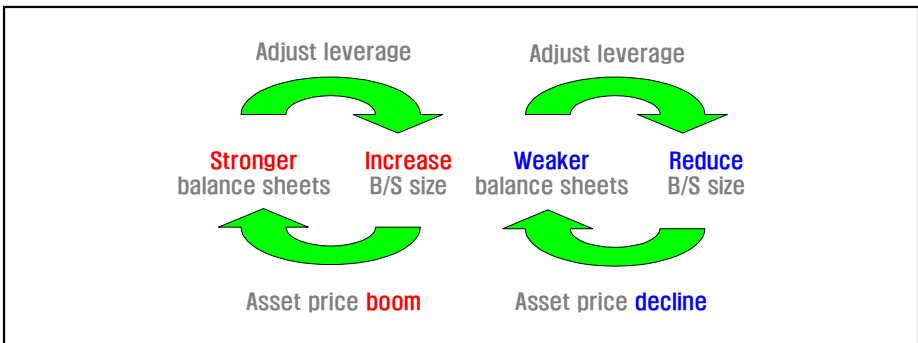
흔히 가계는 자산가격 변화를 자신의 대차대조표에 크게 반영하지 않으려는 성향이 있다. 가계의 경우 레버리지 변화와 대차대조표 규모 변화 간에는 반비례적인 관계가 있다. 가계는 자체 레버리지 비율을 적극적으로 관리하지 않기 때문이다. 이에 대한 근거를 든다면 미국 가계의 총자산과 레버리지 사이가 실제로 반비례적인 관계이다.

그렇다면 금융기관은 어떠한가? 금융기관들은 대차대조표를 적극적으로 관리했다. 따라서 금융기관들이 자체 대차대조표를 바젤(Basel) 적정자기자본비율 요구조건에 맞도록 조정한다면 경기순응적인 레버리지가 나타날 수도 있다. 금융기관이 위험에 노출된 총자본에 대응하기 위한 자기자본의 산출공식은 다음과 같다.

$$\text{자기자본}(E) = V \times \text{자산}(A)$$

여기서 V는 금융기관 보유 자산에 대한 달러 당 리스크로 측정된 것이다. 그러면 레버리지와 V 사이에는 반비례적인 관계가 존재하게 된다. 일반적으로 V는 호황기에는 낮고 불황기에는 높다(경기대응적이다). 경기순응적인 레버리지는 경기대응적 리스크 V로부터 곧바로 나온다. 그래서 레버리지가 경기순응적인 것이다.

〈도표 3〉 Pro-Cyclical Leverage and Amplification



이와 같은 형태의 경기순응성이 있으면 <도표 3>에서처럼 경기 상승이나 하락은 쉽게 확대될 수 있다. 이에 더하여 피드백(feedback)의 가능성까지 있다면 레버리지와 자산가격 변화에 대한 조정은 금융경기 순환을 확대하는데 서로 힘이 될 것이다. 자산가격이 상승국면에 있게 되면 대차대조표가 튼튼해져 금융기관들이 자체 레버리지를 상향조정할 것이다. 그리고 이에 따라 대차대조표 규모가 증가하면서 자산가격의 호황기로 이어질 것이다. 이러한 경기순환은 자산가격 하락 시에도 마찬가지로, 자산가격이 하락하면 대차대조표가 부실해지면서 그 규모가 축소되어 레버리지가 하향조정된다. 일반은행들은 레버리지와 자산가격 사이에서 정비례적인 관계를 나타내지 않으려고 하는 성향을 보이지만, 이와 반대로 증권 거래인 및 중개인들은 정비례적인 관계를 분명히 나타낸다.

마지막으로 한국의 당면과제를 살펴보겠다. 한국의 가계부문에는 자산가격과 레버리지 간의 관계와 관련된 흥미로운 측면이 있는데, 1975~2005년 동안에는 자산가격과 레버리지 사이에 반비례적인 관계가 없었다는 점이다. 하지만 최근 가계부문에서 자산가격과 레버리지 간의 반비례적 관계가 보다 많이 나타난다. 이는 미국 가계부문에서 나타나고 있는 현상과 유사하다. 그리고 미국의 일반은행이나 증권회사 같은 금융중개업 부문에서 자산가격과 레버리지 간에 반비례적인 관계가 없는 것도 한국과 유사하다. 그러므로 한국 내의 레버리지 변화는 미국처럼 오히려 경기순응적이다.

끝으로, 이 모든 것들은 한국에 대해 중요한 두 가지 정책적 함축성을 갖는다. 최근의 경제위기는 쉽게 확산될 가능성이 있기 때문에, 정책적인 면에서 한국은 선제적 대응책이 필요하다. 첫째, 미국 및 유럽의 정책당국들이 위기 초기에 리스크의 원인과 규모를 파악하지 못했기 때문에 서브프라임 위기가 진행되는 동안에 어려움이 있었다는 점

이다. 둘째, 한국은 경기대응적 금융정책과 시장여건을 감안하는 규제 제도를 위한 대안책을 개발할 필요가 있다. 거품형성을 방지하기 위해서는 시장여건을 반영하는 경기대응적 규제조치가 필요하다. 경기호황시에도 과도한 신용팽창을 억제하기 위해서는 담보가치에 대한 비선형적 신용할당제 도입이 고려되어야 한다. 또한 담보가치에 대한 신용한도액을 호황기에는 축소하고 경기침체기에는 증가시키는 정책 설계도 필요하다. 예컨대, 모기지대출 규모를 주택가격지수와 반비례되도록 결정하는 방식이다. 한국은 호황기에 담보물의 가치가 상승하면 신용한도액 증가를 둔화시킬 필요가 있다.

앞으로 한국은 파생금융상품과 더불어 전통적 거시경제변수에 대한 감시를 통해 미래의 기대치와 사태에 대한 확률밀도를 고려해야 한다. 즉, 파생금융상품의 가격변동에서 정보를 추출하고, 전통적인 금융상품보다는 레버리지 효과가 큰 파생금융상품의 동태를 주의 깊게 감시해야 된다는 뜻이다.

세계금융위기가 한국, 아시아 및 국제금융계에 주는 함의 (I)

– 아시아에 미친 세계금융위기의 충격과 정책 대응 –

*Cheng Hoon Lim**

본인은 몇 주 전에 게재된 “IMF의 복귀를 환영한다.”는 제하의 금융 일간지 기사를 가지고 여러분과 의견을 나누고자 한다. 앞서 Kenneth Courtis 박사님과 조운제 박사님의 매우 고무적인 언급에도 불구하고 이처럼 IMF에 대한 따뜻한 느낌은 매우 드문 것으로, IMF에 대한 긍정적인 느낌을 여러분과 함께 나누고 싶을 따름이다. IMF가 다시 가치 있는 기구가 된 것이 매우 기쁘기는 하지만 IMF가 재조명을 받게 된 것이 다른 상황이었더라면 하는 바람이다.

느낌에 관한 문제야 어찌되었던 오늘 본인은 발표는 세 부분으로 구성된다. 첫 부분은 아시아 지역에 미친 세계적 위기의 충격에 관한 것이다. 그리고 두 번째 부분은 역내 다른 국가들에 비해 한국이 위기의 전염효과를 더 크게 받는 원인에 관한 문제 제기이며, 세 번째로는 한국에 대한 사전(事前)적 교훈을 추출하고자 한다. 첫 부분을 위해 7개의 도표를 준비했지만 Charles Blitzer 부국장님을 비롯한 다른 발표자들이 이미 다루었기 때문에 설명을 빨리 진행하도록 하겠다.

우선, 주식시장이 크게 악화되었음은 아시는 바와 같다. 그리고 최악은 아니지만 한국이 가장 심각한 영향을 받은 국가에 속한다. 2008년

* 국제통화기금(IMF) 자문관

도 초 이후 KOSPI 지수가 누적적으로 50% 하락했다. 시가총액 손실이 4조 달러에 이르는 엄청난 규모인데, 이는 2007년도 GDP의 약 25% 수준이다. 둘째, 아시아 지역 대부분의 중앙은행들이 정책금리를 인하하여 시장에 상당한 규모의 유동성을 공급함에도 불구하고 유동성 상황이 경색되고 있다. 그래서 한국은 다시 한 번 심각한 충격을 받은 국가 중 하나가 되고 있다. 셋째, 거래상대방 및 유동성 리스크가 점증하면서 위험기피행위가 증가하고 있다. 그러므로 투자자들이 안전지역의 채권을 구입하는 쪽으로 방향을 바꿈에 따라 채원조달상의 리스크도 상승하고 있다. 넷째, 엔화와 위안화를 제외한 아시아 통화 가치가 상당한 압력하에 놓여 있다. 한국의 원화는 2008년도 초 이래 약 40%에 이르는 누적적 하락을 기록함으로써 아시아 통화들 중에 가장 급속한 하락세를 보이고 있다. 선물금리도 계속 하락하고 있는 것으로 나타난다. 다섯째, 국가신용리스크와 기업부문 리스크도 증가했다. 신용부도스왑(CDS) 스프레드도 급격히 상승하여 한국은 또 한번 가장 영향을 많이 받은 국가군에 속하게 된다. 마지막으로 아시아 전역 은행부문의 리스크도 상승하고 있다. 아시아 지역 대형은행들을 표본으로 살펴보면, 아직 미국의 은행들에 비해 낮지만 지난 몇 달 동안 아시아 및 한국의 예상디폴트확률(expected default frequency)이 뚜렷한 증가세를 보이고 있다. 오늘 본인의 발표는 이러한 측면에서 진행되겠다.

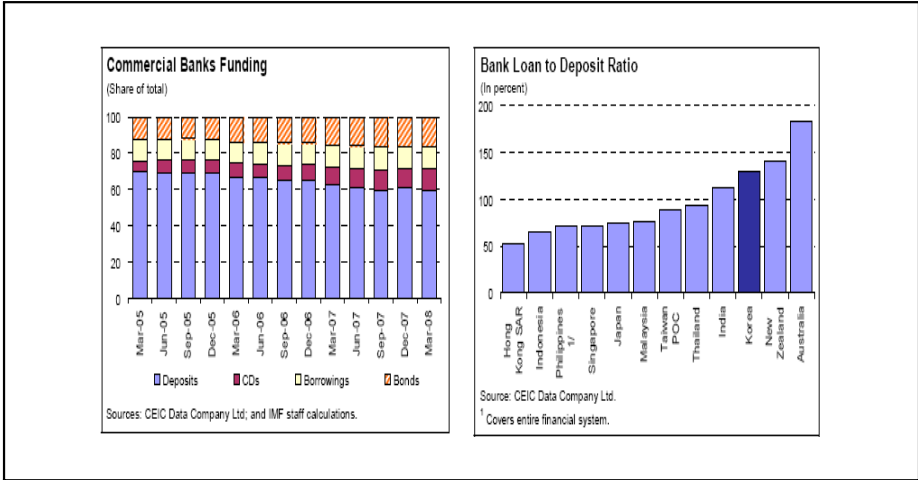
한국이 세계금융위기의 충격을 가장 크게 받는 국가에 속하게 된 이유는 무엇인가? 아시는 바와 같이 한국에서 자금이 급속하게 이탈하고 있는데 외국인의 주식 순매도 규모가 300~350억 달러에 달한다. 이는 1990년도 말 아시아 금융위기 이후 단일 자금이탈 건으로서는 최대 규모이다. 실제로 외국인의 주식 순매도는 2008년 10월 Lehman Brothers사 파산 이후 급격히 증가했다.

지난 주 본인은 미국 워싱턴DC에 있는 국제금융연합회(International Institute of Finance)에서 사공일 국가경쟁력강화위원회 위원장님의 강연을 들을 수 있는 기회가 있었다. 사공 위원장께서는 두 가지 요인 때문에 한국이 다른 국가들보다 위기의 영향을 더 받는 것으로 생각된다고 하셨다. 첫째, 한국 주식시장의 약 50%를 외국인이 소유할 정도로 한국 금융시스템이 크게 개방적이라는 것이다. 그래서 2008년에 외국인 투자자들이 신흥시장에서 대규모 이탈했을 당시, 금융시스템이 외부와 좀 더 격리된 여타 경제권보다 한국이 받은 손실이 더 컸다는 것이다. 본인은 사공 위원장님의 말씀이 절대적으로 옳다고 생각한다. 그러나 무엇이 외국인 투자자들이 이탈하도록 만든 것인가? 이 두 번째 요인에 대해서도 사공 위원장께서 지적하셨다. 즉, 아시아 외환위기 때문에 아직도 많은 외국인 투자자들이 한국에 대한 심리적 편견을 가지고 있는 관계로 상식이 아닌 우려에 좌우되었다는 것이다. 그렇다면 이러한 우려를 자아내는 것은 무엇인가? 투자자들은 무엇을 우려하는 것일까?

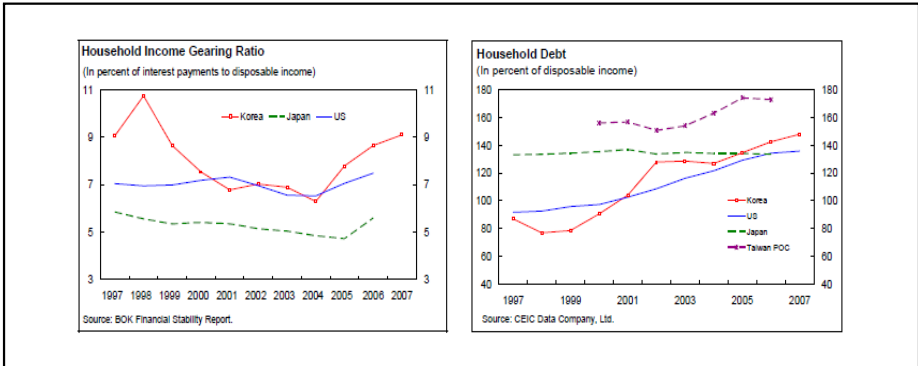
투자자들이 우려하는 것은 네 가지 사항이다.

- 세계적 신용경색으로 은행권이 보유하고 있는 단기성 대외부채와 만기도래 외화부채의 상환이 불가능해질 위험.
- 금융기관 간의 대형자금조달에 대한 의존도 및 은행을 유동성 충격에 더욱 취약하게 만드는 높은 예대율(loan-to-deposit ratio). 회사채 시장의 경색과 한국의 은행들이 겪고 있는 달러화 재원조달의 어려움.
- 앞서 김영도 박사께서 지적한 바 있는, 한국 부동산 가격이 하락하기 시작할 당시 가계부문 및 중소기업의 높은 레버리지.
- 수출약세를 동반한 성장률 둔화 전망과 함께, 2007년 12월부터 2008년도 3/4분기까지 지속된 소규모 경상수지 적자 및 인플레이션을 상승 등 경제 기본여건 악화.

<도표 1> Commercial Banks Funding and Bank Loan to Deposit Ratio



<도표 2> Household Income and Household Debt



이러한 사항을 차례로 살펴보도록 하겠다.

외채, 특히 단기성 외채가 증가하고 있다. 2008년도 6월말 외채총액은 4,200억 달러이다. 그 중 1,760억 달러가 단기성 외채인데 절반 정도를 은행권이 보유하고 있다. 더욱이 <도표 1>의 왼쪽 그래프에서 볼 수 있듯이 채원의 30%가 지금은 근본적으로 기능이 마비된 대형

금융기관간의 자금시장에서 조달되고 있다. 그리고 오른 쪽 그래프에서 나타나듯이 한국은 100%가 넘는 예대율을 가짐으로써, 이 지역에서 호주와 뉴질랜드 다음으로 예대율이 높은 국가이다.

한국의 가계부문은 여타 국가들에 비해 레버리지 비율이 높다. <도표 2>의 가계 가처분소득 대비 지급이자 비율(gearing ratio)을 보면 일본은 5, 미국은 7인데 비해 한국은 약 9이다. <도표 2>의 오른 쪽 그래프의 가계부채에서는 한국의 가계부채가 미국이나 일본보다 높다. 한국보다 높은 나라는 대만뿐이다. 아시아 외환위기 동안에는 재벌의 높은 레버리지가 정책과제였지만, 최고 상위권 기업들의 자기 자본 대비 부채비율(debt-to-equity ratio)은 견실한 수익성과 기업성장 재원 조달을 위한 사내 수익금의 활용으로 인해 지난 10년간 급격히 감소한 상태이다. 지금 우려되는 것은 한국의 은행권이 경기침체 상황에서 가계 및 중소기업 부채로 인한 신용리스크에 노출될 수 있다는 것이다.

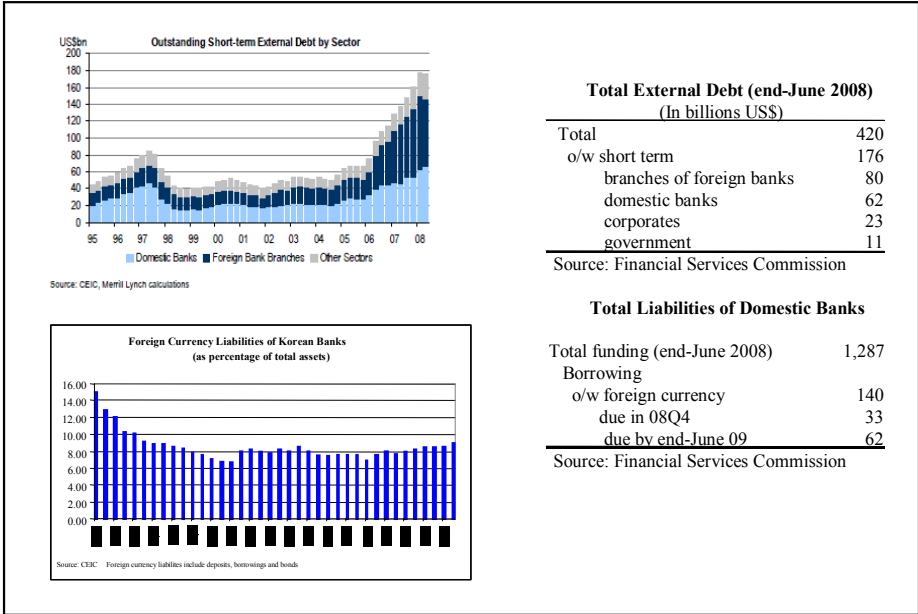
그리고 마지막으로 투자자들이 우려하는 것은 거시경제 전망이다. 오늘날 인플레이션은 큰 문제가 아니다. 역사적 기준으로 볼 때는 비교적 높지만 인플레이션율은 하락하고 있다. 매우 암울하게 나타나는 것은 성장전망이다. 특히 예측되고 있는 세계 성장의 둔화가 당초 기대했던 것보다 깊다면 더욱 그러하다. 예상보다 더 큰 폭의 원화가치 하락이 많은 수출기업들의 우려를 자아내고 있으며 수출대금에 대해서도 과도하게 헤징을 하면서 많은 손실을 보고 있다. Fitch의 보고서에 따르면, 2008년 말경 519개 기업들이 달러 당 1,050원일 당시 체결한 선물계약 때문에 1.5조원(약 15억 달러)에 이르는 외화손실을 기록했다고 한다. 지금의 원/달러 환율은 1,400원이므로 손실이 더욱 커졌을 것이며, 이러한 것이 은행권에 직접적인 영향을 미치는 기업도산으로 이어질 수도 있다.

실제로 Consensus Forecast의 자료를 보면 경제성장률 예측이 지난 12월의 4.9%에서 지금은 4.2%로 꾸준히 하락하고 있다. 또한 경상수지 적자도 흑자에서 적자로 이동하고 있는 것으로 나타난다. 한국 경제에 미치는 위기의 충격에 대한 이와 같은 Consensus Forecast의 자료는 사실 한 발 늦은 것인지는 모른다. Charlie Blitzer 부국장께서 이미 언급한 바와 같이, 분석가들의 전망치 중 가장 극단적인 UBS의 예측에 의하면 2009년도 한국의 경제성장률이 -3%로 위축될 것이라고 한다. 다른 경제분석가들은 1.5~2%로 전망하고 있다. 지금 Fitch, Moodys, S&P 등과 같은 신용평가기관들은 이와 같이 고조된 리스크 전망과 악화되고 있는 거시경제적 상황을 반영하여 한국의 일부 은행에 대한 신용평가를 부정적인 관찰대상으로 분류하고 있다.

그런데 이러한 우려가 진정 근거 있는 것인가? 혹시 그들이 과장하고 있는 것은 아닌가? 한 가지 사실은 2008년도 4/4분기에 적자를 이루리라는 경상수지가 원자재 가격 하락과 함께 개선됨으로써, 시장의 예측과는 달리 흑자를 기대할 수 있다고 사공일 위원장께서 지난주의 강연을 통해 언급했다는 점이다. 그리고 한국의 주택가격 대비 대출비율(*loan to value ratio*)이 약 50%로 보수적이라는 점을 감안하면 은행 또한 주택시장 하락에 그다지 취약하지 않다고 한다. 마지막은 한국 정책당국이 계속 강조하는 견해로, 외환보유고가 은행권의 단기성 부채를 보전할 수 있을 정도로 충분하다는 것이다. 본인은 핵심사항인 제일 마지막 논제에 대해 언급해보고자 한다.

<도표 3>의 우측 표를 보면 총 1,760억 달러의 단기성 부채 가운데 외국은행 지점이 800억 달러로 큰 몫을 차지하고 있다. 단기성 부채의 최근 증가분 역시, <도표 3>의 좌측 그래프에서 나타나듯이 외국은행 지점에 의해 대부분 초래되고 있다. 그리고 국내은행이 620억 달러, 기업체가 230억 달러, 나머진 110억 달러가 정부 몫이다. 그렇다면

〈도표 3〉 External Liabilities of Foreign Banks



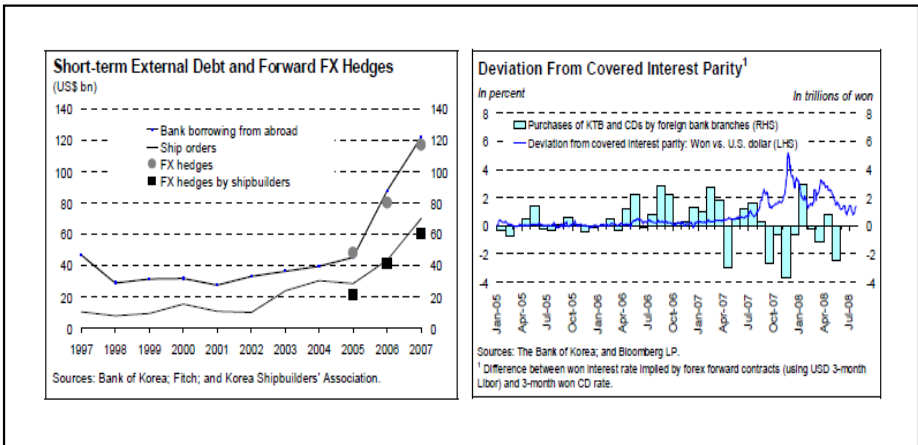
이것이 무엇을 의미하는가?

이는 외국은행 지점이 외화부채 상환연장에 어려움을 겪게 될 경우 현금결제를 해야 하는 곳이 한국 정부가 아니라는 뜻이다. 본국에 있는 외국은행의 모(母) 은행이 현금을 결제해야 한다. 이는 시장이 망각하고 있는 중요한 사실로, 반드시 명심해야 할 부분이다.

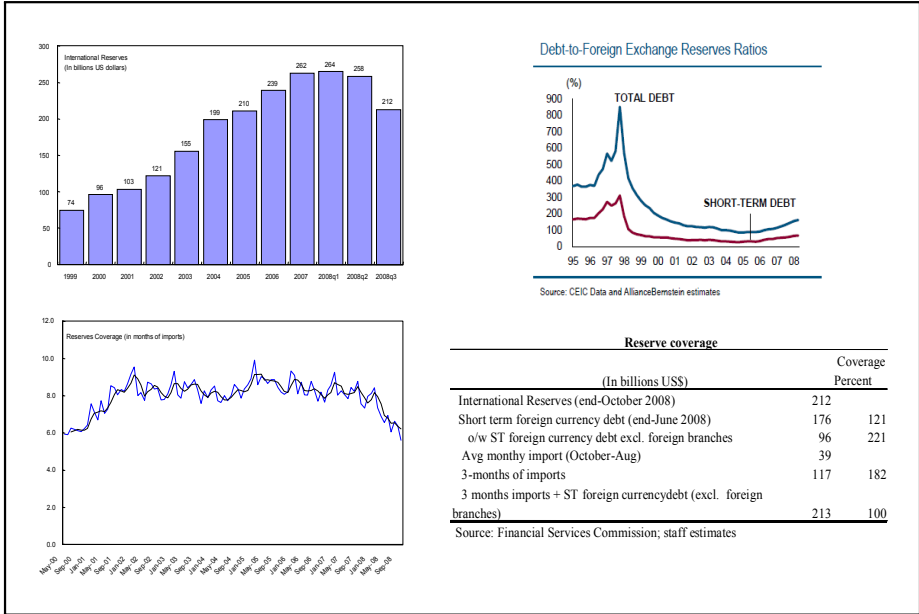
더욱이 좌측 하단 그래프에서 나타난 한국 은행시스템의 순노출도(net exposure)는 대외자산을 감안할 경우 더 적어진다. 8월말 현재 한국 은행권이 보유한 대외자산은 약 750억 달러 규모이다. 또한 그래프에서 나타나듯이 한국 은행권의 외화부채 점유율이 약 15%에서 지금은 8%로 하락하고 있다. 이는 시장이 간과하고 있는 또 다른 측면이다.

다음으로 본인이 제기하고자 하는 주요 논의는 은행의 대외차입이 주로 선박건설업체들이 발행한 선물계약으로 구성되어 있다는 것이다 (도표 4). 이는 복잡한 거래관계이며, 그 때문에 사람들이 간과하고 있는 것으로 생각된다. 그러나 이는 중요한 논의이다. 선박건설업체들은 원화가치가 상승할 것으로 기대했기 때문에 미국 달러화를 은행에 선매했으며, 선박건설업체로부터 선물환을 매수한 은행은 달러가치 하락을 헤징하기 위해 달러를 해외에서 단기차입하여 현물환 시장에 되팔았다. 선물환 계약이 만기가 되면 선박건설업체는 은행에 달러를 지급하고 원화를 받게 되고, 은행은 단기성 부채를 갚기 위해 받은 달러를 이용한다. 외국은행 지점들의 대외부채 증가 이유는 사실상 이러한 관행으로 대부분 설명된다. 외국은행 지점은 달러화를 차입하여 원화 표시 국채에 투자한다. 따라서 은행의 외화표시부채 대부분이 헤징되고 선물환 거래, 쉽게 말해 외화로 받은 이자소득으로 청산되는 이유는 이 때문이다. 은행은 차입한 달러부채를 갚기 위해 달러를 확보하는 것이다. 물론 여기서 중요한 리스크는 세계경제의 둔화가 선박수주의 포기로 귀결될 수 있다는 것이다. 그러나 이것은 별도의 문제이다.

〈도표 4〉 Short-term External Debt and Forward FX Hedges



<도표 5> Korea's Reserves



한국은 약 2,120억 달러에 이르는 외환보유고를 가지고 있다(도표 5). 본인은 많은 아시아 국가들이 외환보유고를 너무 많이 비축하고 있다는 비판을 받고 있는 것으로 알고 있다. 비판자들은 “왜 그렇게 많은 외환보유고를 축적하고 있는가? 원칙적으로 외환보유고는 제로(zero)여야 한다.”라고 말한다. 그러나 바로 그 비판자가 지금은 “2,120억 달러마저도 충분하지 않을 것이다.”고 한다. 본인이 오늘 전하고자 하는 메시지는 한국의 외환보유고 수준이 한국의 외채 대부분을 충당할 수 있을 만큼 적정하다는 것이다. <도표 5>에 의하면 한국의 외환보유고는 총 단기외채의 약 121%에 달하는 수준이다. 외국은행 지점을 제외한다면 외채상환관리비율은 200%가 넘는다. 좀 더 보수적으로 보아 3개월간의 수입분을 포함시킨다면 외환보유고의 보전비율이 단기성 외채(외국은행 지점 제외)의 100%로 하락하지만, 이것 역시 매우 적정한 수준이다.

이러한 계산은 미국 연준과의 통화스왑협정을 통해 한국은행이 이용할 수 있는 300억 달러나 치앙마이 이니셔티브(Chiang Mai Initiative) 하의 130억 달러가 포함되지 않은 것이다. 또한 이 수치는 지난 10월의 외환보유고 자료이며, 한국은행이 이미 착수한 스왑거래의 일부가 포함되어 있기 때문에 조금 낮은 것이다. 따라서 기본 메시지는 한국 외환보유고의 보전 규모는 적정하다는 것이다.

그리고 마지막으로, 금융시스템의 안정유지를 위해 한국 정책당국이 취한 매우 강력하고 단호한 조치들은 찬사를 받아야 한다. 이러한 조치와 정책은 IMF가 봐온 아시아 및 여타 지역 중앙은행의 조치와 일치한다. 여기에는 다음과 같은 정책수단들이 포함된다.

- 3.7% 수준의 GDP 달성을 위한 재정부양책
- 금리인하 및 원화 유동성 투입을 통한 통화정책 완화
- 모든 국내은행(외국은행 지점 제외)이 2009년 7월 이전에 차입한 1,000억 달러까지의 대외부채는 3년간 보장
- 민간위탁을 통한 간접지원 방식(on-lending)의 중소기업 및 수출업체 지원
- 은행의 자기자본비율을 최소한 11~12%로 유지하도록 요구
- 회사채 구매를 위한 72억 달러 규모의 새로운 국가펀드 설립

그렇다면 앞서의 모든 정책수단들은 어느 정도 수준인가? 지금까지 취해진 정책수단들이 한국 시장에 대한 신뢰를 회복시키기에 충분한가? 투자자들은 지금까지의 정책수단들이 올바른 방향이었다는 점에는 동의하지만 정책당국이 할 수 있는 일이 아직도 많다고 생각한다. 다시 말해 모든 실탄을 사용하지는 않았다는 것이다. 특히 그들은 재정부양책의 범위확대에 있어서 할 수 있는 일이 보다 많이 있다고 여긴다(중국의 부양책과는 비교가 안 된다.). 한국 정부는 지속적인 금

리인하와, 필요하다면 모든 예금에 대해 예외 없는 보장을 할 수도 있으며 미국 연준과의 통화스왑 규모를 확대할 수도 있다. IMF 역시 모든 회원국에 대한 권고와 협조를 제공하기 위한 준비태세를 갖추고 있음은 물론이다.

가장 중요한 사실은 한국이 시스템 상의 위기에 빠지지 않으리라는 것이 공통된 견해라는 점이다. 그러나 세계 각처의 불확실성 수준을 감안할 때 시장의 변동성은 계속 위협으로 남을 것이고, 디레버리징 과정이 계속되는 동안 한국의 원화와 자산은 내내 압박을 받을 것이다. 그렇다 하더라도 결론은, 한국의 펀더멘털은 건전하며 한국이 시스템상의 위기에 빠지지 않는다는 것이다.

이제는 본인 발제의 마지막 부분인 이번 위기의 교훈에 관해 언급해 보고자 한다. 작금의 세계적 위기는 여전히 계속 진행 중이다. 그러므로 어떠한 교훈도 지금은 사전(事前)적일 수밖에 없다. 그 교훈은 금융안정화포럼(FSF), 국제증권감독기구(IOSCO), 국제통화기금(IMF), 국제금융협의회(IIF), 금융시장 안정을 위한 대통령 직속 실무그룹 및

〈도표 6〉 Lesson for Korea from the Global Crisis

<ul style="list-style-type: none"> • Mortgage Market—Origination and Distribution Underwriting standards Fraud and consumer abuse Conflicts of interest and lack of market discipline in O2D model Governance of ABS structures such as CDOs Disclosure • OTC problems Illiquidity in market trading, markets freeze No price discovery, this leads to valuation problems No ability to change exposures • Liquidity Credit crunch due to lack of funding liquidity Major firms did not provision for adequate liquidity buffer or cushion Non-securitized OTC markets in wholesale funding malfunctioned SIVs and other VIE collapsed back into LGFI balance sheets Some unregulated firms such as MO and HF operated with high degrees of leverage, and their failure moved more assets back into LGFI balance sheets 	<ul style="list-style-type: none"> • Complexity Pricing and risk management problems Disclosure problems make pricing Modeling problems—errors with existing models, dangers of relying on one model or methodology Price transparency problems Over-reliance on CRA Lack of due diligence—too little, too costly in case of complex instruments, rational to rely heavily on market valuation and CRA assessments • Inadequate prudential regulation <ul style="list-style-type: none"> - Excess Leverage Need to adequately govern leverage - Need for capital Need capital requirements for off-balance sheet exposures, including liquidity obligations to SIVs Need greater capital requirements for complex assets - Regulatory gaps Some financial firms are operating outside the prudential regulatory framework and creating differential treatment of their investment activities
---	---

뉴욕의 연준 등 여러 기관이 작성한 <도표 6>의 목록과 같은 것들이다. 이러한 교훈은 originate to distribute 모형(모기지 대출의 증권화를 통한 유통 모형)의 구조, 거래된 금융과생상품의 복잡성, 은행 간 시장의 기능이 중지됨에 따라 발생하는 신용경색, 그리고 충분치 못한 금융기관 건전성 규제 등의 문제와 관계있다.

다른 발표자들께서 장시간 논의했고 또 논의할 것이기 때문에, 본인은 이 부분에 대하여 자세히 거론하지 않겠다. 그러나 이와 같은 사전적 교훈에 입각하여 세 가지 질문을 제기하고자 한다. 이 질문은 장기적인 과제이지만 이번 컨퍼런스의 주제와 합당하기 때문이다.

- 열거된 교훈은 한국 모기지 시장에 대해 어떤 의미를 갖는가?
 - 최초의 모기지 대출기관(예를 들면 한국주택금융공사, 은행, 민간금융기업)이 리스크의 일부를 부담하도록 해야 하는가?
- 열거된 교훈은 한국 금융시장에 대해 어떤 의미를 갖는가?
 - 적정자본 및 리스크관리의 관행을 감안할 때, 금융감독기관과 은행은 예기치 못한 유동성 및 시장 리스크에 대해 어떤 책임을 져야하는가?
- 열거된 교훈은 한국 자본시장 발전을 위해 어떤 의미를 갖는가?
 - 자본시장통합법에서 예견된 세계적 투자은행 모델의 미래는 과연 존재하는가? 사실 이 문제는 오후 컨퍼런스에서 논의될 주제이므로 본인으로서는 기대가 크다.

세계금융위기가 한국, 아시아 및 국제금융계에 주는 함의 (II)

*Hung Tran**

앞서 다른 발표자들께서 이번 위기의 모든 측면을 자세히 설명했기 때문에 본인은 위기에 대해 몇 가지만을 강조하겠다. 그리고 기본적으로 우리가 위기에 대한 문제점과 주요 요점을 알고 있다는 의미에서 전향적인 견해를 피력해 보고자 한다. 우리가 위기로부터 얻을 수 있는 교훈은 무엇이며, 국제금융의 주요 특징과 양상에서 장차 우리가 얻을 수 있는 교훈은 무엇인가?

이는 국제적인 이번 위기가 얼마나 오래 지속될 것인가에 달려 있다. 다른 발표자들께서 많은 내용들을 언급한 바 있지만, 우리가 이 위기를 얼마나 견뎌야 하는지에 대한 시도는 없었다. 가령 은행과 보험회사들의 금융손실이 2.8조 달러에 이를 것이라는 영국 중앙은행 (Bank of England)의 추계를 예로 들어 이번 위기로 인해 발생된 총 손실의 추계액을 비교해 보면, 지금까지의 손실이 약 1조 달러인 것으로 각 기관들은 보고하고 있다. 그렇다면 우리는 지금까지 약 1/3의 정도의 손실을 입은 셈이다. 이는 금융위기의 대부분이 지난 간 것이 아니라 아직도 앞에 있다는 뜻이다. 다시 말해 현재 미국, 영국 및 유럽의 모든 은행의 시가총액이 2조 달러인 상황에서 2.8조 달러라는 금융손실이 실현될 경우, 국제금융제도의 핵을 이루는 은행시스템이 자본금 약화라는 측면에서 선별 퇴출될 가능성이 있다는 의미다. 따라서

* 국제금융연합회(IIF) 자본시장 및 신흥시장 정책국 수석부국장

이는 매우 심각한 문제로, 국제금융의 형태는 금융손실 추계액이 어느 정도에서 결정되느냐에 달려 있다. 왜냐하면 그것이 미래의 향로(向路)에 영향을 주기 때문이다.

그래서 본인은 네 가지 주요 논제에 초점을 두고자 한다. 우선 두 가지 논제는 금융위기의 주된 양상이 어떻게 전개되느냐와 관계되었으며 본인은 이러한 것이 국제금융 운영환경을 형성할 것으로 보고 있다. 나머지 두 가지 논제는 현재 시행중인 규제개혁과 이미 변화가 이루어지고 있는 시장관행과 관계있겠다. 요약하자면 1) 디레버리징, 2) 퇴출전략, 3) 규제개혁, 4) 시장관행의 변화이다.

우선 디레버리징에 관한 것으로, 디레버리징 과정에 대해서는 과거 본인과 IMF에서 함께 근무했던 Mahmood Pradhan 부국장을 비롯한 다른 발표자들이 훌륭하게 설명한 바 있다. 앞서 설명된 바와 같이 디레버리징 과정은 경기침체와 조정의 심각성을 확대시키는 금융위기의 중심이다. 그러므로 장차 디레버리징 기간을 거쳐야 하는 우리에게는 얼마나 오래 동안 깊고 심하게 겪어야 되는가 하는 것이 문제이다.

미국 금융시스템을 보면 자산대비 자기자본비율이 꾸준히 하락세를 보여 왔다. 160년 전에는 이 비율이 50% 이상이었으나 전후기간인 지난 60여년 동안 약 5~7%대에서 변동하며 꾸준히 하락했다. 이는 단순히 자산대비 자기자본비율일 뿐이다. 그러므로 최근의 과도한 레버리징 현상을 Alan Greenspan 전 연준 의장의 전적인 책임으로 돌리는 것은 공평하지 못한 것으로 생각된다. Greenspan 의장이 레버리징과 어느 정도 관계있지만 전적으로 그런 것은 아니다. 모든 국가의 은행들이 유사한 자산대비 자기자본비율 하락을 겪었다. 실제로 현재 유럽의 은행들은 설립자본금 비중이 미국보다 더 낮다. 미국이 5~7%이고 유럽은 4%인데, 이는 단순히 자산대비 자기자본비율일 뿐이다. 최

근 몇 분기 동안의 자산가치 붕괴는 자산가치가 현저하게 상실될 수 있는데 비해 부채비율이 변하지 않고 있음을 의미한다. 이는 현재의 순 잔존가치에 대한 부채비율이 진정 더 이상 유지될 수 없다는 의미이기도 하다.

다른 발표자들께서도 언급했듯이, 레버리지 문제를 고찰하는 또 다른 방법은 각 부문에 대한 각국의 GDP대비 부채비율을 살펴보는 것이다. 여기에서도 전 세계적으로 마찬가지로 현상이 발생한다. 예컨대 미국의 가계 및 기업 부문, 즉 비금융 부문의 부채비율은 1960년도의 약 80%에서 지금의 180%로 꾸준히 증가해왔다. 그렇다면 디레버리징을 어떻게 살펴봐야 할 것인가?

본인의 견해로는 두 가지 측면이 있다. 하나는 본질적인 경기순환 측면이다. GDP대비 부채비율로 다시 돌아가, 지금까지의 추이를 보면 항상 변동을 보이다가 되돌아왔다. 전후기간 내내 앞서 본인이 말한 80%에서 180%까지의 뚜렷한 상향추세 선을 그려온 것이다. 이러한 상향추세 선을 따라 GDP대비 부채비율이 때로는 추세 선을 넘기도 하고 신용순환의 조정과 함께 추세 선 아래로 내려오기도 했다. 현재 미국 내 비금융 부문의 GDP대비 부채비율은 추세 선 위의 약 8%대에 있다.

본인에게 디레버리징은 추세의 반전을 의미한다. GDP대비 부채비율이 180%에서 172% 정도 수준으로 하락하여 추세치로 복귀하는 것이다. 그러나 이러한 경기순환적 추세반전에 더하여 제기하고 싶은 것은, 앞서 설명된 위기의 심각성과 은행 및 금융기관 대차대조표에 대한 선별 퇴출을 고려해보면 전후기간 동안 이루어져왔던 상향추세의 조정이 있을 수 있다는 점이다. 아마 장기적으로 지속가능한 비율이라 생각되는 어느 지점으로 줄곧 되돌아가지 않겠는가 하는 것이다.

1960년의 80%에서 지금의 180%, 그리고 장기평균치인 100%라는 단순평균치를 택하면 이론적으로는 GDP의 180%에서 100%로의 조정 국면을 예상할 수 있을 것이다. 이는 그렇게 될 것이라는 말이 아니라 디레버리징 과정의 심각성을 평가하기 위한 어떤 기준을 제공하고자 하는 것이다. 172% 또는 100% 중 어느 시나리오이든 우리는 매우 둔화된 경제성장기를 겪고 있으며, 그러는 동안에 GDP대비 부채비율은 지속가능하리라 생각되는 어느 지점으로 돌아올 것이다. 그리고 이러한 것이 미래의 국제금융 운영환경을 분명하게 형성할 것이다.

두 번째로 퇴출전략이다. 우리가 퇴출전략은 논의하는 이유는 특히 미국 및 유럽의 국제금융시스템에 무슨 일이 벌어졌는지 아무도 모르는 사이에 갑자기 변해버렸기 때문이다. 민간 공개시장 시스템이 하룻밤 사이에 국영 금융시스템으로 전환되었다. 몰수된 은행의 자금시장이 미국 및 유럽의 은행들에게 자금을 조달하고 있는 미국 연준, 유럽 중앙은행, 영국 중앙은행, 스위스 국립은행 등 각국 중앙은행의 손 안에 있는 한 국유화된 것이다. 은행 간의 거래는 더 이상 이루어지지 않는다. 은행들은 자국 중앙은행에서 차입하고 지급준비 초과분에 대해서는 자국 중앙은행에 대출해준다.

지난 몇 달 동안, 특히 Lehman Brothers 붕괴 이후 각국 중앙은행은 미국 및 유럽 은행들이 유동성에 묻힐 정도로 은행시스템에 유동성 공급을 증가시키고 있다. 각국 은행시스템의 지급준비 초과분이 3,000~4,000억 달러 이상이다. 즉 유동성이 풍부하다는 말이다. 다만 문제는 은행 간의 거래가 없다는 것이다. 은행들은 중앙은행과의 거래를 선호한다. 보다 일반적으로는, 특히 현재 미국의 경우는 중개과정을 수행하는 금융시스템을 대체하는 모든 용도의 시스템을 공공부문이 가지고 있다. 저축자는 국채 매입을 원하며, 차입자는 연준 또는 정부 보증하에서만 돈을 빌릴 수 있다. 이에 더하여 은행에 상당한 규모의 자본

금이 추가로 투입되고 있는데 지금까지 미국과 유럽 정부가 은행시스템에 투입한 자본금은 5,000억 달러이다. 이는 지금의 상황을 어떻게 벗어나느냐 하는 것과, 경쟁력과 역동성을 갖추과 동시에 성장을 지원하는 금융혁신이 이루어진 민간금융체제로 어떻게 되돌아가느냐 하는 것이 앞으로 달성해야 할 큰 도전임을 의미한다. 또한 이 두 가지 도전을 극복한다는 조건으로 현재 실행에 옮겨지고 있는 규제제도의 변화는 앞으로 국제금융의 주요 특징을 형성할 것이다.

첫째, 국제금융체제와 함께 G-20 구도는 국제금융 및 경제 문제의 집단관리에 더 많은 국가들을 참여시키는 흥미로운 메커니즘이 될 수 있을 것으로 생각된다.

둘째, 은행 및 금융기관의 레버리징을 억제하기 위해 앞으로 다양한 규제제도의 개혁이 실천에 옮겨질 것이다. 그리고 이러한 환경에서 거시건전성 규제와 감독이 전체적으로 과거보다 더 큰 역할을 하게 될 것이다. 하지만 이는 말보다 실천하기가 더 어렵다. 왜냐하면 거시건전성 감독이란 서로 다른 정책과제에 대한 상호연결성의 잠재적 증가가능성과 취약성을 어떻게 측정·평가할 것인지, 그리고 정책당국이 시장참여자들의 행태를 변화시켜 과잉상태가 축적되지 않도록 할 수 있는 정책 도구 및 수단은 어떤 것들인지를 분석하기 위한 일률적인 틀이 뒷받침되어야만 하기 때문이다. 이러한 것들이 장차 우리가 다루어야 할 과제들이다.

그리고 마지막은 변화이다. 우리는 기대치와 기업모델에서 시장참여자들의 변화라는 측면을 이미 살펴본 바 있다. 모든 사람들이 레버리지 비율을 살펴보고 있지만, 그럼에도 불구하고 대부분의 기업들은 적정자기자본비율 요구조건을 충족하면서 사업을 운영하고 있는 것이 사실이다. 시장참여자들은 이 기업들을 과소 출자상태인 것으로 인식

하고 있다. 이러한 문제는 기업이 해결해야 한다. 향후 증자의 필요성, 그리고 복잡한 금융상품 대신 단순한 금융유동화 상품의 중요성을 감안할 때, 금융기관과 은행에 대한 기업모델의 총체적 개념, 즉 은행과 금융기관이 어떻게 수익을 낼 수 있고 영업을 어떻게 창출할 것이며 레버리지 제약조건 하에서 어떻게 소득을 발생시킬 수 있을지 등의 모든 문제들이 커다란 논의 대상이다.

그리고 여기에는 은행에 대한 정부 지원이 가져오는 의도하지 않은 여파가 있다. 정부가 은행에 대량의 우선주를 투입한다는 사실은 현재 기업의 주주들이 매우 하위등급에 있음을 의미한다. 다시 말해, 은행 자본구조상 선임권제도의 우세와 결부된 향후 은행의 기업모델 평가에 대한 어려움은 투자자들의 은행에 대한 가치평가를 불가능하게 만든다.

마무리를 짓는다면, 국제금융연합회는 은행을 동원하여 무엇이 잘못되었는지, 그리고 은행과 은행업계가 위기에 대한 책임분담을 다하기 위해 해야 할 일이 무엇인지에 대한 평가방법을 도출해 낼 수 있는 개혁작업에 참여하고 있으며, 또한 시장관행, 특히 리스크 관리 및 보상원칙을 강화함으로써 시장참여자와 투자자의 신용과 신뢰를 회복하기 위한 노력도 하고 있다.

최근 세계금융위기의 교훈: 한국경제 및 세계경제에 주는 함의

*Bill Shields**

오늘 본인을 이처럼 중요하고 시의적절한 세미나에 초청하여 주신 주최기관에 감사를 포함으로써 특별연설을 시작하고자 하며, 아울러 세계경제연구원의 창립 15주년을 축하드린다.

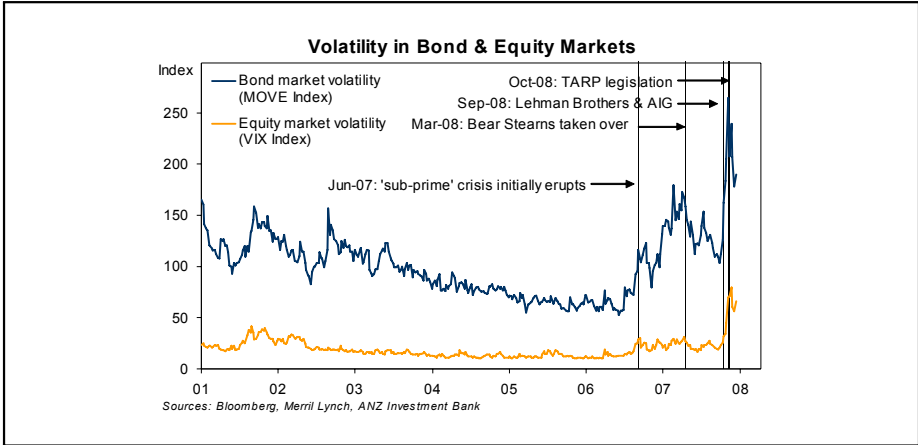
처음 특별연설 요청을 받았을 때(원래의 Paulson 계획이 발표된 지 얼마 되지 않은 때였다), 본인은 주최 측에게 금융위기가 신속히 진행되고 있는 이상 주제에 대해 너무 협소하게 초점을 두지 않고 제기될 수 있는 다른 적정한 정책 추진안도 논의대상에 포함하도록 범위를 확대하는 것이 바람직스러울 것이라는 점을 시사한 바 있다.

그러한 내용을 언급할 당시 본인은 실제로 글로벌 금융위기가 얼마나 빠르고 심각하게 계속 심화·확산되는지 생각하지 못했다. 또한 매일매일의 금융시장 활동이나 우리가 듣고 있는 여타 정치적인 구호, 정부가 발표하는 정책추진안 등을 통해 아시는 바와 같이 이번 위기는 악화일로에 있는 세계경제전망과 얽매어 있다. 이러한 측면에서 주요 연결고리는 신용 및 자산시장에서 나타나는 높은 수준의 1일 변동 폭이며(<도표 1>), 대부분의 국가에서 신용시장의 효과적 기능이 소멸되고 있다는 사실은 심히 걱정스러운 일이다.

시장은 금융스트레스 기간 동안 흔히 도를 벗어나는 것으로 알려져 있

* 호주 맥콰이어리 경영대학원 교수

〈도표 1〉 Bond and Equity Market Volatility



다. 그런 면에서 현재의 변동적인 시장 반응은 어느 정도 이해가 된다. 그러나 가장 크게 우려되는 점은 기능을 못하는 금융시장이 실물경제 활동에 주는 충격이다. 특히 과거의 경험으로 볼 때, 이와 같은 위기로 부터의 궁극적인 회복 시점과 국면은 위기대응을 위해 채택되는 정책의 특성과 이행에 크게 좌우된다는 점을 받아드린다면 더욱 그러하다.

많은 평론가들이 오늘날까지 세계금융위기의 핵심요인으로 꼽는 ‘신뢰도의 위기’란 그동안 발표된 정책들이 본질적으로 은행 및 신용 시스템이 당면하고 있는 위기의 근본적인 원인을 효과적으로 해결할 것인가에 대한 신뢰감 부족이다. 이러한 것이 이번 위기에 대한 불합리한 설명이 아니라고 가정할 경우 본인은 두 가지의 의문점을 갖게 된다. 즉 ‘그것이 정당한 주장인가?’, ‘정당한 주장이라면 왜 그러는가?’ 하는 것이다.

여러 나라에서 채택된 거시경제적 부양책과는 별도로, <부록>에서 요약된 것처럼 특히 은행 및 신용 위기에 대처하기 위한 목적으로 그동안 공표되어 온 주요정책 추진안에 본인은 초점을 두고자 한다(금

용정책은 분명 두 가지 측면을 포함하지만). 최근 본인은 싱가포르를 방문하여, 그곳에서 존경받고 경험이 풍부한 은행부문의 한 회원에게 최근의 정책제안들이 이번 위기를 해결할 수 있겠는지 물은 바 있다. 그는 거의 주저하지 않고 “물론 아니다”라고 답했다. 대답이 것처럼 분명한 이유에 대해 본인이 묻자, 그는 “그들은 당면한 문제에 돈만 낭비할 뿐이기 때문이다”라고 설명했다.

우리가 이러한 진단에 동의하느냐의 여부는 사실 중요하지 않다. 그러나 그의 대답이 강조하는 점은 은행 및 신용위기에 대한 보다 직접적인 근원(root causes, 금융시장과 세계경제에 관해 최근의 G-20 정상회담에서 채택된 용어)이 해결되지 않고 있다는 인식이다. 그렇다면 이러한 근원은 무엇인가? 본인은 이를 세 가지로 특징짓고자 한다.

- 최종적인 금융손실 규모에 대한 불확실성이다. 금융손실의 소재, 즉 어떤 금융기관이 위험에 가장 노출되었느냐 하는 부분인데, 이는 은행과 여타 금융중개기관이 만들어낸 파생금융상품 또는 부외거래에 대한 규제감독상의 초기적 실패를 일부 반영한다.
- 둘째, 급격한 신용비용 상승이다. 이 부분은 이른바 위험회피적인 행위의 회귀를 반영한다.
- 셋째, 대형 신용시장의 유동성 결핍이다. 이는 대부분 그동안 공포된 정책대응의 효과부재에 대한 인식뿐만 아니라 앞서 언급된 불확실성에 기인한 불안감에 의해 주도되고 있다.

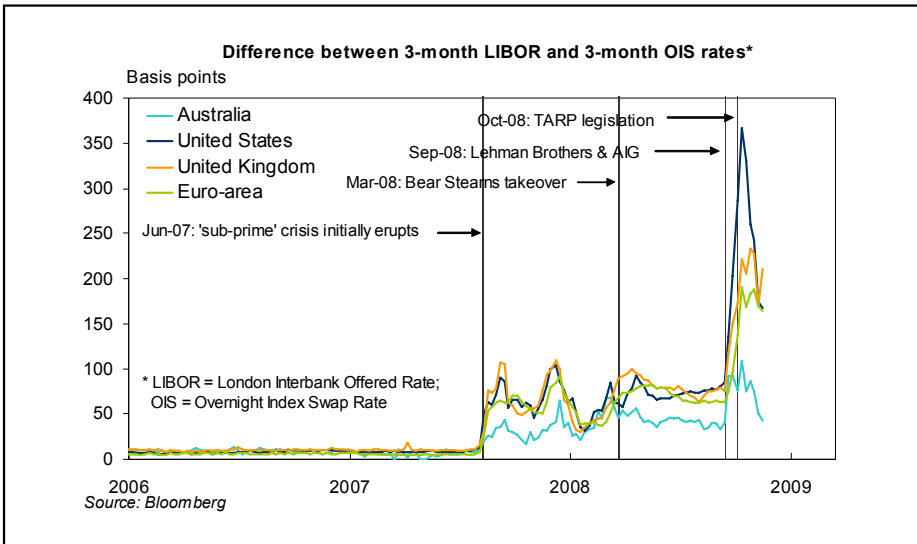
그리고 그동안의 정책제안들은 다음과 같은 목표를 추구하고 있다.

- 금융경색에 빠진 은행과 금융중개기관(주로 AIG와 같은)에 대한 신규 자본투입

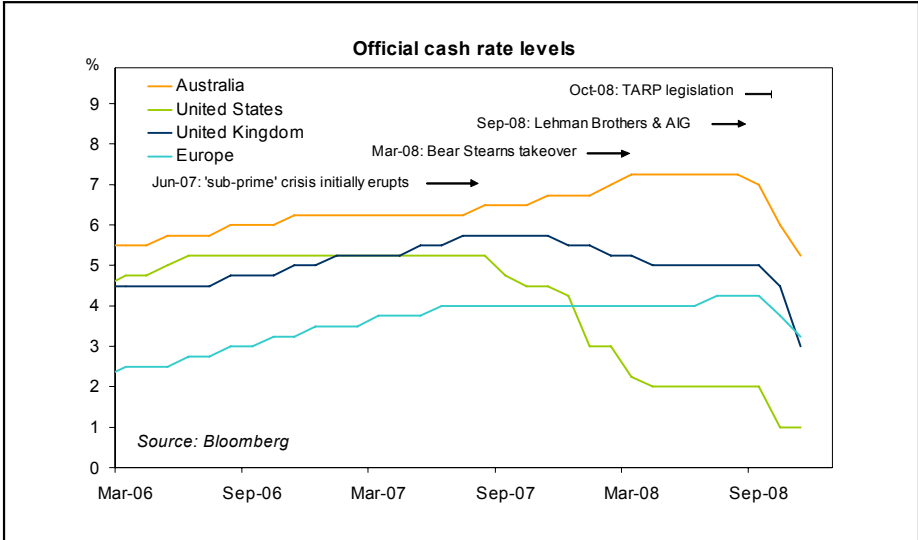
- 신용시장 내 재원조달 비용인하(공정금리 인하 등을 포함)
- 신용시장에 대한 유동성 투입(중앙은행의 어음할인과 환매조건부 매매 강화·확대, 특히 주택저당 담보 혹은 자산담보 유동화 증권을 저당물로 인정)
- 은행을 위해 소비자 예금보호 한도를 증가시키고 은행 간의 대규모 재원조달에 대한 정부보증

정책수단 면에서는 정책제안들이 효력을 나타내고 있다는 것을 보여주는 잠정적 증거가 있다(<도표 2>). 예컨대 최근 신용시장의 위험 가산금리가 좁혀지기 시작했다는 증거가 있는데, 이는 대다수의 국가에서 공표한 공공금리의 상당한 인하효과를 부분적으로 나타내고 있다(<도표 3>). 이와 동시에 많은 국가에서 은행의 대출기준이 크게 강화되고 있다는 증거가 폭 넓게 나타나고 있다.(<도표 4, 5, 6>).

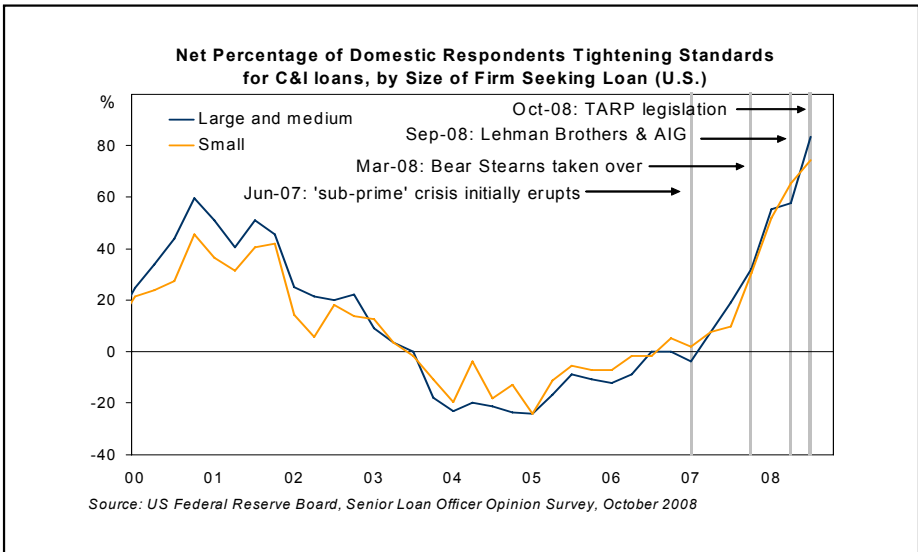
<도표 2> Money Market Spreads



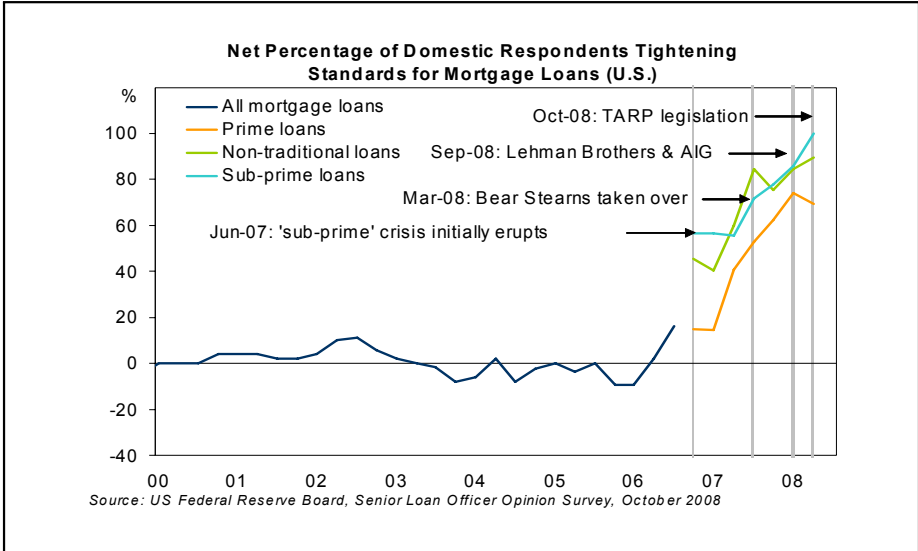
〈도표 3〉 Official Cash Rates



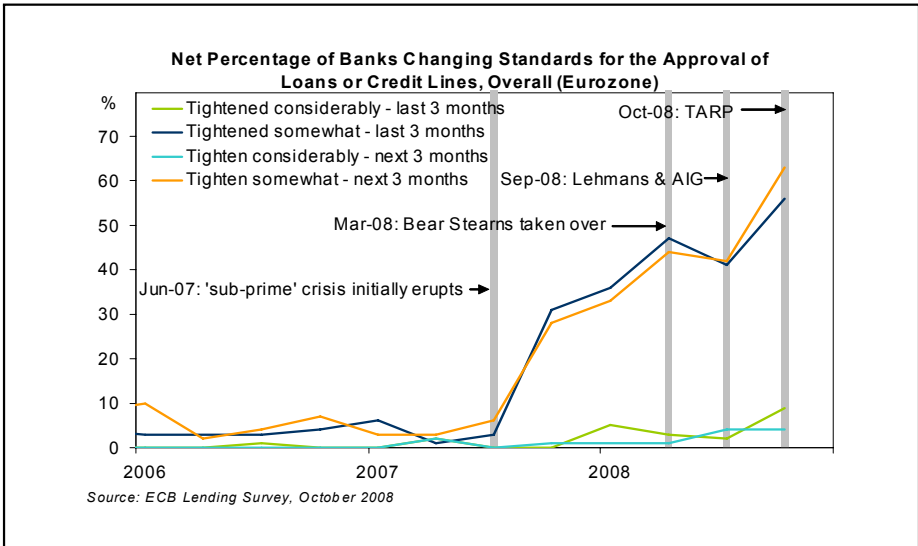
〈도표 4〉 US Lending Standards-C&I Loans



〈도표 5〉 US Lending Standards-Mortgages



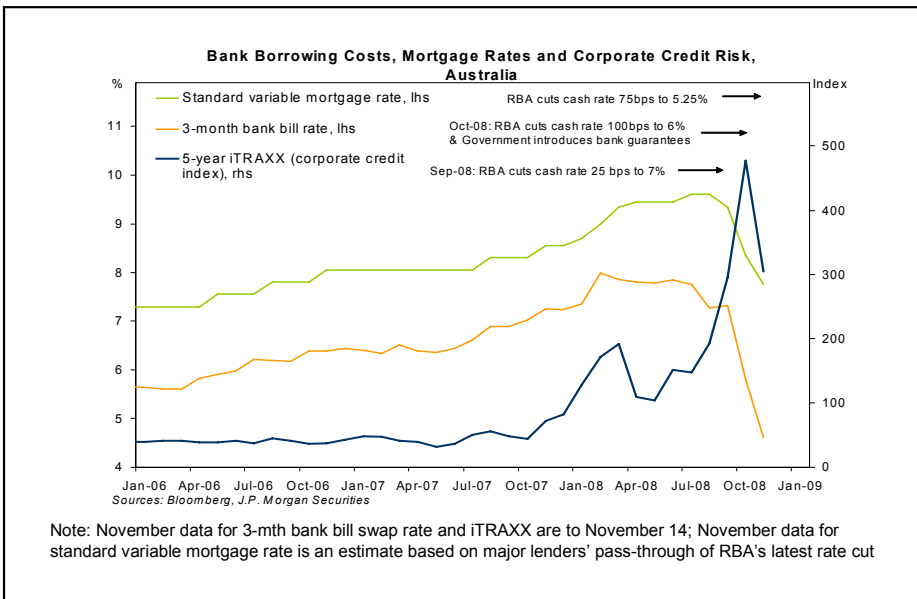
〈도표 6〉 Euro Lending Standards



지금까지의 설명과 증거를 모두 합쳐보아도, 최근의 급속한 위기확대에 따른 실질 신용비용, 특히 법인 차입자에게 대한 신용비용의 상당한 개선이 있다는 증거는 아직도 매우 약하다. 호주의 경우, 공공금리가 0.2% 인하되면서 모기지대출 변동금리가 현저히 하락했지만, 은행 대형펀드의 재원조달 비용이 높기 때문에 모든 혜택이 소비자에게 이전되지 못하고 있다.

그리고 세계 및 국내 경제전망이 계속 어두운 이상 이와 같은 금리 인하가 개인 주택수요 증가에 어느 정도까지 영향을 미칠 것인지는 의문스럽다. 하지만 대다수 법인 차입자의 차입비용은 개선되지 않고 있다(<도표 7>).

〈도표 7〉 Corporate Credit Risk and Bank Rates



더욱 걱정스러운 것은 시장유동성 공급부족과 신용이용의 어려움이

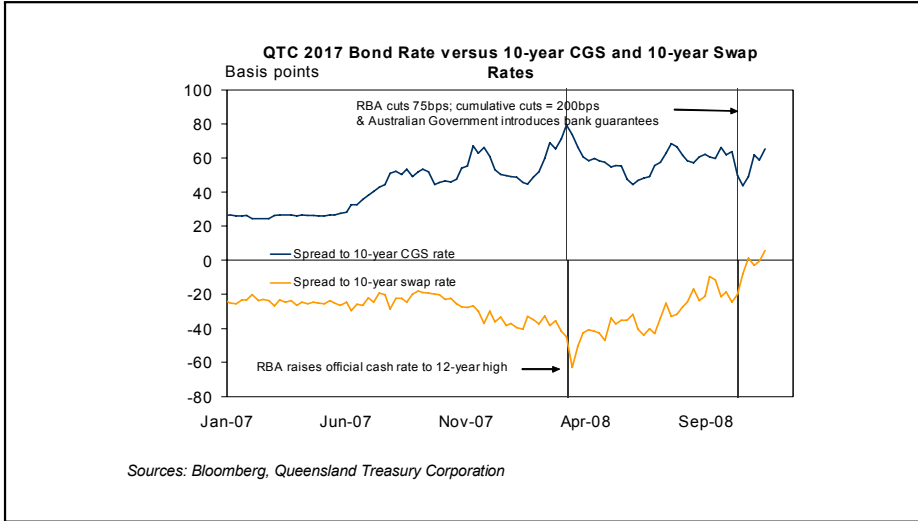
다. 이러한 것이 거의 모든 금융중개기관에 영향을 미쳐, 전체적인 경제활동에 더욱 광범위하고 심각한 마이너스(-)적 충격을 초래할 가능성이 있다. Queensland Treasury Corporation(QTC)의 최근 경험은 이와 같은 측면에서 연관된 많은 우려를 분명하게 해준다. 본인이 이사로 있는 이 기관은 총 누적 부채규모가 약 360억 달러로, 호주의 준(準)정부 대형차입기관이다.

다변화된 경제권을 감독하고 재정 보수주의로 유명한 퀸즈랜드 정부의 보장을 받고 있는 QTC는 AAA 신용등급 평가를 받고 있고 사업도 여전히 급속한 확대일로에 있음에도 QTC 발행 채권을 투자자들이 구입하기 꺼려하고 있다(QTC 발행 채권은 초국가적인 단체나 유럽의 기관 등을 비롯한 AAA의 신용등급 평가를 받는 모든 비(非)국가적 기관이 발행하는 대표적 채권 중 하나이다). 투자자들이 상환기간이 짧은 금융상품(기업어음 등)을 통한 QTC 투자는 선호하지만 교량, 도로 및 여타 기간시설 건설처럼 장기간을 요하는 재원조달이 필요할 때는 전혀 바람직스럽지 못한 일이다.

채권유통을 담당한 은행의 딜러그룹이 자신의 대차대조표상에 미지불 채권을 보유하기를 원치 않음으로써 채권의 유동성 측면에 대한 심각한 충격이 불가피하였기 때문에, QTC는 발행시장 기법을 수정하여 유통시장 활성화를 보다 적극적인 방법으로 전환하였다. 그래서 호주는 저조한 거래량과 비능률적인 거래가격 형성 기능을 가진 거래소의 장내시장(traded market)보다 브로커시장(brokered market)을 이용하고 있다(<도표 8>).

이러한 상황이 최근 이른바 ‘규제차익 거래(regulatory arbitrage)’로 약화되고 있다. 은행예금 및 대규모 재원조달에 대한 보증이 신용위기 확대의 대응책으로 도입됨에 따라, 투자자들은 펀드를 탈퇴하고 여타

〈도표 8〉 Queensland Treasury Corporation-Interest Rate Spreads



투자보다 매력적이며 새로운 안전지대인 은행예금으로 이동하고 있다.

QTC의 높은 채원조달 비용은 결국 모든 사회간접시설과 퀸즈랜드 정부의 지출이 부담해야 할 비용이다. 이 비용의 일부는 호주 정부가 공표한 재정부양책으로 상쇄될 수 있으나, 특히 신용시장 접근의 한계 성과 높은 채원조달 비용이 지속된다면 지금의 재정 부양책으로는 충분치 않을 것으로 보인다. 이러한 상황은 곧바로 경제전망 악화를 심화시킬 수 있고, 특히 핵심적인 사업이 더 이상 실행가능성이 없다면 더욱 그러하다.

문제들은 호주에만 국한된 것이 아닌 이와 같은 대체신용상품의 가격형성에 계속 왜곡시키고 있다. 예컨대, AAA 신용등급을 받고 있는 아일랜드의 국채발행은 이미 영국 정부가 보증한 Barclays 은행의 증자조건에 겨우 맞출 수가 있었다. 그리고 Barclays 은행이 발행한 증자 목적의 증권이 다른 은행에 크게 집중되고 있다는 것은 그것이

지금 국가보증을 받은 금융기관들이 선호하는 대출수단임을 나타낸다.

또한 법인과 가계 차입자들이 시장과 대출 추세에서 입수할 수 있는 증거는 신용시장이 겨우 작동하고 있다는 것이다. 특히 자산유동화증권(ABS) 시장은 이용 가능한 다양한 중앙은행 창구를 통한 거래와, 유일한 거래가격 형성의 수단으로서의 기능을 상실하였다. 적어도 미국의 경우는 최근에 어느 정도의 개선이 있었던 것으로 보인다.

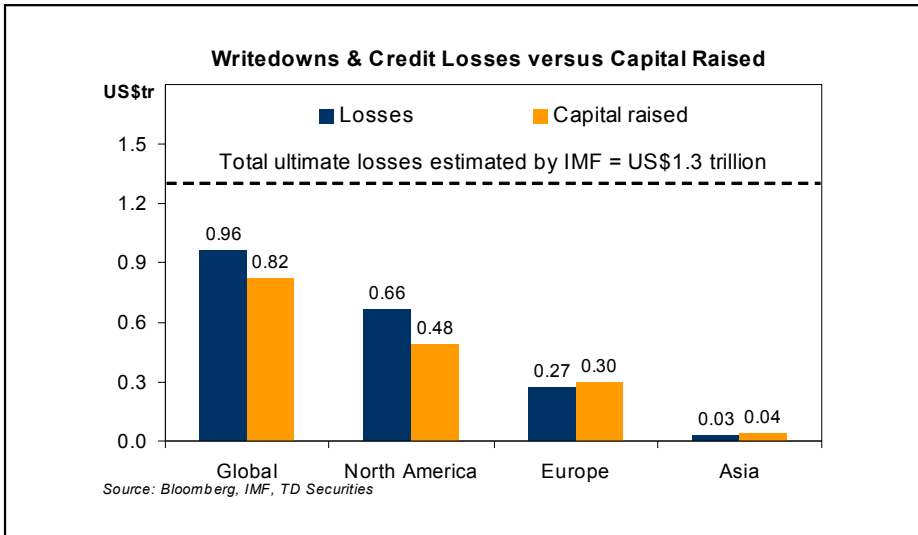
그러나 세계적 금융위기 속에서 현재 진행 중인 각국 중앙은행의 유동성 공급방안과 같은 일부 조치가 공포되고 있는 등 예외적인 사례는 있는 것 같다.

훌륭하게 기능하는 것으로 보이는 미국 연준의 기업어음 매입기금(CPFF: Commercial Paper Funding Facility)이 최근 미국 기업어음시장 개선에 기여하고 있는 것이 흥미롭다. 그러나 이 기금은 일부 기업에 집중되어 있으며, 그 중에는 신용위험으로 인한 문제 외에 또 다른 어려움을 가지고 있는 기업도 있다. 비용과 기업신용에 대한 접근 용이성이 어떻게 보다 넓게 반응할 것인지는 두고 보아야 할 것이다.

효과가 있는 것으로 보이는 또 다른 주요 정책수단은 신규 자본투입을 통해 금융경색에 빠진 은행의 자본구조를 개편하는 것으로, 미국의 AIG 경우에도 적용된다. 사실 미국은 부실자산 구제프로그램(TARP: Troubled Asset Relief Program)의 초점을 다시 맞추면서 은행을 위한 자본투입을 최우선 정책으로 하고 있다. 이는 다른 나라에서 취해진 조치와 유사한 것으로, 은행에 보다 안정된 전망을 주는데 기여하고 있다. <도표 9>에서 나타나듯이 시장 역시 역할을 하고 있음에 유의하는 것이 중요하다. 또한 비정부기관도 은행에 상당 규모의 신규자본을 투입하고 있다. 지금까지 약 8,000억 달러에 이르는 신규증자분 중

에서 정부프로그램이 차지하는 규모는 총액의 절반 이하 정도다.

〈도표 9〉 Credit Write-Downs and Losses



이와 같은 조치는 세계 은행시스템이 이미 시작한 구조합리화 계획을 지원하는데 도움이 될 것이다. 중기적으로 이러한 계획은 투명성 확대, 조정기능 개선과 감독기관의 보다 효과적인 책임 관할범위(비은행 중개기관 포함) 등과 더불어 효과적인 금융중개 기능을 회복하는 굳건한 기반을 제공해야 하며, 그렇게 함으로써 신용비용을 낮추어야 한다.

소액예금자 보호와 대규모 재원조달에 대한 보장 장치(대부분 국가의 경우 한시적이지만)의 보장이 은행의 자본구조 개편작업을 보완하겠지만, 호주의 경우는 이러한 조치가 비은행 중개에 추가압박을 주고 있는 사례가 일부 있으며, 전체 금융시스템의 기능이 효과적으로 작동하는데 부담이 될 수도 있다.

호주의 경험은 정부정책이 의도하지 않은 결과에 대응함에 있어서 어느 정도의 유연성이 필요하다는 점을 분명하게 보여준다. 예컨대 시장에 기반을 두고 있는 펀드가 새로이 정부의 보호를 받게 된 은행예금으로 흘러가는 결과가 발생하는 한편, 동시에 신뢰성 있는 정책대응으로 존속하는 것이다. 무제한적 보장성(과거 보호가 안 되던 때와 비교하여) 소액예금은 일정 영향력을 훼손시키지 않으면서 즉시 100만 호주 달러까지 설정이 제한되었다.

정책의 유연성은 공포된 정책이 어떻게 이행될 것인가에 대한 많은 세부내용뿐만 아니라 개별경제와 세계적으로 미치는 영향이 해결되어야 하고 나타나야 하기 때문에 특히 중요하다. 이러한 맥락에서 신용시장에서 신뢰도 회복의 필요성 또한 명백한 정책목표이다. TARP 재원조달의 장부 결산액을 소비자신용시장을 위해 지원토록 방향을 바꾸는 미국 재무부의 최근 발표는 흥미로운 사례 중 하나다. 이렇게 변화된 방향에 대한 시장 및 여러 분석가의 반응은 별로 없으며, 위기에 대응하는 정부의 전체적인 신뢰성에 대해 아직도 제한된 자신감을 나타내는 듯 보인다.

미국 재무부 장관이 은행 스스로가 효과적인 신용시장 회복을 위한 ‘역할’을 해야 한다고 강조한 것은 옳은 것으로 생각된다. 아마 은행(그리고 여타 금융중개기관)이 당면하고 있는 가장 핵심적인 과제는 부실 또는 손상(혹은 독성의) 자산의 정리를 통해 대차대조표를 강화하는 것이다. 효율적으로 운영되는 은행시스템의 회복은 부실자산의 제거에 달렸다는 사실은 과거의 은행위기 경험에서 분명히 나타난다.

그러나 부실자산 제거방법을 보면, 모든 나라의 전체적인 정책대응이 적어도 본인이 여기서 설명한 금융위기의 근원과 충분히 연결되지 않는 것으로 보인다. 미국의 정부지원기관(GSE: Government Sponsored

Enterprise)에 의한 MBS 매입(그리고 소비자 신용을 지원하기 위해 개정된 TARP 하에서 지속되는 계획전망)과 아울러 스페인, 호주 등의 국가가 채택한 조그만 계획안을 제외하고는 부실자산 제거문제는 은행과 시장이 해결하도록 되어 있다.

AIG 구제금융을 위해 개정된 협정에는 다음과 같은 조항이 있다. 연준은 AIG 부실자산 매각을 추구하기 위한 두 개의 기구를 창설하였는데, 하나는 225억 달러의 주택담보부 채권기금(Residential Mortgage-Backed Securities Facility)이며 다른 하나는 새로운 300억 달러의 자산담보부 채권기금(Collateralized Debt Obligations Facility)이다. Bear Stearns 매각시 유사한 기구가 이러한 창구의 일부로 이용된 바 있다.

그러나 현 상황에서 훨씬 광범위하게 퍼진 부실자산을 다루도록 하기 위한 거래가격 형성이나 시장전체에 대한 투자자의 관심이 충분한지는 의문스럽다. 그리고 그러한 부실자산의 규모와 분포를 둘러싼 불확실성이 문제를 더욱 가중시킨다. 이와 같은 상황에서 은행이 부실자산을 신속히 매각하여 환금할 인센티브가 충분한지도 확실치 않다. 만약 주식시장이 변동적이고, 지금 예측되고 있는 바와 같이 세계 경제 활동에 현저하고 장기적인 침체가 있다면 부실자산 제거 문제는 복잡해질 것이다.

사실, 상당한 규모의 부실자산 또는 독성자산의 제거가 정부의 지원 없이 어느 정도 합리적인 기간 내에 이루어질 수는 없을 것으로 보인다. 시장은 역할을 분명히 해야 한다. 그러나 정부지원이 없이는 이러한 일을 할 수 있는 능력에 제약이 있을 것이다. 더욱이 그 과정에서 정부가 어떤 도움을 줄 수 있는지에 대한 경험은 과거의 은행 및 금융 위기에서 충분히 얻을 수 있다. 부실자산에도 불구하고 은행 및 금융

시스템의 중개기능이 계속되리라는 인식이 있기 전까지는 불확실성의 감소와 신용 및 자산시장 기능의 개선이 나타나기는 어려울 것이다.

물론 시장이 보다 개선되지 않고서는 경제활동에 대한 마이너스적인 충격이 계속된다거나, 플러스적인 경제성장률로의 궁극적인 회복이 지연될 수밖에 없을 것이라는 것 외에는 결론을 내리기가 어렵다.

부 록

Summary of policy & other developments - March to November 2008

7 th Mar	US Federal Reserve expands Term Auction Facility (TAF)
11 th Mar	US Federal Reserve announces Term Securities Lending Facility (TSLF) to the value of US\$200billion
14 th Mar	Bear Sterns receives emergency loan from JPMorgan, in conjunction with the Federal Reserve, signing a merger two days later
16 th Mar	US Federal Reserve announces Primary Dealer Credit Facility (PDCF)
2 nd May	US Federal Reserve expands TAF and TSLF and increases value of swap lines with ECB and Swiss National Bank
11 th Jul	IndyMac placed into conservatorship by FDIC
13 th Jul	US Federal Reserve issues a statement indicating its willingness to lend to Fannie Mae and Freddie Mac
30 th Jul	US Federal Reserve expands PDCF, TSLF and TAF
8 th Sep	US government places Fannie Mae and Freddie Mac in 'conservatorship'
15 th Sep	Bank of America announces plans to buy Merrill Lynch for US\$50billion
17 th Sep	Lehman Brothers files for bankruptcy Federal Reserve announces US\$85billion bailout of AIG
18 th Sep	US Federal Reserve announces an additional US\$180billion in USD swap lines, including to; Bank of Canada, Bank of England and Bank of Japan Lloyds TSB takeover of UK banking and insurance group HBOS
19 th Sep	US Federal Reserve announces Asset-backed commercial paper money market mutual fund liquidity facility (AMLF)
24 th Sep	US Federal Reserve announces a further US\$30billion in swap

- lines with other central banks, now including; the RBA, Sveriges Riksbank (Sweden), Danmarks Nationalbank (Denmark) and Norges Bank (Norway)
- 26th Sep JPMorgan Chase acquires Washington Mutual
- 29th Sep US Congress fails to pass US\$700b bailout plan
- US Federal Reserve announces additional liquidity measures totalling US\$630billion, including a US\$330billion expansion in USD swap lines with other central banks
- ECB provides additional liquidity through €120billion special term tender
- Partial nationalisation of Fortis via €11.2billion injection by the governments of Belgium, the Netherlands and Luxembourg
- UK government nationalises mortgage lender Bradford and Bingley
- German government provides guarantees to lender Hypo Real Estate
- 30th Sep French, Belgian and Luxembourg governments agree to €6.4billion bailout of Dexia
- 3rd Oct US House of Representatives passes a revised financial system bailout plan, the "Emergency Economic Stabilisation Act", which includes the US\$700 billion Troubled Assets Relief Program (TARP)
- Wells Fargo announces its takeover of Wachovia Corporation for US\$16 billion
- US Treasury announces \$125billion capital injection into top nine U.S. banks as part of a larger voluntary \$250billion infusion
- 13th Oct UK government injects £37 billion into the country's 3 major banks- Royal Bank of Scotland, HBOS and Lloyds TSB
- 14th Oct Japanese government announces it could inject public funds into the regional banks
- 15th Oct ECB announces it will lower its threshold for acceptable assets banks can swap for central bank funds, to BBB- from A-, and

- will also accept debt denominated in foreign currencies for the first time. The Bank also announces it will start offering six-month Euro funds at fixed interest rates until March next year, and will hold its first-ever open market foreign exchange swaps, to provide extra liquidity in SUD and Swiss Francs.
- 16th Oct Swiss government announces a 6 billion Swiss franc injection in UBS, in return for a 9.3% shareholding
- 19th Oct The Netherlands government announces it will inject €10 billion in ING
- 29th Oct US Federal Reserve cuts the Fed funds rate by 50 bps
- 30th Oct The Bank of Japan cuts its benchmark overnight call rate by 20 basis points
- 6th Nov Bank of England cuts interest rates by 150 bps, European Central Bank by 50 bps. The Bank announces it will suspend its daily overnight US\$ auctions, but will continue to offer unlimited amounts of dollars for longer maturities
- 10th Nov US Treasury announces plan to purchase US\$40 billion of newly-issued preference shares in AIG under the TARP, allowing the US Federal Reserve to reduce the amount available under its original loan to AIG to US\$60 billion, from US\$85 billion. New York Federal Reserve announces it will lend up to US\$22.5 billion to newly-formed limited liability company to fund the purchase of AIG RMBS, and up to US\$30 billion to a second new LLC to fund purchases of CDOs on which AIG wrote CDS contracts
- 12th Nov US Treasury Secretary Paulson announces he intends to use the uncommitted US\$410 billion in TARP funds to support securitised markets for consumer debt
- 15th Nov G20 Summit on Financial Markets and the Global Economy, Washington DC

Source: Macquarie Research, Macquarie Bank, November 2008

투자은행 모델은 지속가능한가? (I)

*Angelina Kwan**

이처럼 훌륭한 컨퍼런스를 주최한 세계경제연구원과 IMF에 감사 드린다. 오전 세션에서는 각각 다른 측면의 논의가 이루어졌다. 하지만 본인은 본인의 전망을 제시하고자 하는 바, 투자은행에 대한 본인의 일부 견해와, 투자은행 모델이 지속가능한지 여부에 대해 언급하겠다. 또한 현 위기에 있어서 투자은행의 역할과 앞으로의 전개상황, 그리고 본인이 준비한 몇 가지 내용을 투자은행과 비교해 보겠다.

본인은 이번 컨퍼런스를 준비하면서 투자은행이 어떤 것인가, 즉 투자은행과 같은 것을 어떻게 설명할 것인지를 생각해보았다. 그래서 4억 4천만 년 전 선사시대의 삼엽충으로까지 역사가 거슬러 올라갈 수도 있는 투구게(horseshoe crab)를 생각해냈는데, 투자은행이 이 작은 투구게와 어떻게 닮았는지는 나중에 설명하겠다.

전통적인 투자은행 모델은 기본적으로 자문서비스, 증권인수, 딜링(dealing), 담보대출채권의 증권화(originating), 해당은행 고유의 자산 거래(propriety trading) 등으로 이루어진다. 현재 한국이 모색하고 있는 자본시장 은행업 모델이 Goldman Sachs인 것으로 본인은 알고 있다. 그러나 이 전통적 모델은 그동안 변화해왔고 이미 변화하고 있음을 지적하고자 한다. 특히 지금 나타나고 있는 것이 이번 금융위기 전체가 변화시키고 있는 전통적 투자은행의 전모이다.

* COO, Cantor Fitzgerald Asia Pacific

기본적으로 Lehman Brothers가 실패했고 Morgan Stanley 및 Goldman Sachs가 기업구조를 변경한 이유는 담보대출채권 증권화, 자가거래 및 증권인수 분야에 있다. 이 세 분야가 특히 Lehman Brothers 운영에 실질적인 영향을 미쳤다. 아시다시피 그 배경은 투자은행의 수입이 위탁업무와 자문에 따른 수수료이기 때문이다. 차이점이 있다면 대형 투자은행은 대차대조표에 투자항목을 올려서 증권인수와 담보대출채권 증권화 측면에서 리스크 행위를 했다는 점이다. 이와 같은 리스크 행위가 신용위기의 부분적 요인이 되고 있다. 신용위기를 발생시킨 또 다른 요인은 투자은행이 대부분의 일반 상업은행과는 다른 재원조달 원천을 가지고 있다는 것이다. 투자은행은 단기금융시장(money market)을 이용할 수 없기 때문에 장기적인 재원조달 공급원을 개발할 수 없다. 투자은행이 영업활동에 필요한 재원을 조달하는 방법은 단기신용차입, 동업자의 자본 또는 영업이익을 사용하는 것이다.

본인은 종합금융회사(merchant bank)인 Kleinwort Benson 출신이다. 런던에 소재했던 이 기업은 한때 최고 기업금융은행 중 하나였으나 자생할 수 있을 정도로 자본이 충분하지 못하게 되자 Dresdner Bank에 매각되었다. 그 후 이 기업은 신용업무를 하지 못하고, 대차대조표가 없어서 더 이상 영업을 할 수 없었기 때문에 사업모델이 바뀌고 있을 것이다.

따라서 본인은 투자은행들이 위기 훨씬 이전에 바뀌고 있었다는 점을 지적하고자 한다. 앞서 언급된 대형투자은행 두 곳은 상징적일 뿐이다.

그렇다면 무슨 일이 있었던 것인가? 위기 전반에 대해 무슨 일이 일어났는지는 규명하지 않겠다. 다만 말씀드릴 수 있는 것은 위기 발발의 이유가 투자은행이 초라한 소규모 모기지대출을 했으며, 이를 채

권형태로 재포장한 다음 유동화시켰기 때문이라는 것이다. 그리고는 이것을 인수한 뒤 헤지펀드에 매각했다. 그리하여 경기가 매우 좋았을 때 투자은행들은 많은 수익을 냈다. 그러나 시장이 하락하자마자 복잡한 금융상품과 CDO의 가치가 급락했다. 이러한 현상의 효과는 마치 눈덩이 같았다. 모든 시장이 하락하기 시작했고 투자자들 모두가 이와 같은 금융상품들로부터 이탈하기 시작했다.

진정한 전환점은 모든 증권투자가 하락하기 시작한 시기였으며, LIBOR 가산금리는 7년 이래 가장 높았다. 이때가 어느 은행도 서로 대출을 하지 않았던 때였으며, 단기성 재원을 조달하면서 장기부채를 보유하고 있던 투자은행들이 엄청난 압박을 받던 시점이었다. 그래서 모든 증권투자가 더 이상 값어치가 없어져 당초에 평가되던 가치만큼 도 되지 않았다.

그리고 마지막 타격은 Paulson 미국 재무장관이 Lehman Brothers의 파산을 허용한 것이다. 그 후부터는 서브프라임 위기가 아닌 공황의 위기가 되었다. Lehman Brothers가 파산하고 미국 정부가 7,000억 달러 규모의 구제금융안을 통과시켜려 했을 당시 본인은 미국에 있었다. 그 시점에서 위와 같은 상황은 사실상 신뢰도의 위기가 되어버렸다. Lehman Brothers 파산 이후 Goldman Sachs와 Morgan Stanley가 파산의 위협까지 가는 것을 막아야겠다는 필요성이 감지된 것이 바로 그 때였다. 그리하여 Goldman Sachs와 Morgan Stanley는 보다 안전한 은행지주회사의 지위를 미국 연준에 신청했다. 이 때문에 투자은행 모델이 지속가능한가 하는 문제를 이 자리에서 우리가 다루고 있다고 생각된다.

이 모든 측면에서 투자은행의 역할은 무엇이었는가? 그것은 리스크를 확산시키는 것이었다. 이번 금융위기는 미국에서 발생했던 저축

대부조합(Savings and Loans) 위기와 매우 유사하다. 저축대부조합 위기처럼 되는 것을 막기 위해 지금 미국 정책당국이 온갖 노력을 다하고 있는 이유는 아마 세계 모든 국가에게 미칠 영향을 우려하기 때문일 것이다. 오늘 본인이 한국 금융위원회 위원장과 이야기를 나누는 동안에 한국이 어떤 영향을 받게 될 것인가에 대한 언급이 있었다. 본인이 거론한 한 가지는 미국에서 실제로 발생한 손실을 치르기 위해 한국이 자산을 매각해야 하기 때문에 결국 한국도 영향을 받게 된다는 점이었다. 이렇듯 세계 각처에 모든 리스크가 확산됨으로써 전 세계가 현재 위기의 영향을 받게 되는 것이다.

그 외에 어떤 요인들이 투자은행들로 하여금 이러한 위기상황에 몰입토록 만든 것일까? 본인이 지적한 바와 같이 투자은행들은 담보대출채권을 유동화하고 이를 금융기관을 상대로 매각했으며, 여기서 생긴 방대한 규모의 파생상품을 인수한 투자자들의 탐욕이 이에 기여했다. Lehman Brothers가 MBS의 최대 인수자였던 사실이 그 사례다. 투자은행은 모기지대출을 이용해 복잡한 금융상품을 개발했다. 그리고 무엇이 모기지대출을 지탱하는 근원인지를 확인하기 위해 모기지대출을 다시 살펴본다거나 하는 점검을 어느 누구도 하지 않았다. 대신에 투자은행은 모기지대출을 모아서 이를 유동화하였으며, 나아가 이자부문을 제거하고 유동화된 대출의 상이한 부분을 제거한 뒤 파생 금융상품을 만들어 이를 고객에게 판매했다.

본인이 21년간 금융시장에 종사했음에도 파생금융상품의 생성과정과 유통실태에 대해 이제야 겨우 이해하기 시작했다. 본인이 그러하듯 본인의 동료들인 규제당국자들이 이를 이해할 확률이 얼마나 되겠는가? 대다수의 시장참여자들도 이를 이해할 수 없을 것이다. 그 결과 파생 금융상품의 레버리징 및 확대뿐만 아니라 어려운 평가과정이 파생 금융상품이 무엇인지 이해하는데 사실상 문제를 일으키고 있는 것이다.

마지막으로, 주택대출의 압류가 시작되자마자 그 가치가 급락하는 현상이다. 투자은행들은 자체 대차대조표에서 부실대출 항목을 떼어 놓기가 불가능했다. 조금 전 **Bill Shields** 박사께서 언급한 바와 같이, 현재 투자은행들은 대차대조표상에서 자산건전성이 거의 없는 부실자산을 많이 안고 있다. 이는 원래 보잘것없던 소규모 모기지대출이 더 이상의 값어치가 없기 때문이며, 그러한 대출을 받은 사람도 아마 처음부터 변제능력이 없었을 것이기 때문이다. 따라서 시작단계부터 신용의 건전성이 존재하지 않았다.

공시 지연 및 부재도 나타나고 있다. **Mahmood Pradhan** 박사께서 자산유동화 전문계열사(SIVs)에 대해 언급한 바 있다. 이러한 모든 문제가 금융위기가 강타한지 1년이 지나서야 뒤늦게 나타났다. 사람들이 SIVs를 이용하고 있다는 것도 그 때서야 알게 되었다. 하지만 SIVs의 영업활동은 재무제표에 기록도 되지 않았다. 또 다른 문제 영역은 리스크 관리와 내부통제가 희생되었다는 것이다. 모기지대출 상품과 유동화된 모기지대출 자산이 특히 **Lehman Brothers** 및 **Morgan Stanley**의 장부에 집중되어 있었다. 투자은행들은 전체적인 자체 증권투자의 구성뿐만 아니라 대출헤징 및 금융파생상품을 살펴보지 않았고 파생 금융상품의 시가평가도 하지 않았다. 그러나 큰 문제로 생각되는 것 중 중요한 것은 투자은행이 대출을 해주고 또 은행으로부터 대출을 받으면서 대출의 건전성, 즉 대출의 근원이 되는 요인들을 전혀 살펴보지 않았다는 것이다.

본인이 **KPMG**에서 근무할 당시 미국 저축 및 대출의 모든 동태 파악을 위해 자산투자의 실패사례를 전체적으로 검토한 바 있다. 그리하여 대출서류를 파헤쳐 차입자의 배경을 실제로 살펴보면서 차입자에게 지불능력이 있는지를 검증할 수 있었으며, 그리고 대출담보물에 대한 가치가 없다는 것도 파악할 수 있었다. 그 결과 해야 할 일은 기본

으로 돌아가는 것이었다. 투자은행도, 대출을 초기에 증권화한 은행도 앞서 열거된 기본적인 검토를 전혀 하지 않았다. 이러한 것이 지금 현재 감사(auditor)의 잘못인가, 신용평가기관의 잘못인가, 아니면 은행을 살펴보기 위해 하위직 직원조차 보내지 않은 투자은행의 잘못인가? 잘은 모르겠지만 신용평가기관만큼은 이러한 문제를 검토해야 했던 것으로 생각된다. 이러한 것이 사람들이 간과한 기본적인 영역이다.

마지막 사안은 투자은행의 내부통제이다. 본인이 지적한 바와 같이 대출에 대한 독자적인 점검이 없었다. 자산의 장부기재 범위가 무시되었다. 이와 같은 자산집중이 어떻게 나타날 수 있었던 것인가? 투자은행은 보유자산의 가치를 할인하여 매각·처분하는 것을 원하지 않았기 때문에 회계장부에 그대로 유지하였다. Lehman Brothers는 위기가 임박했을 당시 보유자산을 매각할 수 없었던 관계로, 부실화되어가는 많은 파생금융상품을 떠맡게 되었던 것으로 보인다. 회계장부에 자산을 어느 정도로 유지해야 하는가 하는 측면에서 볼 때 Lehman Brothers는 자체 한도의 범위를 전혀 고려하지 않았음을 알 수 있다.

그렇다면 앞으로 어떻게 될 것인가? 호전되기 전까지는 상황이 더욱 악화될 것이다. 미국 및 유럽 각국 정부 대부분이 이미 금융시장에 개입하고 있고 정부보증 등으로 금융기관을 구제하고 있으며 악화되어가는 자산 건전성에 관해 논의하고 있다. 이와 같은 부실자산을 투자은행이나 일반은행으로부터 도려내지 않는 한 문제가 발생하게 된다. 저축대부조합 위기 시에는 정상적인 은행(good bank)과 부실자산을 안고 있는 은행(bad bank)으로 구분한 후, 모든 부실자산을 bad bank로 옮겨 부실자산을 전문적으로 정리하도록 하는 조치가 취해졌다. 그리고 나서야 전체적인 치유방법이 시작될 수 있었다.

신뢰도 위기 문제는 단지 잠시 가라앉은 상태일 뿐이다. Bank of

America와 같은 대형기관이 문제를 일으키면 신뢰도 문제는 다시 발생하기 마련이며, 그러한 문제가 발생하지 않기 바랄 뿐이다. 하지만 한 조각의 나쁜 소식으로도 전체적인 신뢰도 위기(더 이상 부실자산의 문제가 아닌 신뢰도의 문제다)로 다시 확산되기 시작할 것이다.

지금 우리가 당면하고 있는 세계적 경기침체는 2009년과 2010년까지 계속될 것으로 생각된다. 하루가 지나면 파산에 직면할 은행이 더 늘어날 것으로 본인은 자신 있게 말할 수 있다. 미국 연방예금보험공사(FDIC)는 미국 내에서 100~200개의 은행이 파산할 것으로 보고 있다. 얼마나 많은 투자은행들이 몰락할 것인가? 대형 투자은행들은 모두 사라졌으므로 지역수준의 투자은행이 전부인 것으로 우리는 보고 있다. 그러므로 정부는 갈 수 있는 곳까지 손을 뻗칠 것이다. 현재 FDIC는 200명을 채용해서 대출심사와 더불어 파산은행을 다루고 있다. 규제조치는 지금 시작단계일 뿐이므로 균형을 유지할 필요가 있다.

2008년 9월 12일 Lehman Brothers가 파산할 당시, 홍콩에 있는 우리는 Lehman Brothers 파산에 따른 청산 문제를 비롯한 어떤 문제에도 대응할 충분한 자본이 있다고 생각했다. 하지만 자금이 없었다. 이 때문에 홍콩증권거래소(Hong Kong Exchanges)는 곧바로 청산을 하지 못하고 1억 5천만 달러의 금융손실을 떠안게 되었다. 거래에서만 그렇다는 말이다. 예를 들어 한국의 증권거래에는 어떤 영향을 미쳤을 것인지 상상할 수 있겠는가?

따라서 모든 투자은행의 자기소유 유가증권 거래, 이른바 자가매매(proprietary trading) 분야가 전부 중단될 것으로 생각된다. JP Morgan은 자기매매부서 직원 대부분을 이미 해고했다. 새로운 금융상품에 대한 소개는 거의 없을 것이며 투자은행 손실을 정리하고 증자를 해야

할 필요가 있다.

예컨대 본인이 몸담고 있는 Cantor Fitzgerald는 리스크 행위를 하지 않는다. 그렇기 때문에 고객들이 지금 우리에게 오고 있다. 기관투자자들을 위해 우리는 금융위기가 불러온 업무의 공백을 틈새시장의 전문중개인들로 채울 것이다. Cantor Fitzgerald는 세계최대 이슬람 채권 발행은행인 말레이시아의 CIMB(Commerce International Merchant Bank), 투자자문사인 Lazard, 캘리포니아에 근거지를 두고 틈새 서비스를 제공하는 Houlihan Lokey와 같은 지역 투자은행이 될 것이다. Credit Suisse, BNP와 HSBC는 본래의 명맥을 유지하면서 제한된 서비스를 제공할 것이다. 그리고 리스크 행위를 하지 않기 때문에 평균 투자가를 거래대상으로 하는 사이버 증권거래 중개인들의 활동이 왕성해질 것이며, 안전하다고 생각되는 이와 같은 은행이나 브로커들에게 고객들이 많이 모일 것이다.

마지막으로, 지금 투자은행들은 사실상의 리스크인 거래상대방 리스크를 안고 있다. 도대체 Lehman Brothers가 파산하리라고 누가 생각이나 했겠는가? 1년 전에 본인에게 이러한 말을 했다면 웃었겠지만, Lehman Brothers는 파산했고 그것이 현실적으로 문제가 되고 있다. 때문에 지금 살아남은 은행들은 자신의 신용상태, 자체 위기분석, 영업방식, 기업전략 등을 살펴보지 않으면 안 될 것이며 규제당국자들은 이러한 문제들을 진정으로 이해할 필요가 있을 것이다. 여러분들은 잘 모르시겠지만 Goldman Sachs, Lehman Brothers, Morgan Stanley에 파견된 미국 증권거래위원회(SEC) 팀들 모두가 위에 열거된 문제 중 어느 하나도 막지 못했다. 뉴욕에 있는 5개의 대형 투자은행인 Bear Stearns, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch에 미국 SEC 직원들이 파견되었지만 놀랍게도 초기적인 대응 조치가 전혀 없었다. 그러므로 투자은행 및 규제대상 은행들을 어떻게

다를 것인가 하는 면에서 규제당국의 임무수행 방법도 바뀌게 될 것이다. 그리고 마지막으로 수년에 걸쳐 숙정작업이 이루어지게 될 것이다. Paulson 장관의 Lehman Brothers 파산결정 조치도 5~10여년의 정리작업이 필요할 것이다. 그럴 경우 승자는 여러분이나 본인이 아닌, 불행히도 변호사와 회계사가 될 것이다.

그렇다면 본인이 투자은행을 투구계와 같다고 생각한 이유는 무엇인가? 투구계는 약 4억 5천만 년을 존재해왔으나 투자은행은 그다지 길지 않은 기간을 살아왔다. 큰 외골격을 가진 투구계는 17번 또는 그 이상 껍질을 벗고 장기간 살 수 있다.

여러분이 본 투자은행 가운데 직원구조와 영업부서를 17번 또는 그 이상을 바꾸며 존립을 연장시킨 투자은행은 얼마나 되는가? 이러한 일이 바로 지금 투자은행들이 하고 있는 일이다. 투구계는 사지를 재생시키는 희귀한 능력을 가지고 있다. 마찬가지로 투자은행도 자체의 형태를 재생시킬 수 있으며 항상 다시 성장할 것이다. 본인이 말할 수 있는 것은 지금 살아남은 투자은행들은 앞으로 5년 내에 좋아지리라라는 점이다. 가장 흥미로운 것은 투구계가 매우 크기 때문에 거친 파고 속에서 등이 아래로 뒤집어질 수 있는데, 이때 다시 원상태로 돌아오도록 도움을 주지 않으면 투구계는 사망하게 된다는 사실이다. 이러한 경우에는 실제로 정부가 개입하여 적절한 조치를 함으로써 이들의 원상복구가 이루어지도록 해야 한다. 사실 과거에 “그들을 뒤집어 놓기만 하자”라는 운동이 있었다. 지금 정부가 투자은행들과 하고 있는 것이 “그들을 구제만 하자”라는 운동이다.

이는 요즘처럼 어두운 전망과 비관 속에서의 조그만 유머일 뿐이다. 투자은행은 계속 생존할 것이며 좋아질 것이며 지금의 일시적 붕괴인하는 5년 내에 사라질 것이다.

투자은행 모델은 지속가능한가? (II)

이 장 영*

최근의 세계금융위기로부터 교훈을 얻기 위해 마련된 이처럼 중요한 회의에 참여하게 된 것이 무척 즐겁고 영광스럽다는 점을 먼저 말씀드린다. 오늘 본인은 경제전문가로서가 아니라 현재 금융규제 당국에서 공직을 수행하고 있는 일원으로서 발제 요청을 받은 것으로 생각하고 있다. 따라서 본인은 본인의 견해를 금융안정과 금융규제의 설계에 대해 세계금융시장 혼란이 야기한 제반 문제로 국한시킬 것이다.

본인의 발제는 두 가지 주요 질문에 초점을 두고 있다. 즉 1) 무엇이 미국에 금융위기를 가져다주었는가, 2) 유사한 위기의 가능성을 줄이기 위해 한국이 취하고 있는 제도적·정책적 개혁은 어떤 것인가 하는 것이다.

1933년의 글래스-스티걸법(Glass-Steagall Act)이 미국 일반은행의 투자은행 업무수행을 금지한 후, 주로 증권발행을 담당하던 미국 증권사 또는 투자은행들은 일반은행과 별도로 번창하기 시작했다.

그 후 금융혁신 및 법규상의 허점으로 인해 글래스-스티걸법의 효력은 약화되었지만, 그램-리치-블리리법(Gramm-Leach-Bliley Act)이 통과되던 1999년까지 유효하였다. 이와 대조적으로 유럽 국가들은 겸업은행 영업모델(universal banking business model)을 개발하여 주요 은행 그룹이 투자은행 서비스를 함께 제공하도록 하였다.

* 금융감독원 부원장

현재의 금융위기가 분명하게 보여주는 바와 같이, 안전한 예금기반이 없는 미국형의 독립적 투자은행은 금융위기가 투자은행의 유동성 상황에 과도하게 압박을 줄 때 매우 취약하다. 보다 안정적인 재원조달 구조와 더불어, 연준으로부터 직접적인 유동성 지원을 받을 수 있는 은행지주회사(bank holding company)로 최근 Goldman Sachs와 Morgan Stanley가 전환한 이유가 이 때문이다. 사실 이는 앞으로 곧 민영화될 한국산업은행이 추구하고 있는 기업모델이기도 하다.

그런데 투자은행으로 하여금 도매형(대형)과 소매형(소형) 상업은행 영업을 함께 하도록 하는 것은 금융기관들이 당면하고 있는 모든 리스크에 대한 완전한 해결방안이 아니다. 은행업무 전반에 영향을 미치는 전체적인 시스템상의 위기에 직면할 경우, 겸업주의 은행시스템은 다른 영업 분야 전체에 미치는 전이효과(contagion effect)로 인해 더 위험할 수 있다.

그러므로 은행영업 모델 중 어떤 형태가 그 나라에 최적인지에 대해서는 견해가 다양하다. 한국의 경우, 금융시스템이 일반은행에 지나치게 의존하고 있어서 일반은행과 투자은행 시스템 간의 균형이 필요하다는 것이 정책입안자 및 학계 대부분의 견해이다.

본인 역시 이러한 견해에 전적으로 동의한다. 또한 몇 가지 결함에도 불구하고 투자은행 영업모델 자체는 여전히 유효한 것으로 본인은 믿고 있다. 투자은행이 시장에서 달성하는 주요기능, 즉 증권발행자와 다양한 투자자들 사이의 리스크를 평가하고 중개하는 기능은 각국 경제 내 자본시장의 효율적 운용을 위해 여전히 적합하고 필요하다.

한국의 투자은행은 분명히 아직도 걸음마 단계이다. 그리고 투자은행의 성장촉진은 경제발전의 긴요한 요소인 고부가가치 금융서비스

산업의 성장 및 리스크자본 성장 모두에게 필요한 것이다. 하지만 규제완화 정책을 통해 투자은행업을 발전시키고자 하는 한국 정부의 노력이 미국 투자은행의 위기로 인해 도전을 받고 있다.

대형 투자은행이 리스크가 큰 모기지 관련 증권에 투자할 수 있도록 한 잘못된 미국의 정책은 바로 2004년 초에 순자본규칙(net capital rule)을 완화하기로 한 미국 증권거래위원회(SEC)의 결정이었다. 이러한 규제철폐는 투자은행이 투자손실에 대비하여 축적한 수백억 달러의 준비금을 풀어주었다. 그 결과 Bears Sterns의 경우 레버리지 비율이 33:1로 급격히 상승했다. 또한 미국 증권거래위원회는 투자위험도 판정을 투자은행 자체의 컴퓨터 모델에 의존하기로 결정하였는데, 이는 기본적으로 투자은행 자신에게 감독기능 업무를 외주하는 것이었다. 당연히 미국 증권거래위원회는 수많은 잠재적 리스크 요인을 인지하지 못했고, 따라서 리스크 요인을 줄이는 어떠한 감독조치도 취하지 못했던 것이다.

이른바 ‘자본시장법(Financial Investment Services and Capital Market Act)’이라고 하는 새로운 법률이 2009년 2월에 한국에서 발효될 것이다. 이 새로운 법률은 금융투자업체가 모든 투자은행 서비스에 종사할 수 있고, 새로운 혁신적 금융상품 및 서비스를 설계함에 있어 보다 폭넓은 유연성을 부여할 수 있도록 하는 규제적 체계를 제공한다.

보수성향의 일부 학계 인사들은 새로운 자본시장법이 금융기업과 금융서비스 소비자들에게 잠재적 리스크를 제공하지 않을까 우려하고 있지만 금융기업의 과도한 레버지 상황은 한국에서 일어날 수 없다. 왜냐하면 최소한 300%의 순자본규칙이 리스크가 높은 파생금융상품 매매활동에 종사하고자 하는 금융기업에 엄격하게 적용될 것이기 때문이다.(150%의 순자본규칙은 10%의 적정자기자본 비율과 같으며,

이는 실제로 레버리지 비율을 10 이하로 억제시킨다.)

미국의 금융혼란 속에서 투자은행에서 나타난 또 다른 주요 취약점은 규제당국이 규제완화에 뒤따른 강력한 감독행정을 실시하지 못했다는 사실이다. 미국의 금융혼란 속에서 투자은행이 보여준 또 다른 주요한 취약점은 완화된 규제에 규제당국의 강력한 감독이 뒤따르지 않았다는 사실이다. 은행투자의 위험도와 그리고 초기단계에서 차입에 대한 의존성 증가를 찾아낼 수 있는 감독프로그램이 미국 증권감독 위원회의 낮은 정책순위였다.

대조적으로 한국의 금융감독원은 규제를 완화하고 있으나 동시에 증권회사의 감독을 강화하고 있다. 금융감독원의 자본시장조사국은 최근 RAMS(Risk Analysis and Management System)라 불리는 정교한 기법을 발전시키고 있다. RAMS 기법은 보다 많은 감독 인력을 리스크가 높고 리스크 관리기능이 취약한 증권회사에 배치시킴으로써 금융감독에 대한 리스크 관리기법을 보다 효율적으로 만들 것이다. 별도로 금융감독원은 파생금융상품과 다양한 신종 증권에 대한 데이터베이스 통합제도의 구축을 고려하고 있는데, 이것은 보다 치밀하게 이들 상품의 시장거래를 감시하기 위한 것이다.

수많은 복잡한 증권과 파생금융상품이 제공될 것이므로, 금융서비스 소비자에게는 자본시장법이 부과하는 또 다른 잠재적 리스크가 있다. 또한 일반적이고 초보적인 개인투자자에게는 위험도가 높은 금융상품의 부정판매 같은 불건전한 마케팅 관행이 나타날 수 있다.

그러나 새로운 법아래서 강력한 소비자 보호를 위해 폭넓은 조치가 이루어질 것이다. 금융기관은 고객을 위해 거래의 타당성을 보증하고 투자리스크를 충분히 설명하기 위해 합당한 배려를 취하도록 요구될

것이다.(이것이 이른바 고객확인제도이다). 또한 판매권유전화 혹은 방문은 엄격히 규제될 것이다.

한국의 규제 당국이 직면하는 또 다른 규제분야에서의 도전을 살펴 보겠다. 여러분 모두가 매우 잘 아시는 바와 같이 현재의 글로벌 금융 혼란은 서브프라임 모기지 대출로 촉발되었는데, 그 대부분이 취약한 증권인수 기준에서 비롯되었다. 은행감독자의 입장에서 볼 때, 세 가지의 기본적인 결함이 모기지 와해에 기여했다고 생각된다.

첫 번째가 모기지의 최초 대출기관과 관계가 되는데, 많은 대출이 규제대상 은행부문 밖에서 이루어졌다. 모기지 회사의 대부분이 연방 은행 감독의 안전성 및 건전성 검증에 저촉되지 않았다. 그래서 서브프라임 모기지의 거의 45%가 차입자의 지급능력을 보증하는 적정한 서류의 구비 없이 이루어졌다는 것은 전혀 놀라운 일이 아니다. 감독 부서의 인력이 충분치 않은 상태에서, 주정부의 은행감독기관 역시 다수의 모기지 대출 차입자들을 제대로 감시할 수 없었다. 이 문제는 우리로 하여금 규제의 진공상태와, 모든 금융기관에 일률적으로 적용되는 건전성 규제와 감독기준의 필요성에 대해 주목하게 만든다.

두 번째의 취약점은 자산유동화로 인한 허술한 인수업무에 유인시키는 잘못된 인센티브제도와 관계된다. 은행과 모기지 대출자는 그들의 대출을 채권으로 증권화시키고 비은행 투자자에게 그것을 매각할 때 요구되는 대출심사에 대해서 보다 해이해졌다. 재포장되고 투자자에게 매각된 미국 서브프라임 대출의 체납률이 전통적으로 대출자의 회계장부에 기재된 대출자산보다 20% 높다는 점은 흥미로운 유의사항이다. 다음으로 중요한 점은, 은행감독자는 증권화된 자산에 대해 잘 짜여진 리스크관리 프로그램을 강조해야 한다는 것이다.

세 번째의 취약점은 효과적인 리스크 파악과 분석에 있어서 은행 관리부서의 실패와 관계있다. 미국에서 파산한 은행의 대부분이 금융상품과 시장의 리스크를 경시하였으며, 이는 나중에 금융혼란시 취약성과 경제적 손실의 원천이 되었다. 이러한 은행의 최고 경영진은 흔히 통제에 대한 충분한 조치 없이 리스크 확대를 옹호하는 경향이 있었다. 이와는 대조적으로, 잘 관리된 은행은 위험부담 행위와 확장에 발맞추기 위해서 통제구조의 향상과 리스크 관리에 대한 기업의 전반적인 접근을 장려했다.

한편, 한국의 금융감독원은 국내은행의 리스크 관리에 대한 감독을 강력하고 효율적으로 추진하기 위해 노력을 하고 있으며, 선진형 리스크 관리를 위한 다각적인 계획이 이미 진행 중에 있다(3번째 단계가 2008년에 시작되었다). 그리고 금융감독원은 은행의 내부 리스크관리 관행에 대해 기존 지도체계를 강화하고 있다. 특히 중요한 점은 금융감독원의 감독관은 리스크의 발생을 이해하고 과도한 리스크를 제거하기 위한 조치에서 고위 경영층의 역할을 강조한다.

은행이 미래의 위험도 측정까지 감안한 자산건전성 접근을 발전시키도록 하는 인센티브 제도를 보장하고 유동성 리스크의 관리를 강화하기 위하여 자본적성 평가인 Basel II 또한 검토되고 있다. 최근 금융안정화포럼(Financial Stability Forum)이 제의한 권고안을 따라 금융감독원은 심각한 쇼크아래서의 잠재적 손실을 잘 평가하기 위해서 은행이 리스크와 위험노출의 전통적인 측정방법(위험관리 시스템인 Value-at-Risk 같은 기법. 시계열 자료에 의존한 회고적인 리스크 측정방법)을 개선시키도록 장려할 것이다.

Basel II의 체계, 이른바 Pillar II(감독당국의 적극적인 감시)와 Pillar III(공시강화를 통한 시장참여자의 감시) 부문은 은행의 위험노

출을 둘러싼 투명성을 강화할 것이며 자산유동화 전문계열사(SIV)와 같은 증권화된 자산이나 여타 부외기관에 대해 보다 적절한 자기자본 관리를 지시할 것이다. 스페인의 금융감독기관은 구조화된 신종 파생 금융상품이 지닌 별도의 위험노출을 통제하기 위해 투자은행의 SIV 자산에 대해서 적정자기자본비율 8%를 부과하고 있다는 사실에 유의할 필요가 있다. 이러한 조치는 큰 효력이 있었다고 알려지고 있다.

유동성 리스크 관리는 지속적인 개선이 이루어져야 되는 또 다른 분야이다. 진행중인 시장의 혼란에 대응하려 했던 은행은 유연한 유동성 관리와 효과적인 비상재원 조달대책을 구축했다.

금융감독원은 1997년 금융위기 이래 금융업체에 대한 유동성지표 규제를 강화해 오고 있으며, 은행이 당국이 제시한 일주일, 1개월, 3개월간의 외화유동성 지표를 은행이 제대로 준수하는지의 여부를 치밀히 감시하고 있다. 2007년 말에 들어와 미국의 서브프라임 모기지 위기가 아시아 제국을 강타했을 때도, 모든 은행들이 건전성을 나타내는 유동성 지표를 유지하고 있었다. 그러나 모든 은행들이 보다 높은 재원조달 비용에 직면하였고 단기성 부채 상황의 만기연장 비율이 하락하고 있었다. 그래서 금융감독원은 모든 은행이 보다 엄격한 위기분석을 행하고 너무 무리하게 부채의 만기상환 연장에 의존하지 않는 합리적이고 현명한 유동성 조달 계획을 확실히 배치하도록 하기 위해서 여러 가지 조치를 취했다.

금융감독원은 또한 증권회사의 내부 통제체계를 글로벌 기준에 맞도록 하고 조사의 초점은 법규와 규제의 위반을 식별하는 일에서 내부 통제의 적정성을 평가하는 일로 이동하는 노력을 하고 있다.

본인의 마지막 요점은 거시경제적 지표와 금융건전성 지표라는 두

개의 측면에서 금융조직의 취약성을 평가목표로 하는 거시건전성 감독업무의 중요성과 관계되어 있다. 금융감독원의 거시건전성 감독부는 거시건전성 감독과 조기경보체제에 참여하고 있다. 이 부서는 금융조직의 개별 주요 소부문에 대한 조기경보 모델을 기초로 하여 금융부문에 대한 분기별 조기경보를 준비한다. 이 외에도 금융감독원은 경제안정성 지표에 대한 월별감시 보고서를 출간한다. 은행에 관한 지표는 연체율, 단기유동성과 유가증권의 평가에서 오는 금융손실을 포함한다. 금리변화의 충격, 환율 그리고 주택가격에 주로 초점을 두면서, 금융감독원의 감독부서는 각각 치밀한 거시경제적 위기분석을 진행하고 있다. 이 모든 노력이 다음의 금융위기를 피할 수 있도록 협조하고 시의적절한 방법으로 금융조직의 어떤 취약점도 한국의 정책당국이 발견할 수 있게 하기를 바란다.

이 발제를 끝나기 전에 말씀드리고 싶은 것이 하나 더 있다. 여타 아시아 국가와 같이 한국도 글로벌 신용긴축의 여파를 피할 수 없을 것이다. 유동성은 세계적으로 경색된 상태에 있다. 그러나 한국은 현재 시장의 취약성에 대응하기 위한 대담하고 결정적인 방안을 준비하고 있고, 그리고 이미 많은 적절한 조치를 취하고 있다. 그러나 금융세계화 시대에서는 어느 나라도 다른 나라의 정책당국이나 IMF, BIS 등 국제금융기구와 협조하여 금융조직의 건전성을 진단할 수 있어야 하며 아울러 글로벌 규모로 국제공조적인 정책조치를 입안할 수 있어야 한다. 이러한 맥락에서 한국의 G-20회의 참여는 확실히 고무적인 신호이다. 글로벌 금융감독을 강화하기 위한 방법에 대해 많은 논의가 있을 것이다. 그래서 한국은 문제를 글로벌 맥락에서 다루기 위하여 금융안정화포럼 같은 여타 국제기준 설정 회의에 반드시 참여하여야 한다.

투자은행 모델은 지속가능한가? (III)

김 형 태*

이 회의에 참석하게 된 것을 기쁘게 생각하며, 우선 세계경제연구원 개원 15주년 기념을 축하드린다. 본인이 이야기 하고 싶은 과제는 투자은행 모델이며, 특별히 투자은행 영업 모델이 아직도 생존하고 있는지의 여부에 대한 대답을 찾고 싶다. 본인의 대답은 물론 긍정적이다. 그러나 본인이 이러한 입장을 취하는 이유가 무엇인가 하는 것이 본인의 발제의 모든 것이 될 것이다.

2008년 투자은행에 어떤 일이 일어나고 있는지를 살펴보면 대형이고 독립된 투자은행은 현저히 변화하고 있음을 볼 수 있다. 그 결과 투자은행의 환경은 변화하고 있으나 변화란 단어로 실제로 무엇이 일어나고 있는지를 서술하기에는 너무 미약하다. 기본적으로 구조적 변화, 패러다임 이동이란 표현이 보다 정확한 술어 같다.

왜 이러한 일이 일어났는지를 논의하기 전에 지금까지 어떤 일이 일어났는지를 보여드리겠다. 투자은행의 첫째와 둘째가 되는 Goldman Sachs와 Morgan Stanley는 1956년의 은행지주회사법(Bank Holding Company Act)에 따라 지금 금융지주회사가 되었다. Merrill Lynch와 Bear Stearns는 Bank of America와 JP Morgan & Chase가 각각 인수하였다. Lehman Brothers는 물론 많은 문제를 가지고 있어서 미국 본부는 파산보호 Chapter 11을 신청하였고 아시아 지사는 Normura 증권사가 매수하였다.

* 한국증권연구원 원장

어떻게 이런 일이 일어났는가? 어떻게 투자은행의 몰락을 설명할 수 있을 것인가? 이 질문은 매우 중요하고 걱정하는데 그 이유는 이에 대한 대답이 오늘 이 오후 세션의 질문에 대한 답에 직접 영향을 미치기 때문이다. 이러한 질문에 대한 가장 효과적인 대답은 투자은행의 정의부터 시작하여야 한다고 본인은 생각한다.

무엇이 투자은행이며 어떤 역할을 하는가? 본인은 투자은행이란 유가증권의 발행을 설계하고 인수함으로써 회사와 투자가의 가교 역할을 하는 ‘금융솔루션 제공자(Financial Solution Provider)’라고 정의하고 싶다. 또한 투자은행은 리스크가 평가, 인수, 거래 및 변형되는 시장에서 리스크 전문가로 생각될 수 있다. 이러한 측면에서 투자은행은 어떤 포지션도 취하지 않고, 혹은 거래하는 회사에 자금도 투입하지 않으며, 오로지 중개, 인수 또는 금융자문 같은 수수료 업무에만 종사하는 대리인(agent)의 역할을 하는 금융중개인이다. 이것이 투자은행이 자본시장에서 정확히 제공하겠다고 뜻하는 역할이다.

어떻게 우리는 투자은행이 어떠한 이유로 곤란에 빠지게 되었다고 설명하는가? 요점은 이러하다. 1990년대 중반 이후 투자은행간의 경쟁 때문에 그들은 자기자본 직접투자(principal investment) 업무에 착수하기 시작하였다. 만일 투자은행이 엄격하게 수수료 사업으로부터 직접적 부산물로서 파생한 자기자본 직접투자 업무만 필요로 한다면, 쉽게 이해할 수 있고 투자은행은 높은 리스크에 노출되지 않는다.

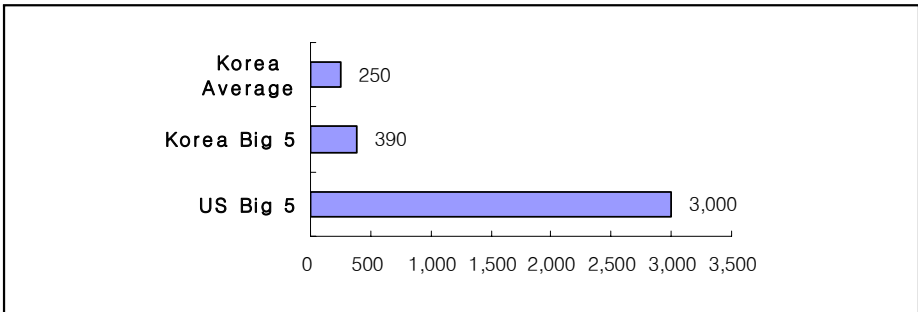
그러나 2000년부터 일어난 일은 투자은행들이 그들의 자기자본 직접투자 업무를 더 이상 감당할 수 없는 지경까지 엄청나게 확장하였다. 게다가 그 뒤에 그들은 서브프라임 모기지과 이와 관련된 신용파생상품 같은 보다 위험요인이 많은 투자물에 투자하기 시작하였다. 즉 투자은행이 수수료 사업보다 오히려 자기자본 직접투자에 더 많은 자

금을 투입했다는 뜻이다. 이것은 앞뒤가 바뀐 것과 마찬가지로이다.

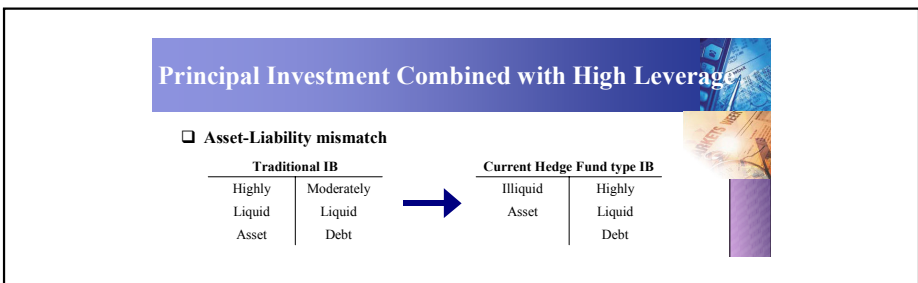
예를 들기로 하자. 몇몇 투자은행의 영업 순이익을 살펴보면 자기 자본 직접투자로부터의 영업순이익이 증가하고 있으며 자기자본 직접 투자가 총 영업이익의 50% 이상을, 어떤 경우에는 70% 이상을 점유 하는 사례를 접하게 되는 것이 흔하다.

보다 못지않게 긴요한 두 번째 요점은 레버리지에 대한 과도한 의존도이다. 물론 레버리지 자체는 금융에 있어서 매우 자연스러운 것이지만 마치 탐욕이 인간의 발전적인 정신에 방해가 되듯이 레버리지는 금융의 혁신적 정신에 방해가 된다. 레버리지 사용은 자기자본 이익률

〈도표 1〉 Leverage ratio of Big 5 IBs in Korea and US



〈도표 2〉 Asset-Liability mismatch



을 증가시키는 가장 쉬운 방법이다. 그런데 문제는 너무 과도한 레버리지 의존도이다. <도표 1>을 보면 미국 기업과 한국 기업 간의 레버리지 비율을 확인할 수 있다. 한국의 5개 대형 증권회사의 레버리지 비율은 자기자본 비율 규모의 3~4배 미만이지만 미국 기업은 30배 이상이다. 상황을 더욱 악화시키는 것은 부채의 거의 대부분이 단기성으로서 당연히 리파이낸싱(자금 재조달)이 필요하다.

<도표 2>에서 2개의 대차대조표를 살펴보면, 좌측은 주요기능이 ‘대리인’ 역할을 하는 전통적인 투자은행이며, 우측은 Lehman Brothers 나 Bear Stearns 같이 헤지펀드형 투자은행이다. 둘 사이에 큰 차이를 볼 수 있다. 헤지펀드형의 경우, 투자은행은 매우 유동성이 높은 단기 부채로 재원조달하여 장기성, 비유동적 자산에 투자함으로써 중개업으로 행동하기보다는 오히려 펀드 같이 운영되고 있다.

요약하면 매우 높은 레버리지로 비유동적인 자산투자에 과도히 의존하는 투자은행 영업모델은 지속가능하지 않다는 점이다. 투자대상 자산이 비유동적이고 그리고 레버리지가 단기일 때는 더욱 그러하다. 이 둘의 혼합은 투자은행에 매우 독소적이며 해롭다. 이론적으로 이야기하면, 이러한 경우에도 잘 설계된 그리고 잘 준비된 리스크 관리 조직이 있으면 위기를 모면할 수 있다. 그러나 그러한 완전한 조직을 구축한다는 것은 거의 불가능하다는 것이 현실인데 그 이유는 금융세계에는 너무나 많은 ‘검은 백조(black swan: 개연성이 희박한 사건)’가 배회하고 있기 때문이다. 본인이 강조하고 싶은 점은 다음과 같다. 실패한 것은 헤지펀드형 투자은행이며, 투자은행 모형 자체는 아니다. 여기에 본인의 주장을 뒷받침하는 증거가 있다.

최상위 계층 바로 아래 있는 투자은행들을 살펴보면, 이들 은행은 금융혼란에 대응하여 아직도 굳건하다. 그 이유는 그들은 건전한 영업

모델을 가지고 있기 때문이다. 그래서 다음에 묻고 싶은 질문은 누가 독립된 5개의 최고 투자은행을 인수할 것이냐 하는 것이다. 정치에서든지 혹은 여타 어느 부문에서든지 매번 공백이나 공간이 있으면 새로운 권력이 진입하게 된다. 이 역시 금융의 세계에서든 마찬가지다. 이 경우 누가 승자가 될지는 확신할 수 없으나 4종의 후보군을 생각할 수 있다.

첫 번째의 후보군은 투자은행과 제휴되어 있는 금융지주회사일 것이다. 이것이 Morgan Stanley와 Goldman Sachs가 선택한 전략이다. 세계적으로 대형 투자은행을 부분적으로 대체할 것으로 생각되는 두 번째의 후보군은 UBS, Credit Suisse 및 Deutsche Bank 같은 유럽 투자은행과 Nomura같은 여타 아시아 투자은행이다. 우리가 주목하여야 할 3번째의 후보군은 틈새시장에 초점을 두고 있는 Lazard와 Jeffries & Company 같은 제2부류에 속한 독립된 투자은행이다. 그리고 마지막 후보군은 KKR, Blackstone과 Carlyle 같은 기업인수 합병을 목적으로 결성된 buy-out 펀드다. 투자은행 기능전환의 방향이 관심을 집중시키는 이유는 헤지펀드형 투자은행과 매우 상이하기 때문이다. 방향전환 과정에 있는 투자은행들은 그들의 영업을 자기자본 투자수수료 업무(principal-fee business)로부터 대리인 투자수수료 업무(agent-fee business)로 확대하기 위해 노력하고 있다. 핵심 요점은 상이한 형태, 구조와 위상을 가진 여타 투자은행이 일반 상업은행의 기능이 아니라 투자은행의 기능을 이어 가려고 하는 점이다. 투자은행과 일반 상업은행은 완전히 상이한 조직이기 때문에 사업의 성공을 위해서는 상이한 전문성과 문화가 필요하다.

한국에서 투자은행 조직의 도입 전망에 관한 것이다. 미국에서 투자은행제도가 실패했기 때문에 한국은 이것을 포기하던지 혹은 2009년 2월부터 이행될 예정인 자본시장통합법을 적어도 지연시켜야 한다고

사람들은 말한다. 물론 본인은 이러한 의견에 전혀 동의하지 않다. 투자은행에 과오가 없다고 말하는 것이 아니라 그 질책은 억제되어야 한다. 그리고 규제가 허술하여 잘못 관리된 투자은행에 국한되어야 한다. 우리가 반드시 기억해야 할 것은 한국의 상황이 미국의 그것과 총체적으로 다르다는 점이다. 미국과는 달리 우리를 괴롭히는 것은 과도한 규제이며 미국에서와 같은 허술한 규제가 아니다. 그래서 투자은행을 질책하는 대신 우리가 지금 하여야 할 일은 새로운 비전과 새로운 규제 패러다임 아래서 새로운 모델을 제안하는 것이다. 자본시장통합법이 목적하는 것은 정확히 이러한 것이다.

그러므로 위기로부터 복원력이 있으며 외부충격에 그리 취약하지 않은 한국 자체의 투자은행 영업모델을 우리가 어떻게 구축하는가? 세 가지 주요측면이 있다. 첫째는 투자은행의 조직적인 구조를 다양화하는 것이다. 이러한 요인의 기저가 되고 있는 기본적인 동기는 보다 다양화되고, 보다 상이한 형태를 투자은행이 가질수록 어떤 상황아래서도 생존할 가능성이 보다 높다는 것이다. 한국은 이미 금융지주회사 혹은 재벌그룹의 자회사라는 보호막 아래 투자은행을 가지고 있다. 그러나 한국은 이외에도 투자은행 집중적인 지주회사 같은 새로운 형태의 투자은행을 도입할 필요가 있다.

두 번째의 중요한 측면은 투자은행을 활성화하기 위해서 한국은 건설한 리스크관리 조직과 혁신적인 규제패러다임을 초기에 구축할 필요가 있다. 한국은 정교하고 복잡한 파생금융상품에 상응할 수 있는 리스크관리 제도가 필요하다. 다른 한편으로 규제측면에서 본인이 강조하고 싶은 요점은 보다 혁신적인 규제체계를 구성하는 것이다. 본인의 견해는 규제당국자가 처음부터 보다 창의성이 있어야 한다는 것이다. 왜 그러한가?

규제당국이 직면하는 주요한 문제는 어떻게 투자가가 지닌 기업가적 정신의 패기를 억제하지 않고 시장의 안정성을 유지하느냐 하는 것이다. 이것은 대답하기 어려운 질문이지만 이 문제를 해결하기 위해서 규제당국은 창의력이 풍부해야 한다. 그렇다면 무엇이 혁신적인 규제인가? 이에 대해 여러 가지 부분적인 이야기가 있으나 불행하게도 종합적인 웅장한 전략은 없다. 본인이 말할 수 있는 것은 단순한 진화적 규제란 상품개발의 진화적인 과정을 추적하는 것이다. 이것이 뜻하는 바는 매번 상품이 개발되어 보다 정교한 것으로 변화할 때마다 규제당국은 그러한 상품의 정밀심사에 착수하여야 한다는 것이다. 이를 근거로 하여 규제당국은 어떻게 파생상품의 기저가 되고 있는 리스크가 상이한 부문 전반에 단계별로 확산되고 있는지를 추적할 수 있을 것이다.

본인의 발제를 끝내기 전에 지적하고 싶은 마지막 주요 측면은 금융위기 기간, 그리고 금융위기 이후 투자은행의 사업기회이다. 우리가 10년 전에 겪은 금융위기를 통해서 한국은 시장위기란 언제나 투자은행이 이용할 수 있는 새로운 사업기회를 펼쳐준다는 것을 배웠다. 현재의 경제상황에 대해서 본인이 가장 우려하는 점은 위기를 사업기회로 전환시켜야 할 때 한국은 타국의 뒤로 밀려나는 듯 보인다는 점이다. Lehman Brothers의 아시아지역 사업부서를 인수하는 일본의 Nomura와 Morgan Stanley의 상당한 지분을 매입하는 Mitsubishi를 주목하시라.

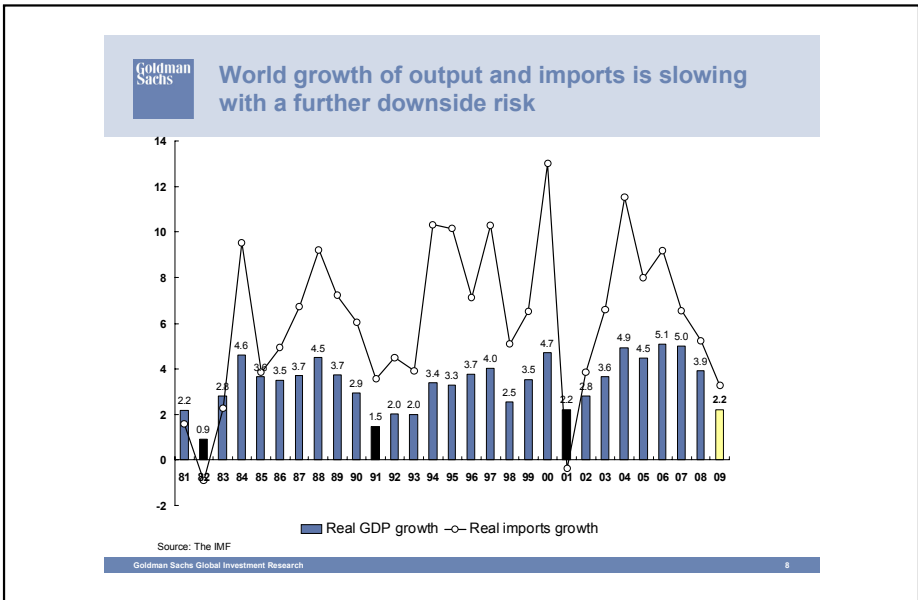
본인은 결론이 여기에 있다. 우리는 확실히 위기기간 동안에 풍부한 기회를 접하게 될 것이다. 모든 투자은행이 최근에 어려움을 겪고 있음을 우리는 알고 있다. 그러나 주의 깊게 그리고 동시에 올바른 기회에 적극적으로 투자할 수 있는 투자은행은 어둡고 혼란한 터널에서 뛰쳐나올 것이며 한국에서 진정한 투자은행사업의 승자가 될 것이다.

한국 금융기관의 당면 과제 (I)

Goohoon Kwon*

이처럼 훌륭한 자리에서 발제를 하게 된 것을 영광스럽게 생각한다. 본인은 준비한 슬라이드 내용 모두를 자세하게 설명하지 않고, 금융 레버리징(leveraging) 및 디레버리징(deleveraging) 분야에 종사하는 분들을 위해 몇 가지만 강조하고자 한다.

<도표 1> World growth of output and imports



<도표 1>의 수치는 여전히 바뀌고 있는 중이지만 27년간의 세계경


* Goldman Sachs

계 성장사를 요약하고 있으며, 이 자료의 출처는 IMF이다. Goldman Sachs 역시 세계 각국의 성장을 세밀하게 조사하고 있으나 모든 국가를 다룰 정도로 인력이 충분하지 않기 때문에 세계경제를 언급할 때에는 IMF의 수치를 가끔 인용한다. 우리가 가지고 있는 최근 수치에 의하면 2009년도 세계경제 성장률은 약 2.2%다. 워싱턴의 경제전문가들이 수치를 수정하고 있지만, 세계경제 성장률에 대한 Goldman Sachs의 최근 예측치는 약 1.5%다.

1.5%의 성장률이 과연 대단한 의미가 있는 것인가? 이러한 성장률은 세계 각처의 사람들과 한국에게 의미가 크다. 세계경제 성장률이 1.5% 또는 2% 미만을 마지막으로 기록했던 시기는 미국에서 저축대부조합 위기가 있었던 1990년대였다. 예컨대 중국에 관한 통계수치를 살펴보면 중국의 무역관련 수치는 매우 충격적이다. 3대 교역국인 일본, 한국, 대만에 대한 지난 10월 중국의 수입증가율은 1.3%에 불과했다. 아시아 지역 3대 주요국가에 대해 지금까지 10~20%의 신장률을 보이던 중국의 수입이 지난 10월 중에 급격히 하락한 것이다. 이는 현재 진행 중인 금융혼란 또는 디레버리징이 가속화되고 있으며, 예상보다 훨씬 빠르고 강력하게 실물경제 활동에 손상을 주기 시작했다는 명백한 신호로 우리는 보고 있다. 따라서 모두가 경기에측치를 하향조정하고 있다. 모든 지표가 호전되었으면 하는 것이 우리의 바람이지만, 그 이전에 상황은 악화될 것이다.

이러한 것이 한국에게 주는 의미는 무엇인가? Goldman Sachs는 실질 GDP와 미국 달러화 표시 GDP를 근거로 하여 한국 수출시장에 대한 지표를 작성하였다(도표 2). 흥미로운 사실은 미국 달러화 표시 GDP로 측정한 2008년까지의 한국 수출시장은 8% 신장되는 것으로 예측되었다는 점이다. 이는 IMF의 예측수치인데, 당시 Goldman Sachs의 수치도 비슷했다. 보다 비관적인 Goldman Sachs의 또 다른 예측은

〈도표 2〉 Selected Indicators of Korea's Export Markets



Importing power of Korea's trade partners is projected to decline in 2009

Selected Indicators of Korea's Export Markets

	2006	2007	2008P	2009P			Trade Weights
				IMF Oct	GS Oct	Alternative	
Real GDP growth weighted by trade shares	6.3	6.5	5.2	4.5	3.8	2.9	
Developed countries	2.8	2.5	1.5	0.5	0.5	0.0	29%
US	2.8	2.0	1.6	0.1	-0.2	-0.8	10%
Euroland	2.8	2.6	1.4	1.2	0.5	-0.3	8%
Japan	2.4	2.1	0.7	0.5	0.5	0.0	6%
Developing countries	8.2	8.3	6.7	6.2	5.1	4.2	71%
China	11.6	11.9	9.7	9.3	8.7	6.0	23%
Real GDP growth weighted by PPP	5.1	5.0	3.9	3.0	2.7	2.0	
USD GDP growth weighted by trade shares	12.2	15.9	14.1	8.0	7.2	6.4	
Developed countries	4.3	8.6	8.0	3.4	-1.0	-1.5	29%
US	6.1	4.9	2.5	2.4	1.9	1.3	10%
Euroland	5.6	14.5	11.2	3.4	-3.8	-3.8	8%
Japan	-4.0	0.2	11.0	3.3	-4.1	-4.6	6%
Developing countries	16.0	19.1	16.6	9.9	10.8	9.9	71%
China	17.9	22.9	21.2	12.4	26.3	23.6	23%
USD GDP growth of all countries	7.9	13.3	13.1	3.4	2.0	1.6	


Goldman Sachs Global Investment Research
9

6.4% 신장되는 것으로 나타나지만, 내년도 수출신장률에 대한 최근 수치는 사실상 1%이다. 그러므로 세계무역이 보합상태이거나 감소한다는 의미에서, 2009년의 세계 경기침체는 2000년도보다 1980년도 초에 나타났던 경제상황과 더 유사하다. 따라서 은행이나 리스크관리 분야 종사자들은 2009년도에 세계무역이 감소하면서 한국에 상당히 불리한 영향을 미칠 수 있는 리스크를 감안해야 할 것이다.

내수부문의 경제지표도 좋지 않다. 유가상승의 충격으로 인해 내수가 약화되고 있기 때문에 2008년도 4/4분기와 2009년도 1/4분기에는 상황이 어려워질 것으로 생각된다. 한국의 분기별 경제전망을 살펴보자(도표 3). 향후 6개월간의 소비성장이 마이너스(-)를 기록할 것으로 예상된다. 정부지출이 높은 수준을 유지하겠지만 민간소비지출 감소분을 상쇄할 정도로 충분하지는 않을 것이다. 수출신장율도 여전히

비교적 높은 수치이나, 중국의 동향을 감안할 때 Goldman Sachs는 수출신장률을 하향조정할 필요가 있을 것이다. 따라서 향후 6개월간은 매우 낮은 성장률을 나타내게 될 것이다.

〈도표 3〉 Economic Outlook: Korea

 Economic Outlook: Korea						
Quarterly Projections for Real GDP growth						
Quarterly Real GDP Growth	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
(yoy percentage changes)						
GDP by expenditure (constant prices)						
GDP	3.9	2.5	2.1	2.4	3.1	4.6
Private consumption	1.1	-0.3	-0.3	0.8	2.0	3.3
Government consumption	4.3	6.4	6.0	5.5	5.5	5.5
Fixed investment	1.8	1.9	0.4	0.9	1.9	2.8
Domestic demand	2.2	1.3	0.8	1.3	2.2	3.5
Net exports (contributions to growth)	1.5	1.5	1.0	0.2	1.1	1.5
Exports (G&S)	9.7	6.5	3.2	2.7	4.3	5.5
Imports (G&S)	8.9	5.0	2.0	2.9	3.1	3.9
Memorandum items:						
US real GDP	0.8	0.0	-0.8	-1.5	-1.1	0.1
Euroland real GDP	0.7	-0.1	-1.0	-0.7	-0.2	0.6

Goldman Sachs Global Investment Research 29

이것이 한국 은행권에 주는 의미는 무엇인가? 경영진들이 엄청난 도전에 직면하게 될 것이 분명하다는 점이다. 이상적인 것은 은행산업이 지속적으로 발전 가능하도록 만들기 위해 한국 은행권이 해야 할 일을 논의하는 것이다. 그러나 단기적으로 엄청난 도전이 존재한다. 한국의 경우 약 1%로 아직 낮은 수준이기는 하지만 부실채권 문제가 나타날 것이다. 한국 은행권의 대외차입 의존도는 역대 다른 은행들에 비해 크게 높지 않은 것으로 보인다. 그러므로 한국 은행권에 대한 일부 오해가 있다는 것이 Goldman Sachs의 견해이다. 사실 지난 2년간 한국 내의 신용이 너무 급격하게 팽창했다. 또한 은행 외채를 포함한

총 외채가 급속하게 증가하고 있다는 것도 사실이다. 그러나 지난 2~3년간의 국내 신용팽창의 재원이 실제로 해외차입으로 조달되었다고는 여겨지지 않는다. 실제로 그랬다면 은행들이 곤경에 처했을 것이다. 대규모 수준의 디레버리징과 달러부족 상황에서 한국의 은행권이 국내 대출자금을 해외차입을 통해 조달했다면 달러 유동성 문제를 안게 되었을 것이다. 그러나 금융감독원 이장영 부원장께서 언급한 바와 같이, Goldman Sachs는 실제로 현재 어려움을 겪고 있는 아이슬랜드나 여타 유럽국가들 경우와는 달리 한국 내 신용팽창이 해외차입자금으로 이루어지지 않은 것으로 보고 있다.

부실채권 규모가 아직은 낮지만 증가할 것이라는 점에 대해서는 의심의 여지가 없는 것 같다. 유동성 지원규모가 여전히 부실채권의 거의 2배에 달하며 한국 은행권의 대차대조표는 10년 전보다 훨씬 견실하지만, 도전적인 세계 환경과 디레버리징 증가추세로 볼 때 은행권이 어려운 시기를 겪으리라는 사실은 분명하다. 중요한 것은 2009년에 은행권의 거시경제적 환경이 매우 어려울 것이므로, 한국의 은행권이 비교적 견실한 대차대조표를 유지하고 있음에도 불구하고 자본을 확충해야 한다는 점이다.

최근 한국의 은행과 정부 간에 체결된 양해각서에 따르면, 부실채권 증가에 대한 안전판을 강화하기 위해 은행권이 자본확충을 이미 약속했거나 자발적인 조치를 취하고 있는 것으로 본인은 알고 있다. 그러나 미국 및 유럽 은행권의 사례에서 나타나듯이, 한국 은행권도 자금을 미리 축적해 두는 것이 더 나을 것이다. 이러한 의미에서 볼 때 한국 은행권이 이미 자본금을 증액하기 시작했다는 것은 훌륭하고 사려 깊은 조치이다. 서프프라임 사태 이후 미국의 은행권은 공적자금을 통해 자본을 증액했다. 새로운 BIS자기자본비율(Tier I) 기준은 현재 9%이다. 이와 같은 새로운 기준 하에서는, 해외자본시장 내 자본유

치 경쟁이라는 측면에서 볼 때 한국의 은행권은 이미 불리한 입장에 있다. 그러나 본인은 한국 정부가 자본확충에 대한 비상계획을 가지고 있는 것으로 확신한다.

또 한 가지 본인이 언급하고자 하는 것은 경기침체의 충격이 가져올 심각성이다. 보통의 경기침체 하에서는 자산 관리나 공급을 어떻게 할 것인가 등에 관한 해설서가 있다. 그러나 지금의 도전은 세계적 경기침체와, 침체를 심각하게 만들 수 있는 디레버리징이 혼합된 것이다. 따라서 지금의 침체상황은 1980년대와 유사한 것으로, 회복이 2009년 하반기에도 이루어지지 않고 2010년까지 연장될 수 있다.

마지막으로 경기순응적 강화조치부터 시스템 상의 리스크를 강조하면서 본인의 발표를 마치고자 한다. 지금의 위기가 금융부문에서 촉발된 관계로, 금융부문이 매우 철저한 감독을 받게 될 것이기 때문에 불안한 분위기 속에서 은행경영에 어려움이 가중될 것이다. 부실채권 증가의 가능성은 은행이 자체 대출장부를 어떻게 관리하느냐에 달려 있다. Goldman Sachs의 입장은 경기순응적인 신용강화 조치가 실물 경제의 경기순환적 하락을 악화시킴으로써 사실상 은행에 손실을 준다는 것이다. 세계 모든 은행이 마찬가지겠지만, 대출을 갑작스럽게 둔화시키거나 축소하지 않고 대출장부를 관리할 방안을 모색하는 것이 당면한 은행권의 과제라고 생각된다. 한국의 은행들이 중소기업에 대한 대출을 비롯한 각종 대출을 억제한다면, 한국 은행권의 문제들을 악화시킬 신용감소의 악순환으로 이어져 모든 은행에게 마이너스의 영향으로 되돌아 올 것이다.

한국 금융기관의 당면 과제 (II)

최도성*

본인은 이처럼 시의적절한 회의에 참여하게 된 것을 큰 명예이자 행운으로 생각하며, 본인에 대한 소개에 감사드린다. 말할 나위 없겠지만 오늘 본인의 견해는 한국은행 금융통화위원회의 견해가 아닌 본인의 사견임을 밝혀두고자 한다.

세계금융시장이 혼란에 빠져있다. 은행과 헤지펀드를 비롯한 그림자은행(shadow banks) 및 은행과 같은 주요 금융기관들의 신용리스크 전이가 검사와 통제 대상에서 벗어난 관계로 세계 경제는 과도한 레버리지로 고통 받고 있다. 이에 더하여 지금과 같은 세계적인 디레버리징 와중에서 은행 및 금융투자자들이 자신의 투자자산을 회수하려 하자, 세계 각국들이 추진한 완화된 통화정책으로 생성된 유동성이 빠르게 증발했으며 취약한 리스크 관리와 금융감독 부실이 문제를 악화시켰다.

대다수의 사람들은 이번 위기에 대한 희생양을 찾고자 하면서 헤지펀드 및 투자은행의 탐욕과 잘못된 리스크 관리 탓으로 비난하고 있다. 경제평론가들과 학계는 만연한 금융기업의 과욕, 특히 투자은행들의 과도한 레버리지와 무모한 파생금융상품 사용을 감독하지 못한 실패에 대해 규제당국과 금융당국을 비난한다. 가령 규제당국의 제재도 없이 어떻게 투자은행이 자기자본의 30~40배 이상 되는 자금을 사용할 수 있는가 하는 것이다.

* 한국은행 금융통화위원

그래서 본인은 금번 위기로부터 얻을 수 있는 네 가지 교훈을 살펴 보고자 한다. 첫 번째 교훈은 금융기관의 리스크 관리에 관한 것이다. 리스크 관리는 더 이상 뒷방의 기능이 아니며 이제는 금융기관의 핵심 기능이다. 효과적인 리스크 관리 시스템을 보유하기 위해서는 훌륭한 지배구조가 필수적이다. 금융조직 내에서 리스크 관리부서의 존재가 더욱 두드러져야 한다. 앞서 다른 발제자들께서 언급한 바와 같이 리스크 관리 관행이 이해하기가 너무 어려워졌다. 이러한 관행은 규제당국자들에게도 더 어려워졌고 일반 투자자들에게는 더더욱 어려워졌다. 따라서 리스크 관리에 대한 개혁이 이루어져야 하며, 여기에는 금융기관의 지배구조도 포함된다.

이번 위기가 가져다 준 두 번째 교훈은 은행회계장부와 거래회계장부 간의 차이를 구별하지 못한데 문제가 있었다는 점이다. 대출이 거래회계장부에 기재되기 위해 증권유동화된 것이다. 이 때문에 증권유동화된 신용상품은 당연히 세밀한 감시를 받았어야 함에도 그러지 못했다. 금융기관은 이 두 가지 회계장부, 즉 일반회계장부와 거래회계장부에 대해 지속적으로 감시할 필요가 있다.

세 번째 교훈은 자본의 중요성이다. 자본은 금융기관의 기반이며, 특히 위험부담이 큰 금융상품 거래의 경우는 자유재(free good)가 아니다. 따라서 이윤감소의 대가를 치르고서라도 적절한 유동성이 유지되어야 한다. 지난 몇 년 동안 금융기관, 특히 투자은행의 자본금은 어느 정도 자유재라고 여겨져 왔다. 그래서 자본이 쉽게 확보될 수 있었고 은행은 명시적 또는 묵시적으로 비용부담 없이 자본을 사용하고 있었다.

네 번째 교훈은 규제의 효과성과 관계있다. 이 교훈이 본 세션의 주제와 어떤 연관성이 있으며 한국 금융기관이 해야 할 일은 무엇인

가? 금융기관은 금융감독 당국과 매우 밀접한 관계를 가지고 있으며 금융감독 기능은 금융기관 업무의 효과성을 제고하기 위해 매우 중요하다.

본인이 언급하고자 하는 첫 번째 부분은 금융안정화 감시기구의 필요성이다. 거시경제적 관점에서 볼 때, 금융시장의 리스크 상황을 평가하고 검토하며 정부의 금융부서를 관장하는 기능을 담당하는 금융안정위원회(financial stability board)가 있었으면 한다는 말이다. 그래서 이 금융안정위원회가 전체 금융부문의 레버리지 상황이나 유동성 상황이 위험수위를 넘어설 때에는 황색 또는 적색의 위험신호를 보낼 수 있어야 한다. 그리고 정부의 여러 부처가 수집한 정보들을 이 금융안정위원회가 공유할 수 있도록 해야 한다. 또한 이 금융안정위원회는 위기상황에서 통일된 목소리를 내야 한다.

신용파생상품은 특히 리스크 관리에 효과 있는 도구이다. 그러나 거래상대방 리스크와 이에 대한 평가가 어렵기 때문에, 현재 세계금융 시장에서 나타나는 바와 같이 신용파생상품이 때로는 통제를 벗어날 수도 있다. CDS(신용부도스와프) 계약고의 명목가치가 60조 달러를 넘는 것으로 알려져 있으며, 여전히 세계금융시스템의 핵폭탄이 될 수 있을 정도로 얽혀 있다. 그러나 CDS를 비롯한 신용파생상품은 핵폭탄이 아니다. 실제로 CDS나 파생금융상품은 적절히 사용된다면 좋은 금융상품이다. 본인은 당면한 신용경색 문제를 해결하기 위해 신용파생상품이나 CDS 사용 가능성까지도 생각했다. 앞서 Bill Shields 교수께서 지적한 바와 같이 유동성 상황 특히 단기유동성은 현재 충분하다. 사실 한국뿐만 아니라 미국 및 유럽의 금융기관들도 여유자금을 중앙은행에 예치하고 있다. 따라서 유동성은 충분하다. 그러나 기업이나 비은행 부문의 유동성 상황은 매우 경색되어 있다. 추가적인 유동성이 매우 필요한 까닭은 무엇인가? 신용리스크 때문이다. 사람들이

거래상대방의 신용리스크에 대해 우려하고 있는 것이다. 이러한 상황을 타개하기 위해 청산기관을 설치하거나, 또는 주로 은행 및 금융기관과 같은 투자자들에게 CDS보호채권을 판매하는 정부부처를 설치함으로써 CDS를 이용할 수 있을 것이다. 그리고 이들 기관은 비은행 부문에 대한 자금제공을 확대하여 채권시장이나 신용시장 경색을 완화시킬 수 있을 것이다. 따라서 본인이 하고자 하는 말을 요약하자면, 잘 이용만 한다면 신용파생상품이나 CDS는 좋은 수단이라는 것이며 기피대상이 아니라 활용대상이라는 것이다.

본인이 언급한 또 한 가지는 견실한 자본금이다. 대부분의 국가들이 경기순응적인 자본금 사용을 규제하고 있다. 호경기에는 신용팽창에 어려움이 없지만 경기가 좋지 않을 때에는 디레버리징과 같은 조치를 겪게 된다. 가끔 우리는 이러한 종류의 매우 규칙적인 경기상승과 하강을 예측한다. 본인이 제안하고자 하는 것은 경기대응적인 자본금 사용 규제를 금융부문에 두는 것이다. 예컨대 경기가 좋을 때에는 자본금을 증가시키고 경기가 나쁠 때에는 적정 자기자본금충당 기준을 완화하는 것이다. 그럴 경우 중소기업 부문과 실물부문의 자금확보가 보다 용이해질 수 있고 경기가 좋을 때는 추가적인 자본준비를 하게 될 것이다.

투자은행의 재원조달 측면을 살펴보겠다. 앞서 김형태 원장께서 거론한 바와 같이 투자은행은 기존으로 돌아가야 한다. 투자은행은 비교우위가 있는 인수, 공모, 자산관리, 증권거래 및 M&A 자문 등과 같은 분야의 업무를 해야 하며, 레버리지가 높은 파생금융상품과 자기자본 직접투자(principal investment) 분야는 멀리해야 한다. 일반 상업은행 부문과 투자은행 기능을 결합한 상업투자은행(commercial investment bank) 모델이 해답이겠는가? 본인은 그렇게 생각한다. 하지만 투자은행의 기능도 절대 빼놓을 수 없는 것으로 여전히 살아있으며 다시금

필요해지고 있다. 상업투자은행 모델이 유용한 이유는 일반 상업은행의 기능인 예금수수가 안전망을 제고하고, 저렴한 비용으로 재원을 조달하는 원천이 될 수 있기 때문이다. 여기서 한 가지 분명히 해두어야 할 점은 투자은행이나 금융기관이 지금과 같은 형태의 금융혼란 속에서 살아남고 경쟁력을 갖추기 위해서는 우수한 인적자본을 확보해야 한다. 인력개발은 절대 잊어서는 안 될 요소이다.

마지막으로 본인이 지적하고자 하는 것은 금융기관의 역할이다. 금융기관은 예금을 받아 대출한다. 이러한 것이 대부분의 사람들이 이해하고 있는 금융기관의 기능이다. 그러나 금융기관의 역할을 다른 시각에서 살펴보면, 금융기관은 예금자와 투자자를 대신해서 차입자를 모니터링(*monitoring*)함으로써 그들에게 모니터링 서비스를 기본적으로 제공하고 있다. 이와 같이 위임받은 모니터링은 금융기관이 자신의 의무인 정보 확보 및 제공을 다할 때에만 효과를 발휘한다. 그러므로 금융기관은 차입자에 대한 정보를 확보하여 제공하는데 있어서 경쟁우위를 가질 필요가 있다. 그래서 우리가 금융기관에 수수료를 지불하는 것이다. 은행은 정보 확보에 있어서 경쟁우위를 가질 필요가 있다. 위임된 모니터링 서비스를 제공하는 일 외에는 은행의 수익성을 높일 방안이 거의 없다. 금융기관이 더욱 경쟁력을 갖기 위해서는 정보생산 기술이 보다 효율적이어야 하며 인력개발과 기술에 투자해야 한다. 이는 Bill shields 교수께서 언급한 자산 건전성과도 관계된다. 많은 은행들, 심지어 Citibank마저도 부실자산을 보유하고 있다고 한다. 투자은행이 대차대조표 상의 부실자산 보유를 피하기 위해서는 고객, 차입자 또는 투자자들에 대한 질 높은 모니터링과 연구조사 체계가 필요하다.

한국 금융기관의 당면 과제 (III)

박 상 용*

본인은 이 자리가 한국 금융부문에 대한 교훈에 관하여 논의하는 것으로 알고 있다. 그래서 여섯 가지의 교훈을 준비하였는데, 한국 금융기관을 위한 네 가지 교훈만으로는 충분하지 않고 정부가 지원해야 할 몇 가지 교훈이 있는 것으로 생각되어 정부를 위한 교훈 두 가지를 추가했다.

금융기관을 위한 네 가지 교훈은 보상 문제, 분권화, 조직의 복잡성, 리스크 관리이다. 그리고 정부를 위한 두 가지 교훈 중 하나는 금융 혁신의 속도 조정이고, 다른 하나는 “최종 리스크관리자(ultimate risk manager)”의 역할 확대이다.

첫 번째인 보상 문제부터 시작하겠다. 한국 금융기관들은 월가(Wall Street) 금융기업의 보상관행을 절대 모방해서는 안 된다. 최근 일반적으로 알려진 바에 의하면, 월가 금융기업들은 과도한 단기 리스크 행위를 장려해왔다. 본인이 언급하고자 하는 흥미로운 사례는 2006년 9월에 파산한 Amaranth Advisor이다. 이 기업은 천연가스 투자를 기반으로 하여 파생된 금융상품을 거래하는 헤지펀드(hedge fund)였는데, 2006년 9월 90억 달러에 이르는 자산 중 60억 달러의 손실을 보았다. 이러한 손실은 32세의 Brian Hunter라는 사람의 거래로 발생했다. 그의 거래행위는 거대한 손실로 이어졌고 회사는 사라졌다. 사실 Brian Hunter는 과거 거래에서 성공하여 2005년에 1억 달러의 보너스를 받

* 연세대 교수

았다. 하지만 2006년에는 그가 운이 없어서 거래에 실패했고 회사와 주주들이 모든 손실을 부담했다. 그는 2000년대에 Deutsche Bank에 근무하면서 큰 도박을 하여 실패했지만, 경험이 풍부한 그를 다른 월가의 기업이 스카우트(scout)했다. 그 기업이 바로 Amaranth Advisor 였던 것이다. Brian Hunter는 2007년에 Solengo Capital Advisors라는 새로운 헤지펀드를 시작했다. 새로 시작된 이 헤지펀드가 지금은 어떤 지 모르지만, 일부 시장거래자와 월가 전문가들의 이와 같은 행태는 상당히 오랜 기간 진행되어 왔다. 이처럼 무모한 보상관행이 한국 시장에 진입하도록 허용해서는 절대 안 된다.

본인이 보상 문제에 관해 언급하고자 하는 이유는 한국 금융기관에서 앞서와 같은 관행이 관찰되고 있기 때문이 아니라, 한국의 보상구조가 적절히 자리 잡지 못하고 있기 때문이다. 특히 금융서비스 관련 기업 종사자들의 이해관계가 해당기업 고객들의 이해관계와 적절하게 정리되지 못하고 있다. 한국의 경우 최근 많은 은행 및 투자사들이 어려운 시기를 맞고 있는데 투자펀드를 통해 투자액의 절반을 손해보고 있는 투자자들이 많기 때문이다. 그리고 이러한 펀드를 판매한 직원들 대부분은 투자자가 실현한 수익이 아닌 업적과 수수료에 평가되었다. 따라서 한국 금융기관들이 사용한 이와 같은 보상구조는 금융산업에 상당한 문제를 야기했다. 한국의 보상구조가 월가만큼은 나쁘지 않지만 한국 금융산업에 도덕적 해이가 발생하지 않도록 하는 방식으로 올바르게 제도화되어야 한다.

두 번째 교훈은 한국 금융기관의 의사결정 권한을 분권화해야 한다는 것이다. 미국의 사례로 시작하겠다. 본인은 특히 Merrill Lynch의 사례를 좋아한다. Stanley O'Neil씨는 2007년 5월까지 Merrill Lynch 사의 회장으로 재임하면서 CDO(자산담보부채권) 사업을 추진했다. Merrill Lynch는 2006년도에 CDO 사업에서만 7억 달러를 벌었다. 그

결과 2002년에 7.5%였던 자기자본이익률이 2006년에는 21.3%로 상승했다. 그런데 2006년 중반부터 채권소득부서 경영간부 3명이 Merrill Lynch가 CDO에 과도하게 노출되었음을 경고하자 O'Neil 회장은 그들을 모두 해고했다. 2006년도 Goldman Sachs와 같은 투자은행들이와 같은 과도한 위험노출 문제를 인지하고 시정하고자 노력했지만, Merrill Lynch는 아무런 조치도 취하지 못했다. 왜냐하면 CEO가 모든 권한을 독점하면서 경종을 울린 사람을 해고했기 때문이다. 본인이 한국의 맥락에서 분권화를 이야기하고 있는 것은 한국의 시스템 상 의사결정 권한이 상위층에 집중되어 있기 때문이다. 따라서 일반적으로 견제 및 균형 체계가 강력하지 못하다. 재앙을 피하기 위해서는 올바른 견제 및 균형 체계가 있어야 하며, 그렇기 때문에 금융서비스 기업들에게는 권한의 분권화가 필요하다.

세 번째 교훈은 조직의 구조를 단순화하는 것이다. 오늘날에는 매우 거대한 금융조직이 많다. 지난 수십 년 간의 정보통신 혁명으로 인해 정보통신기술에 대한 투자 필요성이 매우 컸다. 정보통신기술 투자는 고정비용이다. 경쟁을 위해서는 규모가 필요한데, 정보통신비용은 오히려 저렴해진 상태다. 따라서 금융기업들은 세부정보 보유에 대한 비교우위를 누리지 못하고 있다. 교차판매(cross selling)가 매우 중요해졌으며, 보다 많은 상품을 교차판매하기 위해서는 서로 다른 종류의 사업을 결합할 필요가 있다. 그래서 규모와 범위의 경제에 대한 가치가 존재하게 되었으며, 이에 따라 기업들이 규모와 범위의 경제를 추구한 결과 다수의 합병 사례가 있었다. 가장 좋은 사례가 Citigroup이다. 일련의 대규모 합병 이후 최근의 Citigroup은 기업 내에서 일어나고 있는 일들을 상위 경영진이 모를 정도로 매우 복잡한 조직이 되었다. 2007년 초의 Citigroup 내부보고서에 의하면, 당면한 가장 긴요한 과제는 리스크 관리가 아닌 비용통제라고 지적하고 있다. 따라서 이로부터 얻는 또 다른 교훈은 매우 복잡한 조직을 만들어서는 안 된다는

것이다. 조직은 단순화되어야 한다. 그렇지 않으면 조직이 너무 비대해져 어떤 일이 일어나고 있는지 이해하지 못하게 된다.

금융기관을 위한 마지막 교훈은 금융서비스 부문 기업들은 리스크를 올바르게 관리해야 한다는 것이다. 금융서비스 기업들은 정상분포나 대칭분포에 근거한 리스크 관리 기법인 VaR형 모델에 대한 의존도를 낮추어야 한다. 너무 정교하고 기술적인 모델에 의존해서는 안 된다. 이러한 모델들은 실제로 현실성이 없는 가정에 기반을 두고 있기 때문이다. 알려지지 않은 리스크 또는 매우 희박한 사건을 뜻하는 “검은 백조(Black Swan)” 리스크에 금융서비스 기업들이 대비할 필요가 있다. 이에 대해 Goldman Sachs의 CFO인 David Viniar씨는 “우리는 표준편차 25의 상황을 관찰하고 있다”고 말한 바 있는데, 25 표준편차를 가진 사상(事象)은 10억분의 1이라는 확률을 의미한다. 이러한 “검은 백조” 리스크는 어떻게 해서라도 금융기관의 리스크 관리에 포함되도록 해야 한다.

CRO(리스크관리 최고책임자)직을 설치하고 권한을 주어야 한다. 2008년 11월 25일자 New York Times지에 “Citigroup은 대담한 도박을 하면서 경고신호인 붉은 깃발을 보지 못했다.”라는 제하의 기사가 게재된 바 있는데, Citigroup에서 무엇이 잘못되고 있었는지에 관한 상당히 긴 기고문이었다. Citigroup의 CRO인 Bushnell씨는 증권거래부서의 부서장과 매우 가까운 사이였다. 실제로 Bushnell씨와 증권거래부서장은 이웃에 살면서 자동차나 도보로 함께 출근했다. 그래서 리스크 관리부서와 상의가 필요한 사안이 생길 때면 언제나 증권거래부서 직원들은 리스크 관리부서 실무직원에게 직접 가는 일이 없었다. 그들은 자기 부서장에게 보고하고자 했으며 증권거래부서장은 Bushnell씨와 직접 이야기하고자 했다. 그 결과 2007년 12월까지 Charles Prinz 회장은 Citigroup이 CDO가 그토록 많은 위험에 노출되었는지를 전혀

알지 못했다. Prinz 회장은 그 후에야 CDO에 노출된 위험규모를 보고 받았다. 그러므로 앞으로 우리는 리스크 관리에 대한 유연한 조직적 측면을 강조할 필요가 있다.

이제는 정부를 위한 교훈에 관해 언급하고자 한다. 우선 금융혁신 및 개방의 속도를 금융서비스 기업 및 규제감독 당국의 능력에 적절히 맞추어야 한다. 미국에서조차 금융기관 및 감독당국이 이해하지 못할 정도로 금융혁신이 너무 앞서나갔다. 학계의 일원으로서 본인은, 항상 금융혁신은 좋은 것이며 투자자와 국민의 복지를 전반적으로 개선시킬 것으로 믿어왔다. 그러나 요즘은 생각이 다르다. 금융혁신은 관련된 모든 기관 및 개인의 능력 수준에 적절히 맞춰져야 한다는 생각이다.

마지막 사안은 “최종 리스크관리자”의 역할이 확대되어야 한다는 것이다. 금융혁신과 세계화는 금융상품, 시장, 지역 간의 강력한 연결 고리 또는 고도의 상호의존성을 생성시켰다. 이러한 결과는 투자다변화가 갖는 리스크 축소의 혜택을 무너뜨리는 것이었다. 교단에 있는 우리는, 리스크 관리를 가장 저렴하게 하는 방법은 투자다변화라고 가르쳐왔다. 그러나 오늘날에는 다변화가 더 이상 작동하지 않는 것으로 나타나고 있다. 따라서 “검은 백조” 리스크 대응을 위해 헤지(hedge)하고자 하는 경제주체가 많아지면 경제 내의 리스크 부담행위는 최적 수준 이하가 될 것이다. 현대 경제체제는 혁신적인 창업활동을 바탕으로 번창한다. 리스크 부담행위가 축소되면 경제는 빠른 성장을 이루지 못할 것이다. 그러므로 각 기관 및 개인, 즉 민간부문이 만들어내는 리스크를 관리하기 위한 정부의 역할이 보다 적극적으로 이루어져야 한다.

David Moss의 저서 “When All Else Falls: Government as the Ultimate Risk Manager”에 이러한 점이 반영되어 있다. 정부와는 관

계없이 민간부문에 의해 생성된 리스크에 대한 미국 정부의 리스크 관리 노력에 관하여 기술한 이 책에 의하면 유한책임, 근로자 보험, 사회보장, 제조물 책임 등 정부가 추진한 정책들이 민간부문에 의해 생성된 리스크를 감소시켰다고 한다. 우리는 이를 미래를 맞이하기 위한 측면에서 생각해야 한다. 리스크를 줄이도록 정부는 민간부문을 지원해야 한다. 이러한 리스크는 대부분 민간부문의 기관 및 개인들에게 아무런 도움이 안 되기 때문이다.

한 가지 예를 든다면, 한국의 기업 및 은행 대차대조표는 10년 전에 비해 상당히 건전하다. 하지만 건설과 부동산 같은 업종은 여전히 취약하다. 부동산 부문이 무너진다면 한국 경제도 1~2년 내에 회복하기는 어려울 것이다. 오늘날의 상황은 10년 전과 다르다. 부동산 시장이 침체될 경우 한국 경제도 최소한 향후 5년간 침체될 것이다. 그러므로 한국 정부는 최소한 잠정적으로라도 은행에 자본을 투입하여 은행들이 적정자기자본비율에 대해 걱정하지 않도록, 그리고 상업적 기반에서 잘못된 결정을 하지 않도록 해야 한다.

축 사

사 공 일*

먼저 작금의 세계금융위기를 주제로 이처럼 시의적절한 컨퍼런스를 마련하고 후원해주신 세계경제연구원, 국제통화기금(IMF), 그리고 신한은행에 축하의 말씀을 드립니다.

아마 지금 이 시점에서 이보다 더 적절한 주제는 없을 것입니다. 사실 불과 일주일 전에 바로 이 문제를 가지고 G-20 지도자들이 워싱턴 DC에서 회동한바 있습니다. 본인 역시 이명박 대통령을 수행하여 G-20 정상회의가 개최된 워싱턴 DC를 방문하였습니다. 그리고 워싱턴과 뉴욕에 머무르면서 세계적으로 저명한 경제학자, 정책당국자 및 금융계 지도자를 만나 같은 주제로 의견을 교환하였습니다. 이번 문제의 본질에 대해 그들과 논의하면 할수록 본인에게는 세계경제의 미래가 점점 더 불확실하게 느껴졌습니다. 이처럼 전 세계의 많은 사람들이 크게 우려하는 까닭은 이번 위기의 본질이 전혀 없는 것이기 때문입니다. 본인은 앞으로 수십 년 동안 이번 위기에 관한 논문 및 기사, 저서 등이 분명 많이 나올 것을 보고 있습니다.

동시에 정책당국자들은 지금까지의 손상을 치료하는데 도움이 되고, 앞으로 이와 유사한 위기를 방지하는데 필요한 조치를 취해야 합니다. 본인은 이번 컨퍼런스가 정책당국자들에게 가이드라인을 제시하고 금융기관들이 생존하는데 도움이 되며, 그리고 누구보다 알찬 결실을 얻으리라 믿어 의심치 않습니다. 또한 그동안 정책당국자들과 금융기관들에게 보다 훌륭한 가이드라인을 제시해온 이 컨퍼런스에서

* 대통령 경제특보, 국가경쟁력강화위원회 위원장

우리가 때늦은 지혜로 논의점을 찾게 되기를 바라는 바입니다.

이 자리를 빌어서 본인은 G-20 정상회의에 관해 간단히 설명하고자 합니다.

아시다시피 G-20 정상회의의 정식명칭은 “금융시장 및 세계경제에 관한 G-20 정상회의”입니다. 현재의 금융위기와 세계경제침체 심화 문제를 다루기 위해 사상 최초로 선진국 및 신흥시장국 지도자들이 한 자리에 모인 것입니다. 이러한 회동 자체가 이번 금융위기의 심각성과 그것이 세계경제에 미치는 충격에 대한 각국 지도자들의 인식을 반영하고 있습니다. 금융위기에 대처하기 위한 구체적 협력수단이 이번 G-20 정상회의에서 도출되지 않아 어느 정도 실망스러운 부분이 있는 점은 분명합니다. 그러나 20명의 각국 정상들이 만나절 동안 회동하였다는 것은, 앞으로도 훌륭하게 지속될 수 있는 역사적으로 중요한 과정의 출발점이었던 것으로 본인은 생각합니다.

아시다시피 한국은 영국, 브라질과 함께 G-20 정상회의 공동의장국의 역할을 맡게 되었습니다. 그리고 이 공동의장국(troika)은 국제금융체제 개편에 관한 사항을 포함한 차기 G-20 정상회의의 어젠더(agenda) 준비에 관한 사항을 위임받았습니다. 본인은 한국이 이번 문제와 관련된 세계적 논의를 조정하는 역사적 역할을 분명히 수행할 수 있으리라 믿으며, 성공적인 G-20 정상회의가 될 수 있도록 모든 노력을 다하고 있는 다른 공동의장국과 한국에 대한 여러분의 지지를 진심으로 기대하는 바입니다.

G-20 정상회의에 대한 간략한 설명으로 본인의 축사를 마치면서 성공적인 컨퍼런스가 되기를 기원하는 바입니다.

감사합니다.

최근 글로벌 금융위기와 정책대응

전 광 우*

안녕하십니까? 금융위원회 위원장 전광우입니다.

오늘 이 컨퍼런스를 마련해주신 세계경제연구원 김병주 이사장님, 이영탁 원장님과 IMF의 Mahmood Pradhan 부국장께 감사드립니다. 또한, 관계자 여러분들과 참석해주신 내외 귀빈들께 감사드립니다.

이번 컨퍼런스에서 논의하게 될 “Lessons from the Recent Global Financial Crisis: Its implications for the World and Korea.”는 현재의 금융상황을 고려해 볼 때 매우 중요하고 시의적절한 주제라고 생각합니다.

오늘 이 자리에서 최근 글로벌 금융위기와 국내 금융시장에 대한 충격과 나아가 정부의 금융정책을 중심으로 한 향후 대응방향을 말씀드리고자 합니다.

글로벌 금융위기와 한국 경제

잘 아시는 바와 같이 글로벌 금융위기는 자산의 버블이 붕괴되면서 신용이 급속히 경색됨에 따라 발생하였습니다.

2001년 이후 미국 연방준비이사회의 완화된 통화정책과 2004년

* 금융위원회 위원장

이후 해외로부터의 대규모 자본유입 등으로 미국의 장·단기 금리가 장기간 낮은 상태로 유지되었 1980년대 이후 주요 금융선진국에서 금융규제 완화가 광범위하게 이루어지고, 신흥시장에서도 자본거래의 자유화가 진전됨에 따라 금융자본주의가 급속히 확산되었으며 이러한 과정에서 금융회사가 레버리지를 확대하면서 자산버블이 발생하였습니다.

특히, 금융기업이 첨단금융기법을 동원하여 보유자산을 무리하게 유동화하는 과정에서 금융권 전체가 거대한 위험에 노출되게 되었습니다. 하지만 문제가 발생한 선진국 금융당국의 규제 및 감독 체계는 새로운 위험에 제대로 대응하지 못했고 전 세계 금융시장이 사실상 하나로 통합되어 있는 상황에서 금융리스크가 전 세계로 파급되면서 세계적 수준의 동시다발적 금융혼란을 초래하였습니다.

국내금융시장

이러한 글로벌 금융위기는 세계경제 둔화와 더불어 국내 금융시장의 불안을 확산시키고, 외환차입여건을 악화시키는 등 국내 경기를 위축시키고 있습니다.

한편, 우리나라도 글로벌 금융시장 불안의 영향을 받아 금융시장이 크게 동요하였습니다.

글로벌 신용경색에 따른 외국인의 순매도세와 투자심리 위축 등으로 주가의 변동폭이 커졌고, 원/달러 환율은 경상수지의 적자우려, 외국인 주식매도, 달러 가수요 등에 의해 큰 변동성을 나타낸 바 있습니다. 은행채 발행의 증가와 물가상승 압력 등으로 금리가 상승하였으나, 최근 한국은행이 두 차례에 걸쳐 기준금리를 인하함에 따라 조정국면에 있습니다.

정부는 이러한 상황에 대처하기 위하여 10월 19일에 금융시장 안정을 위한 대책을 마련하여 시장불안에 대처하는 한편, 은행의 대외채무 지급보증, 은행채 매입 등을 통한 원화유동성 공급확대, 중소기업 자금지원, 외환 및 금융시장 안정, 실물경제 활성화 등을 위한 ‘경제난국 극복 종합대책’을 11월 3일에 수립하여 시행 중입니다. 이와 함께, 지난달 30일에 미국 연준과 통화스왑협정을 체결하여 외환시장 안정화에 노력하였습니다.

우리나라의 금융기업들은 리스크 수준에 비추어 자산과 자본이 적정하여 부실 가능성이 낮지만, 위기가 국내로 전이되지 않도록 사전에 적극적으로 대처해 나갈 것입니다.

글로벌 금융위기의 교훈 및 정책방향

먼저 이번 금융위기를 통해 우리가 교훈으로 삼아야 할 부문을 말씀드리고 이에 대한 우리의 정책방향에 대하여 말씀드리겠습니다.

글로벌 공조의 강화

국경 간 금융거래가 증가하고 금융시장이 통합되면서 한 나라의 정책대응만으로는 해결하기 어려운 과제가 증대하고 있고, 금융위기의 파급속도도 매우 빨라 이에 대한 효과적인 대응을 위해서는 감독기간 협력관계가 절실히 필요합니다.

이러한 맥락에서 지난주 11월 15일에 개최된 G-20 정상회의에서도 국제공조체제를 지속적으로 발전시켜 나가기로 한 바 있습니다. 우리나라는 이러한 움직임에 적극 참여함으로써 국제금융체제 개편과정에서 주도적인 역할을 담당해 나가도록 할 것입니다.

리스크관리의 강화

리먼, 메릴린치 등 대형 투자은행의 부실 원인을 대형투자은행 모델의 실패로 보는 시각이 있으나, 근본적으로는 리스크 관리의 실패 때문으로 생각됩니다.

유동화, 장외파생거래 등을 통해 위험이 크게 확산되는 가운데 이를 통제할 건전성 감독체제, 내부통제 시스템이 효과적으로 작동하지 못했기 때문인 것입니다.

따라서, 금융위원회는 금융기업의 내부통제기능을 강화하여 법규 위반이나 기관리스크 등 리스크 관리에 만전을 기하도록 할 것입니다.

선제적인 감독 강화

금융감독 당국이 자산버블의 형성과 유동화 과정에 내재된 위험의 성격과 규모를 제대로 파악하여 조기에 대응하는데 실패한 것도 위기의 단초가 되었습니다.

금융의 글로벌화와 증권화 추세는 금융당국이 기존의 감독 계획(Scheme)을 가지고 금융시장의 안정성을 유지하는 것을 어렵게 만들었습니다.

따라서 현재 주요 선진국에서는 선제적인 금융감독을 위한 금융감독기구체제 개편에 대한 논의가 진행되고 있습니다.

주요 개편 기준은 선제적으로 리스크를 인식, 측정, 관리할 수 있는 조직을 만드는 것입니다. 우리나라는 이미 금융위원회를 통해 시장친화적이고 사전적으로 금융시장의 동향을 파악하고 있으며 나아가 비상대응계획(Contingency Plan)을 지속적으로 보완하는 한편 유관기관

과의 공조를 통해 마련한 종합적이며 공식화된 대응체제를 효과적으로 운영하겠습니다.

경기둔화를 감안한 실물지원

세계 각국은 글로벌 금융위기가 실물 분야에 전이 되는 것을 막기 위해 노력을 경주하고 있습니다. 금융기업의 부실화가 대출축소 및 중도회수와 혁신기업 등에 대한 투자연기 등으로 이어질 경우에는 경기 침체와 함께 성장잠재력이 훼손될 가능성이 있습니다.

따라서, 일시적인 자금부족으로 흑자 도산하는 기업이 없도록 신속한 지원체계를 마련하여 시행 중이고, 우량 중소기업이 경기둔화 국면에서 자금조달에 애로가 없도록 은행이 중소기업을 선별하여 지원하는 체계를 구축하는 한편 국책은행 등을 통해 중소기업에 대해 충분한 유동성을 공급할 것입니다. 또한, 채권시장안정펀드를 조성해 기업들에게 원활한 자금지원이 가능하도록 할 것입니다.

맺는 말

IMF는 미국 등 선진국을 중심으로 경제성장률이 크게 둔화될 것으로 예상하여 내년도 세계경제 성장률을 2%대로 전망하였습니다.

이는 2007년 5.0%와 2008년 예상치 3.7%와 비교하면 크게 낮은 수준이라고 할 수 있습니다.

이와 같이 세계적인 금융혼란과 실물경제 둔화로 인해 내년도 경제 전망은 그리 밝다고 말할 수는 없습니다.

하지만 과거에 있었던 유사한 위기상황을 돌이켜 보면, 낙심하고 위축되기보다 그 속에서 새로운 기회를 찾고 내실을 다지는 것이 바람직한 모습이라 하겠습니다.

영국의 유명한 역사가인 Edward Gibbon은 ‘바람과 파도는 항상 가장 유능한 항해자의 편에 선다*’라고 했습니다.

이는 모두가 처한 위험일지라도, 이를 최대한 유리하게 활용하는 자에게만 기회로 바뀐다는 의미일 것이다. 국제금융시장이 위기에 처한 바로 지금이 세계 금융시장을 선진화할 수 있는 기회라고 생각됩니다. 또한, 선진금융강국을 달성하기 위한 한국에게도 소중한 기회가 될 것입니다.

내외 귀빈 여러분!

우리나라는 2010년 G-20 의장국으로 선출되어 앞으로 브라질, 영국 등과 함께 G-20 의장단의 일원으로써 세계 금융시장 개혁을 위한 국제공조 노력을 조율해 나갈 것입니다.

이것은 국제사회에서 우리나라의 높아진 위상을 반영하는 것으로써 향후 우리나라가 국제금융체제 개편 논의에 주도적으로 참여할 수 좋은 계기가 될 것으로 기대됩니다.

또한, 현재와 같은 위기 상황에서는 글로벌 경제에 대한 전문적인 식견을 가지고 있는 국제기구인 IMF의 역할이 매우 중요합니다.

IMF가 세계 경제에 대한 통찰력 있는 자문과 금융지원 등을 통해 현재의 어려운 상황을 극복하고 새로운 금융패러다임을 만드는데 기

여할 수 있도록 부탁드립니다.

이번 컨퍼런스가 금융시장의 위기에 대한 원인과 이를 해결하기 위한 정책방향을 도출하고, IMF와 한국의 긴밀한 정책 공조의 장이 되기를 바랍니다.

경청해 주셔서 감사합니다.

프로그램

2008. 11. 24. (월)

6:30 p.m. 리셉션 및 만찬 (영빈관 토파즈룸)
환영사 :
이 영 탁 세계경제연구원 원장
Mahmood Pradhan 국제통화기금(IMF)
축 사 :
사 공 일 국가경쟁력강화위원회 위원장/ 대통령 특별보좌관

2008. 11. 25. (화)

8:30-9:00 등 록 (영빈관 루비룸)

〈오전 세션〉

사회 : **김 병 주** 세계경제연구원 이사장

9:00-9:10 개회사
신 상 훈 신한은행 은행장

9:10-9:40 기조연설
Kenneth S. Courtis 前 Goldman Sachs Asia 부회장

9:40-10:30 최근의 금융혼란과 세계금융시장 안정성
Charles R. Blitzer 국제통화기금(IMF)
조 윤 제 서강대

10:30-10:40 휴 식

- 10:40-11:30 레버리지와 금융위기
Mahmood Pradhan 국제통화기금(IMF)
김 영 도 한국금융연구원
- 11:30-12:20 세계금융위기가 한국, 아시아 및 국제금융계에 주는 함의
Cheng Hoon Lim 국제통화기금(IMF)
Hung Tran 국제금융연합회(IIF)
- 12:30-14:00 오 찬 (영빈관 토파즈룸)
특별연설:
전 광 우 금융위원회 위원장

〈오후 세션〉

사회 : Cheng Hoon Lim 국제통화기금(IMF)

- 14:00-14:30 최근 세계금융위기의 교훈: 한국경제 및 세계경제에 주는 함의
Bill Shields 맥쿼이어리경영대학원(시드니)
- 14:30-15:30 투자은행 모델은 지속 가능한가?
Angelina Kwan Cantor Fitzgerald Asia Pacific
이 장 영 금융감독원
김 형 태 한국증권연구원
- 15:30-15:40 휴 식
- 15:40-16:40 한국금융기관의 당면과제
Goohoon Kwon Goldman Sachs
최 도 성 한국은행 금융통화위원
박 상 용 연세대

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 MSA시장 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 중 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 수명가능성 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 남중현
- 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

- Policy Priorities for the Unified Korean Economy 사공 일 / 김광석 編
- The Fifty Year of the GATT/WTO: Past Performance and Future Challenges 사공 일 / 김광석 編
- 아시아 금융위기의 원인과 대책 사공 일 / 구영훈 編
- 아시아 금융위기와 한·미관계 세계경제연구원 編
- For Better Tomorrow: Asia-Europe Partnership in the 21st Century
ASEM Vision Group
- 제6차 한·미 21세기 위원회 보고서 세계경제연구원 編
- 동북아시아포럼 2000 세계경제연구원 編
- Reforming the International Financial Architecture: Emerging Market Perspectives
사공 일 / 왕윤중
- 세계 자유무역 의제를 위한 여건조성 세계경제연구원 編
- Rebuilding the International Financial Architecture (EMEPEG서울보고서)
Emerging Markets Encinent Persons Group 編
- 새로운 국제질서와 한국의 대응(I) 세계경제연구원 編
- 새로운 세계질서: 기회와 도전 -
- 새로운 국제질서와 한국의 대응(II) 세계경제연구원 編
- 세계경제 및 주요국 경제의 앞날 -
- 새로운 국제질서와 한국의 대응(III) 세계경제연구원 編
- 한국 경제의 진로 -
- 세계경제연구원 개원 10주년 국제회의 세계경제연구원 編
- 세계환율체제 개편과 동아시아 경제 John Williamson
- 아시아 화폐단일화, 가능한가? Robert Mundell
- 창업활성화, 어떻게 하나 세계경제연구원 編
- 세계경제, 무엇이 문제인가? Berry Eichengreen
- 미국의 힘은 얼마나 강하며, 중국의 부상은 어떻게 보아야 하는가?
Paul Kennedy / Bernard K. Gordon

• 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

• 2007 IGE/Prudential International Finance Lecture

David Hale / Jerald Schiff

• 2008 IGE/Prudential International Finance Lecture

Robert C. Pozen / Jeffrey R. Shafer

**Lessons from the Recent
Global Financial Crisis:
Its Implications for the World and Korea
(최근 세계금융위기, 어떻게 대처할 것인가?)**

2009년 7월 10일 인쇄

2009년 7월 15일 발행

발행인 남종현

발행 세계경제연구원

서울시 강남구 삼성동 159

무역센터 2505호

인쇄 오롬시스템(주) 2273-7011

ISBN 978-89-86828-61-0

정가 20,000원

세계경제연구원 후원회 가입안내

- 후원회원의 종류
 - 법인회원
 - 개인회원
- 법인회원에 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
- 개인회원에 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

THE ASIAN BANKER® 誌 선정

신한은행, 2009 한국 최우수 리테일 은행상 수상

아시아뱅크(The Asian Banker)지가
아시아태평양 및 중동 22개국 120여개 은행들을 평가하여
신한은행을 대한민국 최우수 리테일 은행으로 선정하였습니다

글로벌 위기상황에서도 고객 만족과 건실한 경영으로
경제위기를 지혜롭게 극복해나가는
신한은행의 노력을 높이 평가한 결과입니다

신한은행은 앞으로도
기본에 충실하고 미래를 준비해가는 앞선 은행으로
고객님들께 든든한 힘이 되기 위해 더욱 노력하겠습니다



※ 아시아뱅크는 1996년 싱가포르에서 설립돼 아시아태평양 및 중동지역의 은행 산업 전략을 수립하기 위한 리서치 및 뉴스를 제공하고 있으며 매년 리테일뱅크에 대한 리스크관리, 윤리경영, 전략의 투명성 등을 평가해 시상하고 있습니다

신한금융그룹 | 신한카드 | 굿모닝신한증권 | 신한생명 | 신한캐피탈 | 제주은행
신한 BNP 파리바 자산운용 | 신한신용정보 | 신한프라이빗에쿼티
신한맥쿼리금융자문 | 신한데이터시스템 | 신한아이타스

대한민국 금융의 자부심
THE Bank 신한은행

IGE 세계경제연구원
Institute for Global Economics

서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505호
TEL : (02) 551-3334/7, FAX : (02) 551-3339
E-mail : igenet@igenet.com
(Website)http://www.igenet.com



9 788986 8286 10
ISBN 978-89-86828-61-0

정가 20,000원