




2008 IGE/Prudential International Finance Lecture

Sovereign Wealth Funds: Perceptions and Realities
국부펀드 : 인식과 현실

Robert C. Pozen

Financial Markets under Stress
긴장 속의 세계금융시장, 어떻게 되나?

Jeffrey R. Shafer

 세계경제연구원
Institute for Global Economics

후원  Prudential

Robert C. Pozen

현 미국 증권거래위원회(SEC) 재무보고개선자문위원회 위원장

Harvard대 졸, Yale대 법대 JSD

Georgetown대, New York대, Harvard대 교수를 거쳐 Fidelity & Research Company 사장 및 Fidelity Investment 부회장, Bush 행정부의 사회보장강화위원회 위원 등을 역임하였으며, MFS Investment Management 회장으로도 활동 중임.

Jeffrey R. Shafer

전 미국 재무차관

Princeton 대 졸, Yale대 경제학 박사

New York 연방준비은행, OECD 등을 거쳐 미국 재무부 차관보 및 차관을 역임하였으며 Citi Group 부회장으로도 활동 중임.

2008 IGE/Prudential International Finance Lecture

Sovereign Wealth Funds: Perceptions and Realities

국부펀드 : 인식과 현실

Robert C. Pozen

Financial Markets under Stress

긴장 속의 세계금융시장, 어떻게 되나?

Jeffrey R. Shafer

 세계경제연구원
Institute for Global Economics

후원  Prudential

머리말

작금의 글로벌 금융위기로 세계 경제가 어려움에 처해 있습니다. 이에 저희 세계경제연구원은 2008년도 IGE/Prudential 국제금융특강에 사계의 최고 전문가들을 초청하여, 이번 금융위기의 원인 및 해법과 앞으로의 전망, 그리고 최근 주목받고 있는 국부펀드의 현황과 이것이 세계자본시장에 갖는 함의는 무엇인지에 대한 그들의 탁견을 들을 수 있는 자리를 마련하였습니다.

미국 증권거래위원회(SEC)의 Robert C. Pozen 재무보고개선자문위원회 위원장은 높은 유가, 아시아 국가 등 신흥시장 국가들이 축적하고 있는 무역흑자, 그리고 캐나다, 뉴질랜드, 싱가포르의 연금 기여금을 자금원으로 하여 증가하고 있는 신흥시장국들의 국부펀드가 금융위기를 겪고 있는 미국 및 유럽 금융기관에게 매우 플러스(+)적임에도 자본재구성 부분에서는 논란이 되고 있다고 합니다.

그는, 특히 선진산업국의 경우 인구 고령화가 이루어지고 있는 관계로 주식에서 이탈하여 채권시장으로 이동하는 사람들이 늘고 있으며, 미국과 유럽의 베이비붐 세대들이 2011년쯤이면 은퇴하기 시작하기 때문에 주식투자로의 국부펀드 자금유입은 매우 시의적절한 것이라고 하면서, 2015년에 11조 달러 규모에 이를 것으로 추정되는 국부펀드는 세계 자본시장에서 매우 중요한 참여자이며 앞으로도 그 역할이 더욱더 중요해질 것이라고 지적합니다. 하지만 국부펀드가 범세계적 자원을 비효율적으로 배분할 수 있다는 비판도 강하게 나오고 있는 만큼

공시에 대한 보다 분석적인 논의와 호혜주의에 관한 세계적 합의를 도출해내야한다고 주장하고 있습니다.

Jeffrey Shafer 전 미국 재무차관은, 미국 서브프라임 모기지(subprime mortgage)로 발발된 이번 금융위기에는 미국 금융시스템 상의 세 가지 실패 중 한 가지 이상이 작동하고 있었다고 하면서 소비자 보호에 대한 무관심, 리스크 관리 실패, 그리고 시스템상의 유동성 취약을 그 세 가지로 들었습니다. 특히 리스크 관리 실패와 관련하여 그는 금융중개 과정상의 엄청난 정보손실, 경제행위를 변경시킬 수 있는 거시적 요인을 무시한 채 리스크를 평가하는 계량적·통계적 모델에 지나치게 의존한 점, 수익을 증가시키기 위해 거액의 손실을 볼 수 있는 리스크에 자신을 노출시키면서 차입을 단행하는 등의 비대칭적 리스크 부담이 중요한 역할을 한 것으로 지적하였습니다.

그러나 그는 이번 세계금융위기에 대처하기 위해 G-7 재무장관 회담과 IMF의 국제통화금융위원회(IMFC)에서 포괄적인 원칙 합의를 이루어내고 이러한 원칙이 각국의 조치에 반영됨으로써, 이번 긴장을 조정함에 있어서 각국 관료들은 상당히 훌륭한 성과를 거두었다고 평가하고 있습니다. 또한 이번 위기가 한국 기업들에게도 어려운 과제가 될 것으로 보이지만 한국은 수출시장을 크게 다변화하였으며, 과거에도 대외수요 다변화에 맞추어 주력시장을 미국에서 유럽, 중동, 아시아 인접국으로 이동시키는 능력을 발휘해왔듯이 한국이 이와 같은 시장다변화를 다시 보여 줄 필요가 있다고 조언하고 있습니다. 그리고 이번 시장실패의 교훈으로 인해 국가보호주의 세력이 강해지겠지만 1930년대에 미국 국경이 폐쇄되었을 때 어떤 일이 벌어졌었는지를 우리가 아는 만큼, 이에 맞서 싸워야 한다고 강조하고 있습니다.

IGE/Prudential 국제금융특강은 푸르덴셜생명보험(주)의 후원으로 매년 개최되고 있습니다. 본 특강을 위해 물심양면으로 지원해주신 제임스 최 스펙만 회장님과 황우진 사장님을 비롯한 임직원 여러분께 감사드립니다.

2009년 3월

세계경제연구원
원장 이 영 탁

차 례

머리말	3
Sovereign Wealth Funds: Perceptions and Realities	9
국부펀드 : 인식과 현실	
<i>Robert C. Pozen</i>	
번역문	39
Financial Markets under Stress	67
긴장 속의 세계금융시장, 어떻게 되나?	
<i>Jeffrey R. Shafer</i>	
번역문	101

Sovereign Wealth Funds: Perceptions and Realities*

Robert C. Pozen

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

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

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

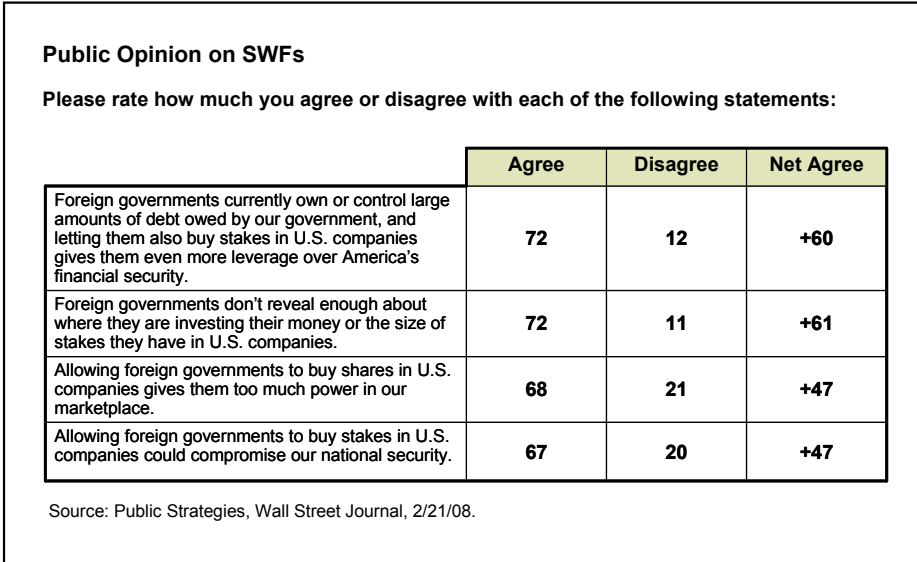
* Transcription of a speech given at the IGE/Prudential Lecture on International Finance on Tuesday, March 25, 2008

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

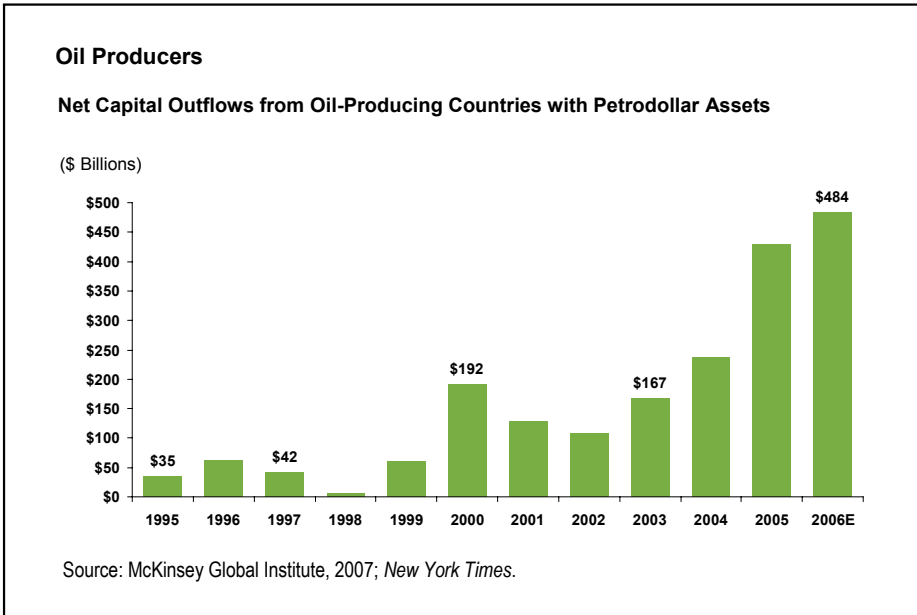
So let me begin with a recent survey that was done among Americans. Now one of the incredible findings from this survey is that Americans know very little about sovereign wealth funds. In this survey only 6% of the respondents said that they had seen or heard anything recently about sovereign wealth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

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

<Figure 1>



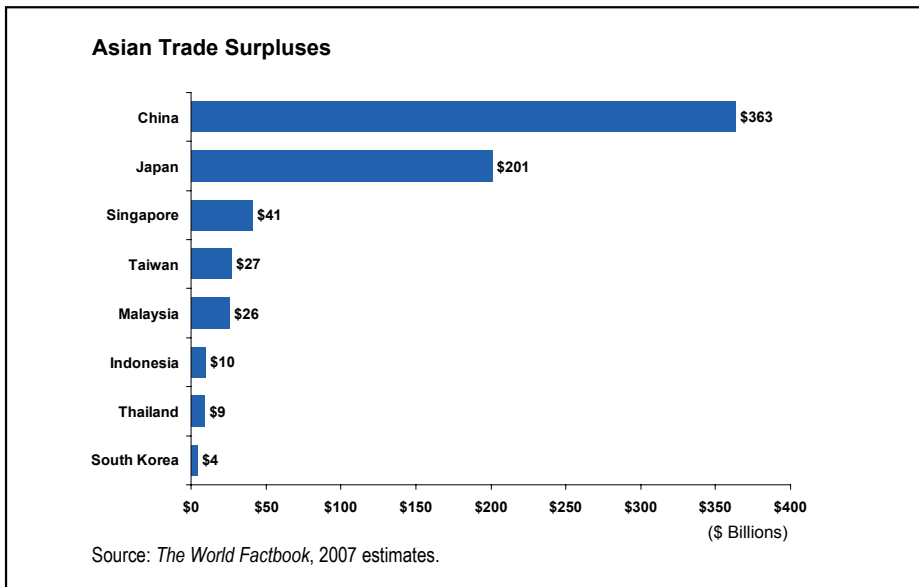
<Figure 2>



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

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

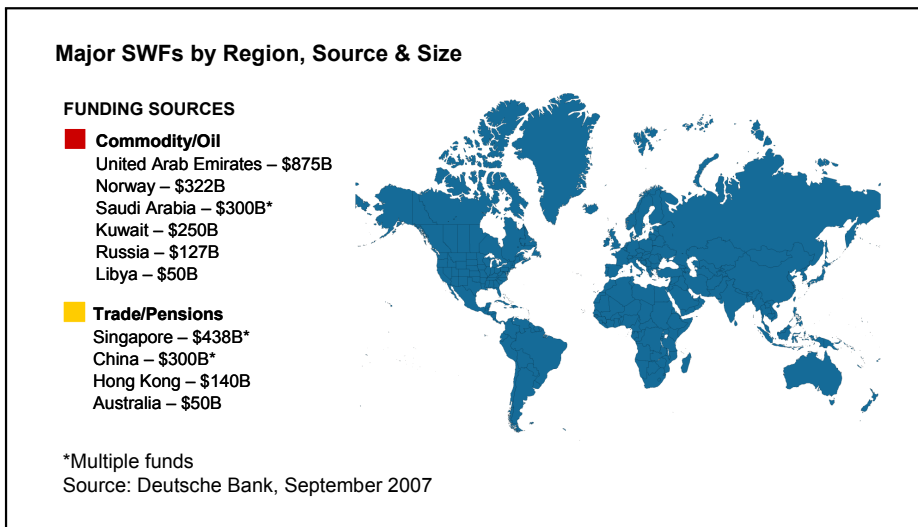
〈Figure 3〉



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

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

〈Figure 4〉



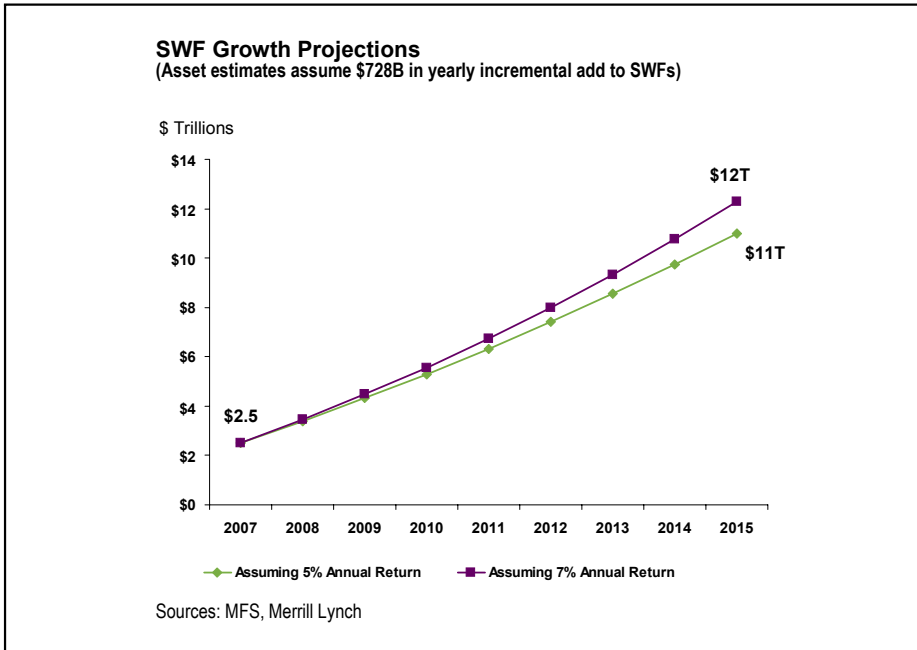
So we have three basic sources of sovereign wealth funds. The largest are the commodity funds, led by the UAE followed by Norway, Saudi Arabia, Kuwait, Russia and Libya. The other category includes both the trade surplus and pension funds: the largest being Singapore with two funds and China with two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

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

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

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

〈Figure 5〉



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

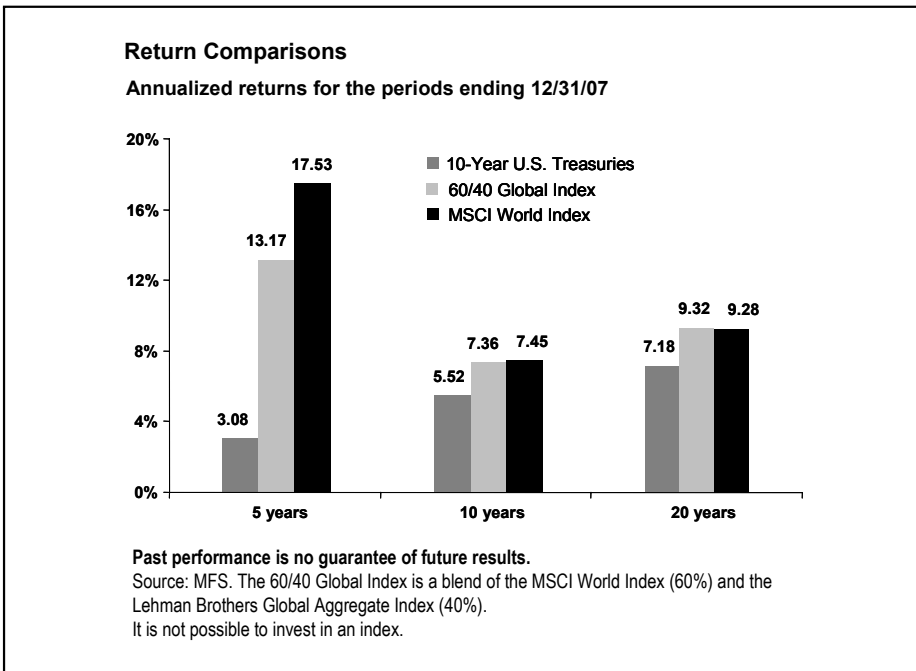
In my view, every country with a sovereign wealth fund, whether it be an oil producer or a trade surplus country, is already over-reserved. That is, they over-reacted to the Asia financial crisis by building up more reserves than they need to defend their currency. While I am not assuming that any country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

cremental reserves will be transferred to sovereign wealth funds.

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

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

<Figure 6>

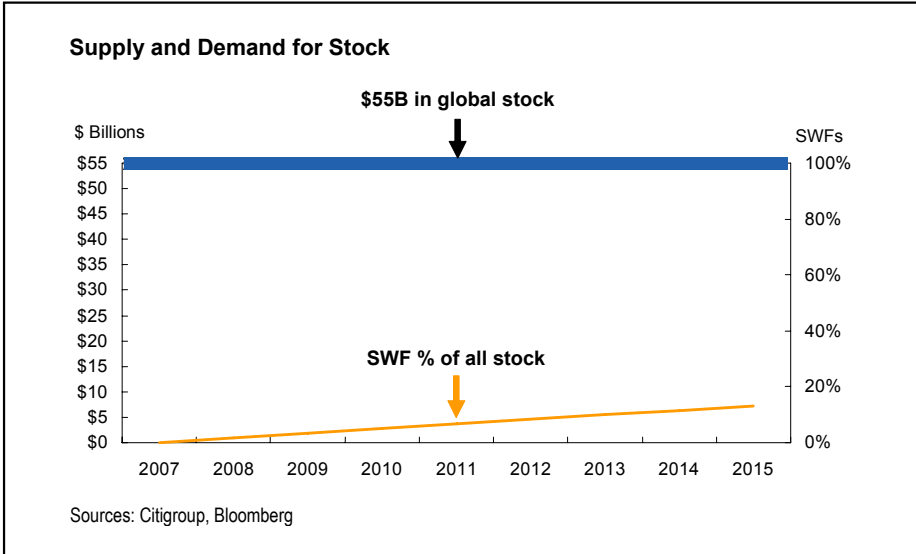


which over the last five years have returned roughly 3% per year. Meanwhile, the returns of a global stock index over the same period were 17% per year and the returns of a 60-40 portfolio of global stocks and bonds were 13% per year.(Figure 6) Thus, governments are trying to obtain a better return on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

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

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

<Figure 7>

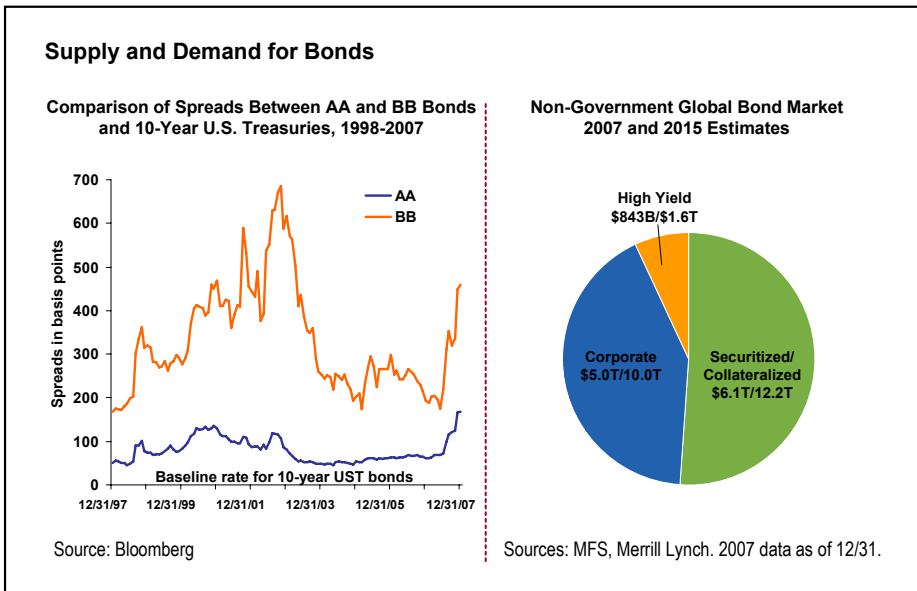


tracting because of a combination of mergers, buybacks and going private transactions that have offset IPOs. Therefore, I am assuming that the size of the global stock market will remain flat until 2015. As a result, sovereign wealth funds will hold roughly 10% of the global stock market in that year.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

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

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

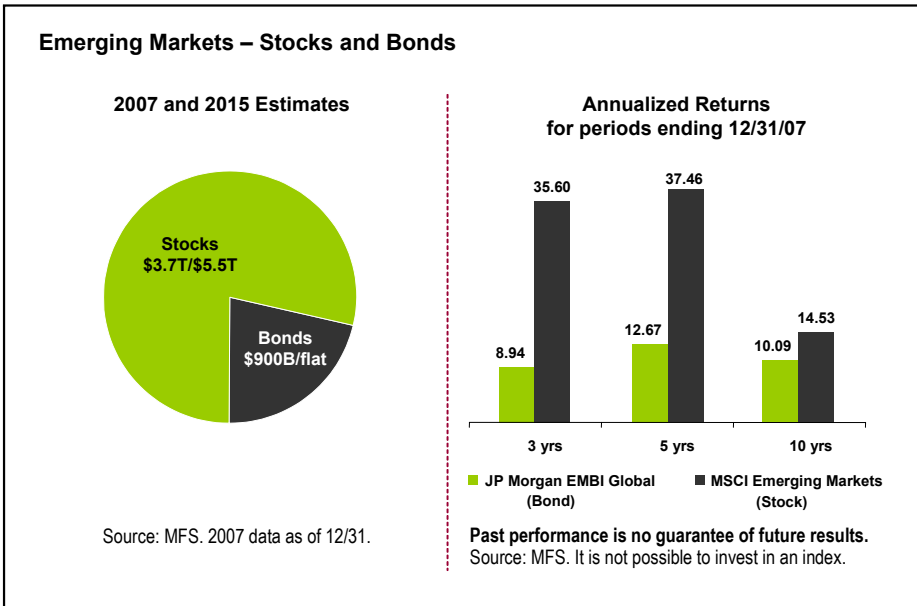
〈Figure 8〉



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

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

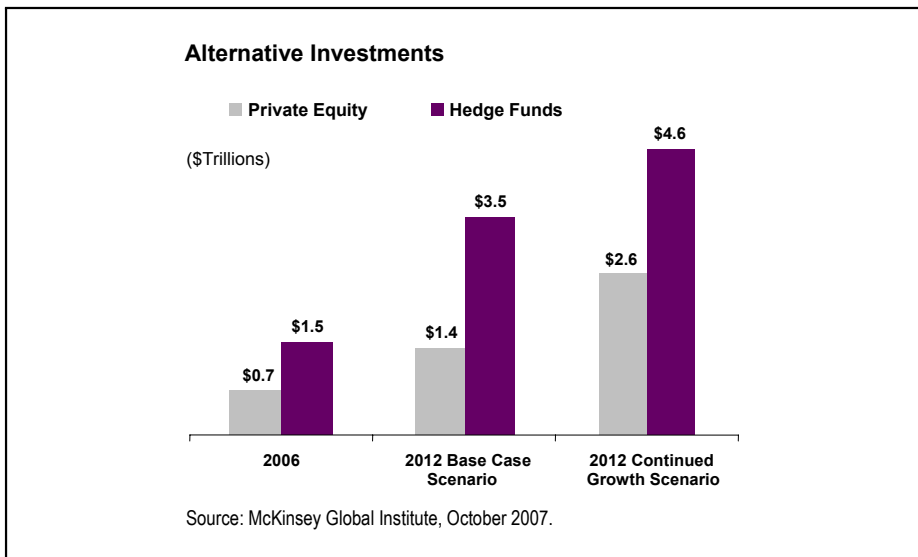
⟨Figure 9⟩



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

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

(Figure 10)

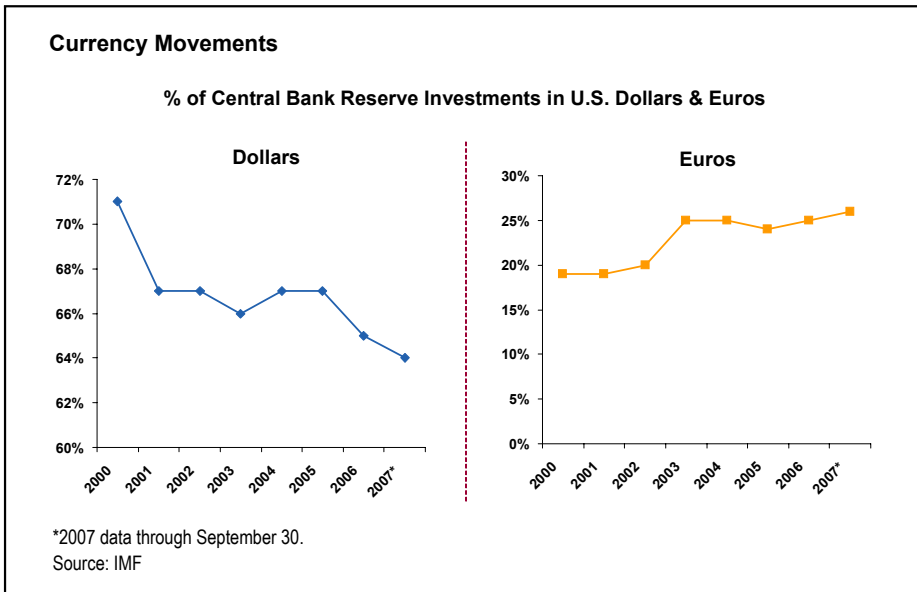


\$450 billion, and that will be a little over 10% of the hedge fund universe in 2012. If we assume that 3% of sovereign wealth fund assets will be invested in private equity funds, again that would be about 10% of the private equity universe in 2012.(Figure 10)

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

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

(Figure 11)



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

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

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

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

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

Although these sensitive industries cannot be taken over by for-

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

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

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

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

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

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

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

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

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

In addition, the European Union wants sovereign wealth funds to

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

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

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

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

So what can we conclude?

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

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

Questions & Answers

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Thank you.

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

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

국부펀드: 인식과 현실*

Robert C. Pozen

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

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

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

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

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

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

〈도표 1〉

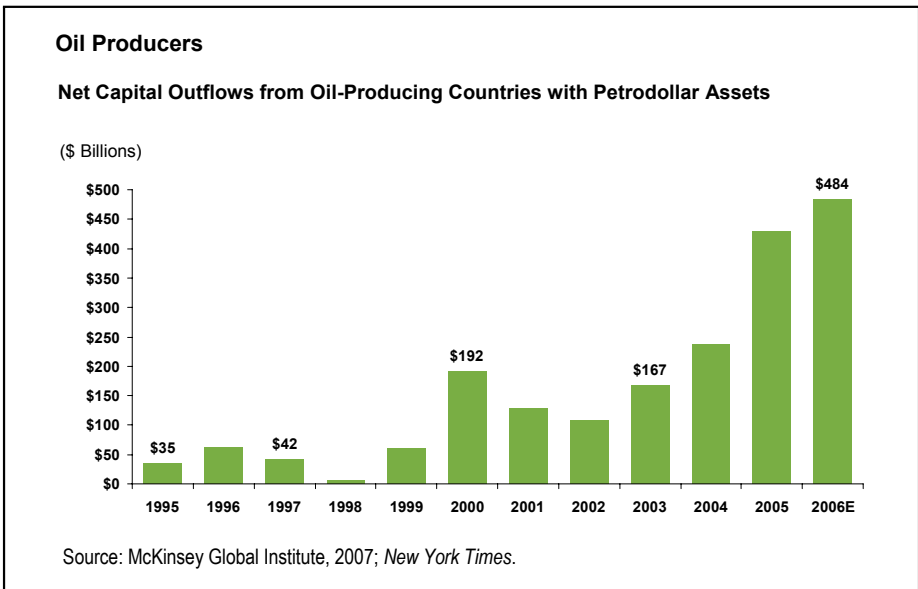
Public Opinion on SWFs			
Please rate how much you agree or disagree with each of the following statements:			
	Agree	Disagree	Net Agree
Foreign governments currently own or control large amounts of debt owed by our government, and letting them also buy stakes in U.S. companies gives them even more leverage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

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

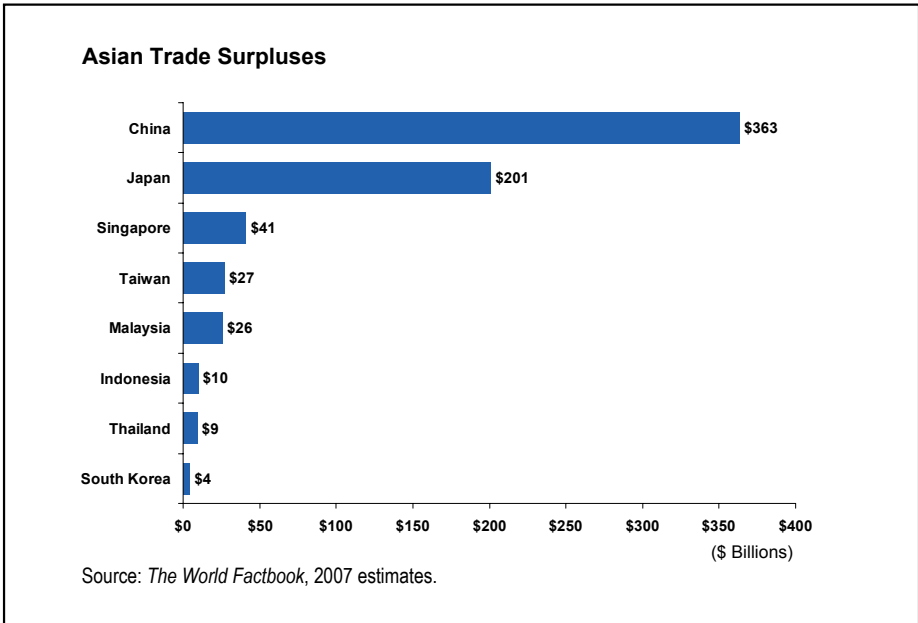
프랑스 대통령도 “프랑스가 매우 공격적인 국부펀드 세력의 부상에 직면하여 대응할 능력이 없는 상태라는 점에 대해서는 의문의 여지가 없다. 프랑스는 자국 기업들을 보호하고 경영권 방어능력을 제고하기 위한 수단을 자국 기업에게 부여해야 한다.”라고 한다.

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

〈도표 2〉



〈도표 3〉

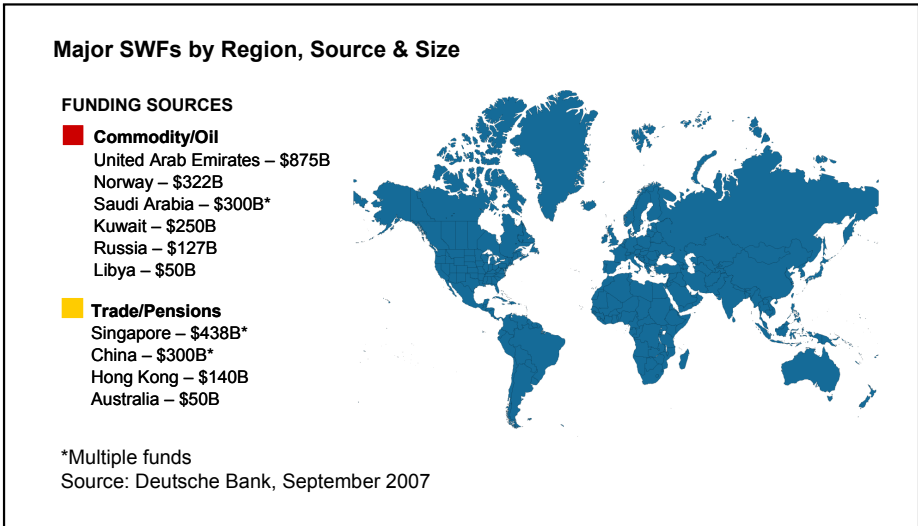


국부펀드의 성장을 주도하고 있는 두 번째 주요 요인은 한국에게 더욱 함의를 갖는 것으로, 주로 아시아 국가들이 축적하고 있는 대규모 무역흑자이다. 2007년도 무역흑자 통계를 보면 중국, 일본 순이며 여타 아시아 국가들도 상당한 무역흑자를 나타내고 있다.(도표 3) 아시아 국가들은 이러한 무역흑자의 일부를 국부펀드 조성 자금으로 배정하고 있다. 1.4조 달러로 최대의 외환보유고를 가진 중국은 2,000억 달러를 국부펀드에 이전하여, 주식 및 채권에 투자하는 사회보장펀드를 이미 운용중이다. 아시다시피 한국도 2005년에 국부펀드를 창설하여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

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

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

〈도표 4〉



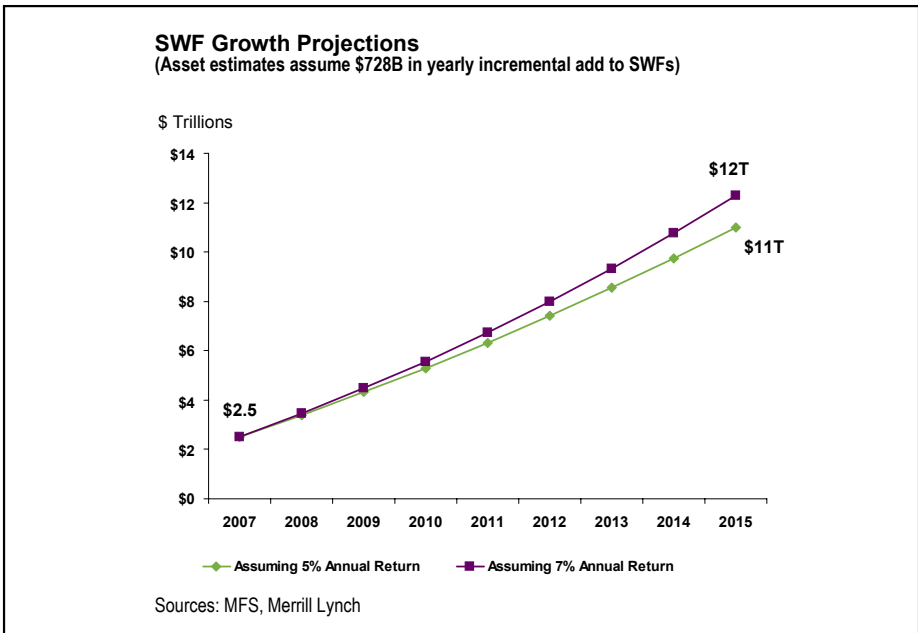
현재 미국과 유럽은 금융위기를 겪고 있으며, 이 지역 금융기관들을 구제하기 위한 자금의 대부분은 신흥시장국의 국부펀드에서 조달되고 있다. 일반적으로는 선진산업국이 신흥시장국에 자본을 수출한다. 그러나 오늘날 신흥시장국들(노르웨이 제외)은 산유국이며 무역흑자국이다. 그러므로 신흥시장국들의 투자는 서구 금융기관에게 매우 플러스(+)적인 것이다. 국부펀드에 대한 논의가 심화되고 있는 부분은 이러한 서구 은행과 중개업자들의 자본 재구성(작년의 경우 1,000억 달

리가 넘는 규모였다)이다.

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

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

〈도표 5〉



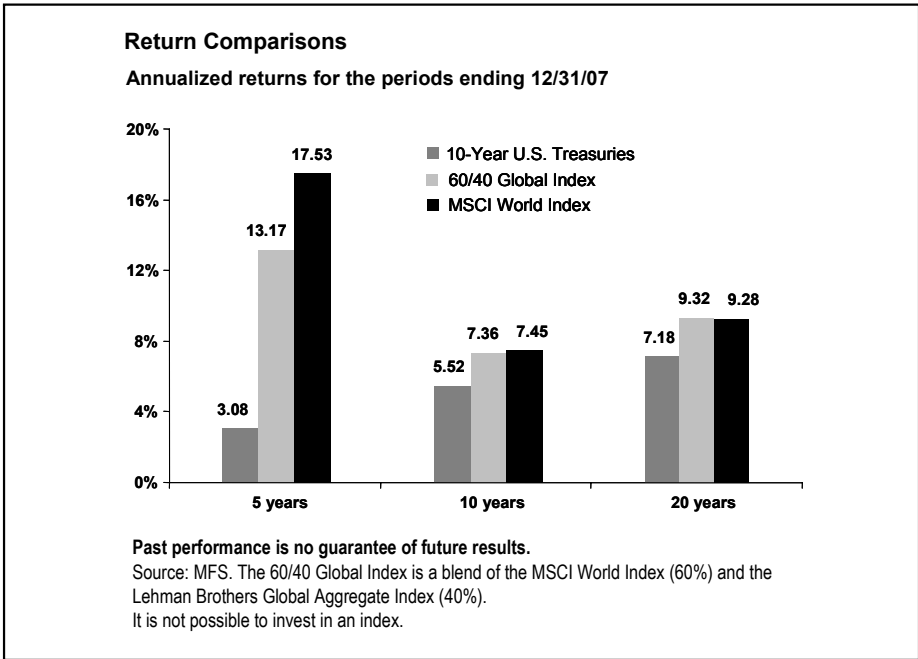
본인의 견해로는, 산유국이든 무역흑자국이든 국부펀드를 운용하는 모든 국가는 이미 과잉상태의 외환보유국이다. 즉, 이들 국가는 모두 자국통화를 방어하기 위해 필요 이상의 외환보유고를 구축함으로써 아시아 금융위기에 과잉 대응했다는 뜻이다. 그래서 본인은 기존 외환보유고의 일정 부분을 국부펀드에 이전하는 것을 전제로 하지 않고, 이들 국가의 외환보유고가 이미 과도하기 때문에 새로 추가되는 외환보유액만을 국부펀드에 이전하는 것으로 전제하겠다.

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

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

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

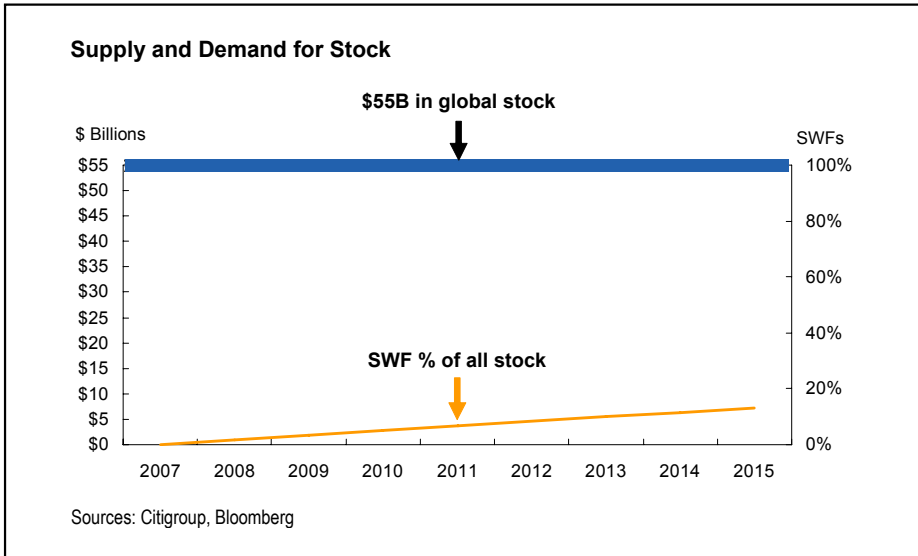
〈도표 6〉



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

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

〈도표 7〉

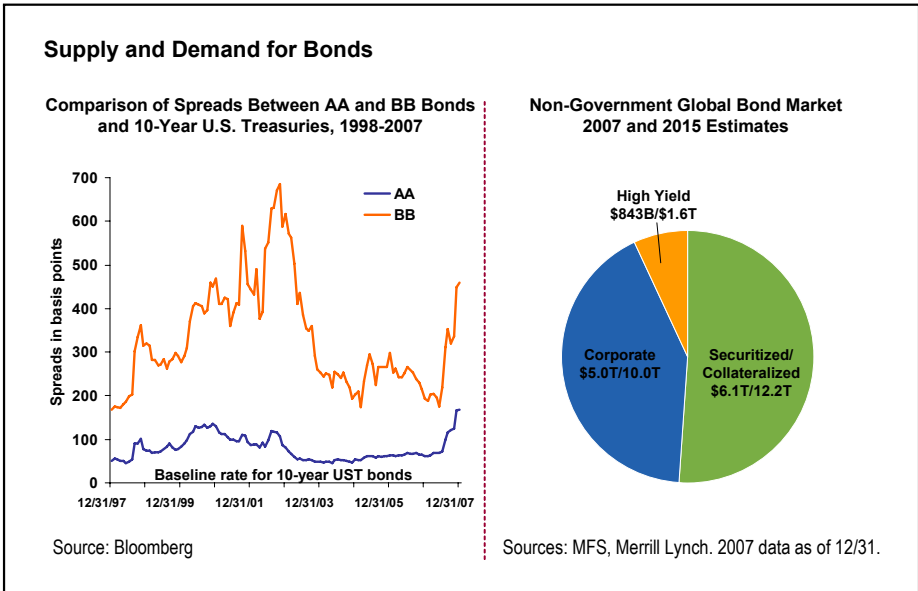


여타 요인들 때문이다. 그래서 본인은 세계 주식시장 규모가 2015년 까지 변동이 없다고 가정하겠다. 그렇게 되면 2015년도 국부펀드 규모는 세계 주식시장 시가총액의 약 10%가 될 것이다. 이러한 것이 좋은 것인가 아니면 나쁜 것인가? 다음과 같은 한 가지 가설이 가능하겠다. 선진산업국들의 경우, 인구가 고령화하고 있으며 주식에서 이탈하여 채권으로 이동하는 사람들이 늘고 있다. 따라서 미국과 유럽의 베이비 붐 세대들이 2011년쯤이면 은퇴하기 시작하는 만큼, 국부펀드에서 주식투자로의 자금유입은 매우 시의 적절하다고 할 수 있겠다.

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

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

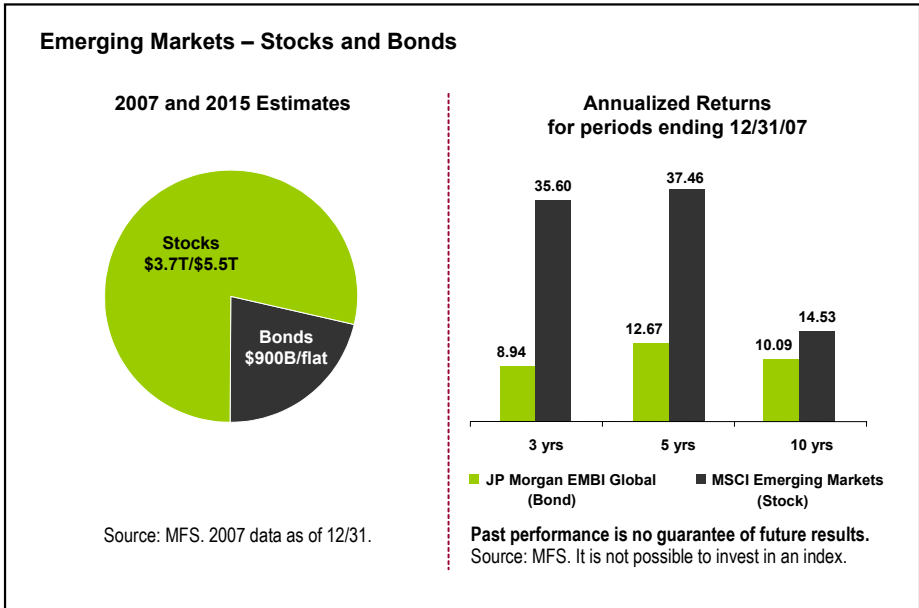
〈도표 8〉



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

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

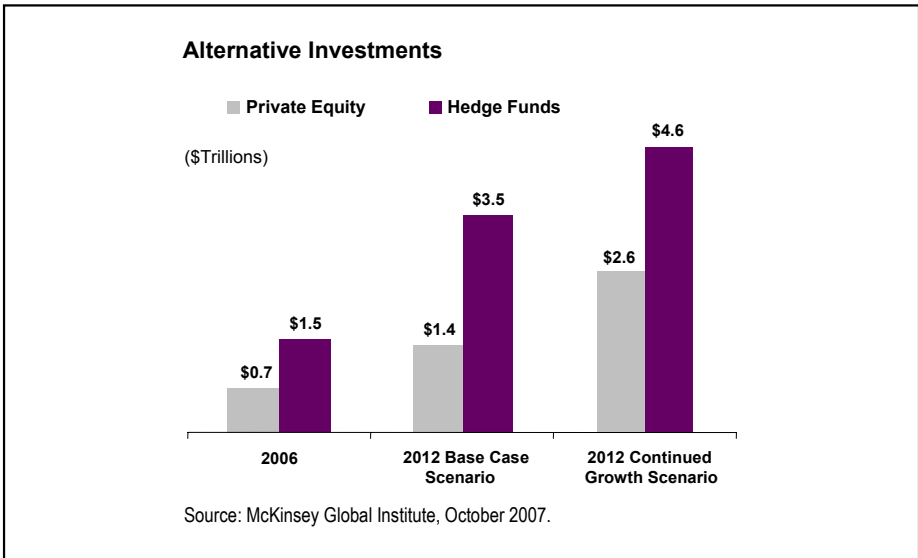
〈도표 9〉



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

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

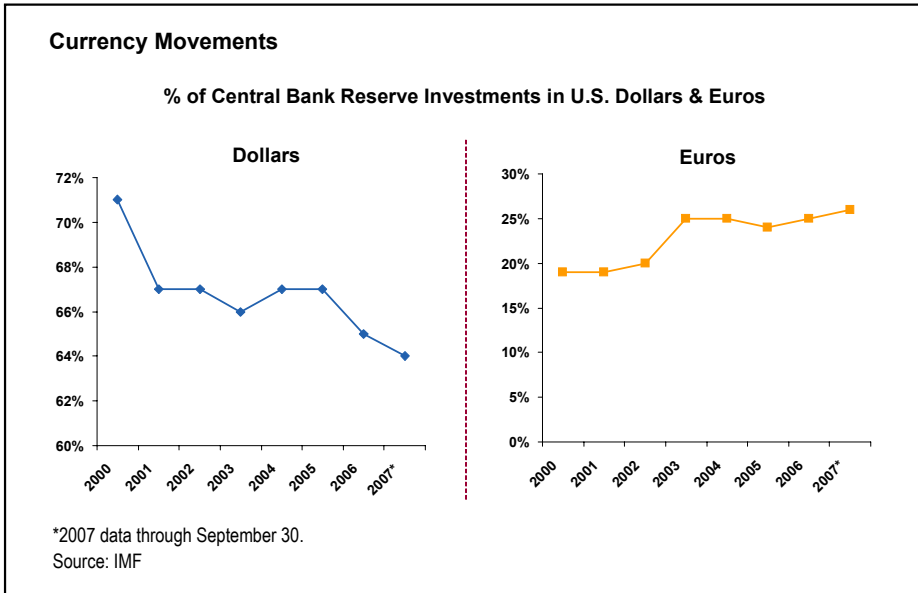
〈도표 10〉



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

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

〈도표 11〉



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

그렇다면 우리가 내릴 수 있는 결론은 무엇인가?

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

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

질의 · 응답

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Financial Markets under Stress*

Jeffrey R. Shafer

Thank you. It is a great pleasure for me to be here and to speak to an audience with so many familiar faces in it. I wish the timing and the subject was a little more cheerful but it is a good time for us to think about where we are in the world and what it means. I am going to talk more about what is happening in the rest of the world rather than Korea. But hopefully that will provide you with a base to think through the situation you face here at home.

In July of last year-fifteen months ago-financial strains began to appear as it became evident to those in the markets that credit risk had become seriously underpriced globally. The spotlight fell on sub-prime mortgages in the United States, where default experience had turned much worse than previous experience had led investors to expect and, on leveraged loans to finance buyouts by private equity funds. An explosion of buyouts had created a large backlog of undistributed credit on banks' balance sheets. Those of us close to the markets saw a "repricing" coming-a move toward a higher price for taking credit risk and therefore a fall in the price of existing assets. We expected considerable pain for households and mortgage holders from the correction of a housing bubble that had already peaked near-

* Transcription of a speech given at the Distinguished Lecture Forum on Friday, October 17, 2008

ly two years, but with Fed support in providing liquidity to the markets, we thought markets would find a stable base in a few months. That was fifteen months ago. The financial damage would be contained. Most US corporations were in a very strong liquidity position and emerging market countries, which can be vulnerable to higher credit costs, were almost all in strong financial positions. So we did not foresee a chain reaction. What has played out since then has been quite different. It has become commonplace in the United States to call what is happening the deepest financial crisis since the Great Depression of the 1930s. This is no exaggeration.

We have seen the failure, government takeover or forced merger of iconic institutions in the US, Bear Sterns, Lehman Brothers, Fannie Mae and Freddie Mac, Washington Mutual, AIG and Wachovia. We have seen the disappearance of the freestanding investment bank. The last ones-Goldman Sachs, Morgan Stanley and Merill Lynch-have become or joined bank holding companies. Securities markets have dried up, commercial paper outstanding shrank by 30 percent, high-yield bond issuance globally, not just for the US, is down 73 percent this year and global corporate investment grade debt issuance is down for the year by 20 percent and has slowed to a trickle in recent weeks. Bank loans and leases have been virtually flat since spring and may be turning down. The stock markets held up relatively well for almost a year as financial distress deepened and widened, but from May through last week the US market lost more than one-third of its value or more than \$6 trillion.

In early September the ongoing financial distress became more

acute. Problems have become more visible in Europe. The spillover to emerging markets has become greater. Despite strong policy responses and provision of support on an unprecedented scale, stabilization remains in doubt. How did we get to this state of affairs? Where are we now and when and how will markets stabilize? What kind of world will emerge afterwards? I can't say I have certain answers to these questions and definitely not to the third. But I will share my thoughts with you as someone who has followed a number of financial crises, including the one experienced by Korea almost eleven years ago.

How did we get here?

The problems in the sub-prime mortgage market, which became evident last summer, exposed over the following months wider problems in the US financial system. We have seen sectors of the financial system fall one-by-one like a line of dominos, sub-prime mortgages, leveraged loans, asset-backed commercial paper, an alphabet soup of hi-tech financial vehicles like CDOs, CLOs, SIVs, monoline insurers of financial paper, auction rate preferred securities, monoline investment banks, money market mutual funds and depository institutions.

When I look at these, I see one or more of three systemic failures at work, indifference to consumer protection, failure of risk management and failure to recognize the systemic fragility of liquidity.

Consumer protection

We know that the marketing of many sub-prime mortgages exploited the lack of financial understanding of the borrower. People were pushed into mortgages that were not suitable for them by high pressure salespeople working on commission. Mortgage structures became so complicated that even a financially sophisticated person had trouble making a good decision and the borrowers in the sub-prime mortgage market were not financially sophisticated. We are learning that it was not uncommon for people to be sold mortgages that were more expensive than others that they could have qualified for. And mortgage originators encouraged borrowers to misrepresent their qualifications or even did it for them. These practices became common in an environment in which consumer protection got almost no attention from the authorities. The view that people could take care of themselves prevailed. We, in America, have learned an expensive lesson that people will be taken advantage of if the government doesn't look out for them

Failure of risk management

Bad decisions by borrowers would not have led to a financial calamity if investors in the mortgages had been more careful about what they had bought. Why weren't they? The other factors seem to have been at work. There is and will continue to be strong debate on what specific market failures gave rise to each; there were almost certainly multiple factors whose relative importance will never be known for sure.

I see three ways that risk management failed, allowing the conditions for a crisis to develop.

First, there was an astonishing loss of information along the intermediation chain. As I have already noted, documentation of the original loans was often deficient. The loans were then packaged and sliced and repackaged into complex instruments. Buyers who were sophisticated asset managers all too often outsourced their due diligence—they took ratings agencies' assessments as all they needed to know. The ratings agencies relied on models that did not take account of the deterioration of standards in origination and insufficient account of the deteriorating housing market. Some argue that ratings agencies had incentives to rate the mortgage instruments generously. This may have been an element, but the ratings agencies have always been paid by issuers. What was new was the complexity of the instruments and the complacency of the investors, who did not look at what they were buying.

Second, there was an over-reliance on quantitative statistical models to assess risk to the neglect of the macro forces that could change behavior. Under pressure to quantify risk, managers ignored even well documented vulnerabilities of their models—the tendency for correlations across markets to increase in times of stress and the fact that extreme events happen more often than models using normal statistical distributions would predict.

Third, asymmetrical risk taking also seems to have been a factor. Where things turned out badly we often find investment strategies

that were seeking relatively small return enhancements. Managers then leveraged their positions to increase returns while exposing themselves to devastating losses that might have small probability. These risks should not have been ignored. Were people short sighted? Did their compensation structure encourage them to make as much as they could as long as they could, knowing that the end would come? Were they simply guilty of tunnel vision-focusing on the returns in front of them while overlooking the risks in the background? It was probably some of all of these. And senior managers proved unable to see the problems, not just in one or two institutions, but across the industry. The asymmetrical returns in trading strategies are a problem that should get a lot of attention from risk managers and those responsible for market oversight going forwards.

There is no doubt that financial innovation contributed to misperception of risks. Things happen in an unfamiliar environment that no one sees coming. There is a tradeoff between the gains for the system from innovation and the hidden risks that it carries with it. This is not a new problem, I wrote about it twenty-one years ago. We need attentive regulators to spot vulnerabilities before they become systematic. But they will not easily spot risks from innovation-the counterparty risks of dealing with hedge funds for example. The regulators deserve some credit for the fact that hedge fund failures have not been a source of systematic difficulty, at least until now. But they did not see clearly enough the extent to which risks were being hidden in the packaging and repackaging of CDOs (collateralized debt obligations) and other innovations. Risks build up when there is very rapid growth in new markets. The danger signs

were there.

Behind these risk management failures was a dynamic that may reflect human nature. One might, as a consequence, see what has happened as inevitable at some point. But if we recognize human weakness, we are better able to protect ourselves from them. A period of quiet good fortune gives people a sense of invulnerability. We had been through a long period of growth in the United States. We had absorbed the crash of the dot.com bubble without spilling far beyond the IT sector, economists wrote about the “great moderation”. And in this environment investors sought returns by leveraging more. Hyman Minsky was an obscure economist who developed a “financial instability hypothesis” in the 1960s and 70s. I remember listening to his ideas about the inherent tendency of financial markets to go to excess in tranquil times. He got a hearing from only a few of us young economist then. People today are pouring over his work. If his thinking had been taken more seriously sooner, the alarm might have sounded more loudly sooner. We might have averted at least some of what we are going through.

The factor that has magnified the costs of failures in the consumer protection and risk management far beyond the inflation and deflation of house prices was a failure to recognize how vulnerable the financial system had become to a collapse of liquidity. Financial institutions and market participants had come to rely on liquid markets to sell assets if they needed cash to meet an obligation. People took the functioning of markets for granted, expecting central bank provision of funds to the market when necessary would keep them

functioning. Things had worked this way for 75 years. But this time, actions by the Fed—from cutting the Federal funds interest rate, to expanding access to the discount window, to widening the paper that it would buy to an extent previously unthinkable—failed to reserve the collapse of liquidity. The implosion started, as investors, having seen the risk in mortgage backed paper, became concerned about other paper that they realized they didn't fully understand. A runoff in asset-backed commercial paper a year ago was an early example of this. As problems have widened and caution deepened, liquidity has disappeared from market after market. Financial structures that depend on market liquidity—like structured investment vehicles, auction rate securities and money market mutual funds—have come under pressure even when the credit quality of their paper was sound. The US Treasury implemented emergency insurance for money market mutual funds a few weeks ago to head off a run on them. The disappearance of liquidity has been the most critical concern for the financial system in recent weeks, affecting institutions in Europe and even Korea. We are in a time when investors no longer ask “how can I get a return on my capital?” but only ask, “How can I get my capital returned?” The slightest doubt means that paper cannot be sold at anywhere near a normal value.

As the distress gathered momentum, a vicious cycle of capital loss and deleveraging in the financial system took hold and increasingly stressed credit availability to consumers and business. We found that mark-to-market accounting and fixed capital ratios imposed by both regulators and ratings agencies reinforced each other to shrink financial intermediation capacity. At a time when banks should have been

called on to step up lending as securities market windows closes, as they did in 1970 when the bankruptcy of the Penn Central Railroad triggered a collapse of the relatively new commercial paper market, banks sought to shrink their balance sheets. This further depressed loan prices, which led to capital markdowns and another round. I am not enthusiastic about doing away with mark-to-market accounting, but it does not give the right picture of when markets aren't working. What we need are regulators who recognize the limitations of any accounting rule for assets; we need regulators who set capital standards that are counter-cyclical not pro-cyclical whatever the accounting rule. Ratings agencies and the market will take their lead from them.

Where will markets stabilize?

The financial authorities in the United States have acted forcefully and repeatedly to counter the crisis. The early responses targeted markets lowering the Fed funds rate and setting up new facilities to broaden access to liquidity. A second phase was reached in March with Federal Reserve support for the takeover of Bear Stearns. Policy focused on individual troubled institutions including Indy Mac, Fannie Mae and Freddie Mac, Washington Mutual, AIG and Wachovia. Only Lehman Brothers was left to file for bankruptcy. While there was a good case for not treating Lehman as too big to fail, its bankruptcy added to the momentum of the herd racing for safety. There has been a lively debate about whether it was right to let Lehman fail. In hindsight the shock to the system suggest that Lehman was too big to fail. But there is a good case made by some that the authorities would not have been able to gain public support for actions

taken earlier if the costs of a hands-off approach had not been shown to them.

Treasury Secretary Paulson was quickly driven to look for a systemic solution. The TARP (Troubled Assets Relief Program) to buy up the \$700 billion in assets without good secondary markets was his answer. But by the time it was enacted after first being rejected by the House of Representatives, it was becoming clear it would not be enough. Money markets were frozen. The Fed responded quickly to this with a new Commercial Paper Funding Facility to ensure a market for the commercial paper of high quality issuers. These measures did not stabilize markets.

The crisis is no longer largely confined to the United States. While the initial sub-prime losses affected some institutions around the world, signs of systemic distress were visible only in Europe and even there they remained bottled up until recently. Other countries were concerned about the effects on them of a US slowdown but the financial distress did not spill over to the rest of the world until recently. It is now spilling over, especially in equity markets, and this has highlighted that not only does Main Street in the US have a stake in the what happens to Wall Street, but so too does Oxford Street in London, Ginza in Tokyo, Queens Road in Hong Kong, Nanjing Road in Shanghai and Myeongdong in Seoul. The problem in Europe has become extremely serious. Iceland has banking problems that are far beyond its capacity to manage.

Economies, including that of the US has been remarkably strong,

given the financial distress until very recently. Continued global growth created a commodity boom that lasted into late summer. Many central banks had to tighten policy. But the clouds are getting darker as credit markets tighten and the premium on liquidity and optionality grows. Although hard data is not in, available indicators point to the US having slipped into recession in the third quarter. Large parts of Europe also appear to be entering recession and growth is slowing almost everywhere.

Last week markets went into a tailspin. Passage of the \$700 billion TARP program to buy troubled assets did nothing to slow the decline. Fear gripped investors in the United States, from hedge funds to retirees. And fear spread around the globe. Mistrust of even safe havens was building. As the weekend approached, even the most ardent advocates of free markets were calling on governments to do something.

It so happened that last weekend was the occasion of the annual meetings of the World Bank and IMF in Washington. Finance officials, central bankers and private sector bankers normally spend their time at the meetings discussing arcane issues like the next capital increase of the World Bank or the governance of the IMF. This year, the meetings were like no other in the 35 years that I have been attending. The 1997 meetings in Hong Kong are the closest parallel, but then the full scale of the calamity that was playing out was not yet evident. There was debate on how to respond then.

Last weekend everyone I talked to agreed that coordinated action

by governments was needed to create a base from which markets could be rebuilt. Three elements were seen as essential. One, government recapitalization of financial institutions to halt the deleveraging that was beginning to choke off credit to even the soundest business. Two, government guarantees to enable financial institutions to raise deposits and borrow funds and third, additional measures to provide liquidity in order to unfreeze money markets.

Starting with the G-7 meeting on Friday, governments began to put together a response. In the world we live in, where national governments are responsible to voters and control budgets, national action is the channel through which things get done. But global markets demand a coherent global response. Officials did a pretty good job of reconciling this tension as they agreed on broad principles in the G-7 and the IMFC committee and then went home to translate these into national actions. The Europeans stopped in Paris to further coordinate Euro area with UK action.

By Monday morning markets had a clear sense of what was coming, although full details have rolled out since then. I won't go into specifics, but I do want to emphasize the scale of what is being implemented. Over \$600 billion of capital injections into banks in the US and EU, trillions of dollars of assets that will carry a government guarantee and unlimited liquidity facilities. The support of financial institutions by governments is also spreading beyond the G-7. Australia, New Zealand, Saudi Arabia, Russia and Hong Kong are among those that have adopted new support policies. This is important to keep a country's banks from being disadvantaged because

others are receiving support. So I expect more. And efforts are underway in the IMF and World Bank, in the ASEAN plus Three and bilaterally to reinforce the capacity of countries to provide support.

Will these actions do the trick? The initial signs have been mixed. It is essential that confidence be restored and both equity markets and debt markets have responded positively. But any renewed confidence is fragile. It will have to be nurtured through unfailing implementation and supported with further interest rate cuts in the months to come. Any hint that governments are not following through with what they promised would be disastrous. And another unseen shock could also start a new decline in markets. But governments have shown that they know what needs to be done, and after fifteen months we have reason to believe that big buried problems have been unearthed. We can be hopeful but not sure of a return to financial stability.

But the wealth losses and credit constraints that have already been experienced makes it likely that the recession that seems to be starting in the US will continue into next year and quite possibly to midyear. Europe will take some time to turn up too. This will mean slower growth in Asia. The slowdown may be limited if fiscal measures to boost domestic demand are taken in China, where the budget surplus gives ample room for action. Korean business will find it challenging to navigate these challenging markets. But Korea has broadly diversified export markets and has shown the capacity in the past to shift focus from US markets to Europe to the Gulf, to Asian neighbors as demand shifts around the globe. It will need to do so again.

What kind of world will emerge afterwards?

What is happening right now is an historical turning point. A tide that has been running for thirty years towards deregulation and privatization has turned. On Tuesday, the former CEO of Goldman Sachs, the icon of American capitalism, presided over the partial nationalization of the US financial services sector, including Goldman Sachs. Secretary Paulson said “Today’s actions are not what we ever wanted to do-but today’s actions are what we must do to restore confidence to our financial system.” He clearly saw that the world he lived in, like Scarlet O’Hara’s, was “Gone with the Wind.”

For a number of years, at a minimum, governments will play a more active role in the economy than they have for a long time in most countries, although this may not be as unfamiliar to Koreans as it is for Americans. The allocation of resources to industries and to companies will be politicized, so too will be hiring, firing and compensation of workers and tendencies to think in terms of favoring and protecting national champions will be reinforced. We will also see a revival of regulation and it is not likely to be confined to the financial services sector. There were tentative signs that the world was moving in this direction for several years; the financial crisis has made it an inescapable reality.

What the path will be once markets have stabilized and economies are recovering is far from clear. The picture I am going to paint is as much hope as predication.

The lessons that markets are subject to the failures that I described earlier will stay with us for a long time. But we also know about the failures of government. It was less than twenty years ago that the socialist economies crumbled. One of the few remaining examples, North Korea, is a constant reminder of the complete failure of this approach.

The way forward to stronger, more stable economies would seem to be to give markets and governments roles that suit their strengths. Private businesses operating in markets are unchallenged in their capacity to harness human ability and energy to deliver goods and services. But they can take advantage of human nature, they can mismanage risks and they can underweight risks of extreme events to the detriment of others. If economic activity is thought of as a game of baseball, to pay tribute to the Korean Gold Medal in baseball, the role of governments should not be to take part in the game as governments do in socialist systems-as both player and umpire. Private businesses should be the players competing in the game. But government does need to make the rules to keep the game safe, and it must rigorously enforce the rules as an umpire to ensure that the game is fair. It is going to be critically important that these two roles-player and umpire-be kept separate.

As we move into this new world, the forces of national protectionism will be reinforced and must be fought. With governments taking ownership of business, the instinct will be to protect their own. But this would do tremendous damage to economic prospects everywhere. It has been the opening up of markets over the past fifty years that

has fueled growth and development. The current crisis is not the result of globalization. The US crisis was made in America. The vulnerability of Europe, with over-leveraged banks and housing bubbles of their own, would have soon been exposed even without the sparks from across the Atlantic. Turning inward is not the answer. We know what happened when borders were closed in the 1930s. We must not let that happen again. The cooperation that we saw this past weekend gives me some hope that it will not.

So we stand at a turning point. What was done last weekend will be long remembered and even longer studied. What new course we will move along is not clear at all. But we have a choice. We can press our governments to build a stronger market regulation role than they have had in the past, but to withdraw from business as owners and managers as soon as possible. It will take strong leaders to follow this course.

Questions & Answers

Q Some people say another time bomb is waiting in the US consumer sector, especially with respect to credit cards, do you think this will be a problem? Also a number of Asian countries like Singapore, Malaysia and Taiwan provided a deposit protection between banks and borrowers and inter-bank lending. Korea has not done this yet but if it were to do so would that show some weakness. Would this show the wrong signal?

A On the consumer credit situation, I am quite confident-although I have been wrong quite a number of times in the past fifteen months-that there are no big surprises in the consumer credit area. What we do know is that with the economy turning down, the losses in credit cards and other consumer credit are going to rise. I haven't seen the details but in our earnings release yesterday we have called for a lot of attention from reserves because we can see the consumer credit situation deteriorating as the economy deteriorates. We spent a lot of time looking at it for over a year now and these are going to be predictable cyclical developments. It is going to be another negative, it is going to be painful depending on how big and on how deep the recession is and how prolonged. But I don't see the big surprise like with sub-prime lending. You can see this with the 2006 vintage mortgages that as this market exploded, the fundamental standards for giving credit in that market changed from 2005/6 and nobody noticed, so as the fault rate doubled, it took people a while to realize it. I don't see that in the consumer markets, when the market conditions change consumers are going to become more under stress, no doubt about that. My prediction is that is what is going to be expected, a bomb in financial markets is something you did not expect.

But the passage of time and the period of stress does expose them and we are going to have some numbers so there is some confidence.

On the other countries, Singapore, Malaysia and Taiwan, as I mentioned Australia and New Zealand have supported their banks. I think it creates a difficult situation for other countries that are in disadvantage, as they do not offer support. And I think the Korean authorities do need to look closely at the advisability of offering comparable support to banks. It is extremely important to get the message out correctly about why you do it, that it is not because you see the weakness in these banks but because you want to put them on a level playing field with these other countries. And I think that if the measures are taken they are taken to be the same as those other countries and not something that is fundamentally different and if you are going to do it, do it quickly because being in the same time frame is reinforcing why this is being done. Korea is not the only one, many countries are facing the same challenge as well. I recognized this would be a risk that was going to build up that if G-7 did this then the rest of the world would have to do it and people talking to the World Bank that shouldn't they have the facilities to reinforce some countries capacities to do this. You have \$250 billion worth of reserves in this country so you are not in the same position as other countries.

Q This is the time now for the change of the financial regulatory system, going from the Chicago free to choose school to the Keynesian government interference. I would like to ask some questions about this. Don't

you think some of the control mechanisms were more selective rather than general controls? On the financial supervision side, I believe there is no control body for sub-prime mortgages, don't you think that this should be changed. About 60% of sub-prime mortgages are done by non-name financing, isn't this one of the causes of the problem?

A I, as a Federal Reserve staff member, worked hard to advise the board to get rid of some of those controls. They were creating a lot of distortions and they gave rise to a lot of the problems we had with the last financial mess we had in the 1980s. I think bringing back that approach is the right way to go as opposed to “these are the rules”, “you can do this and you can't do that.” We are going to need a lot of financial supervision. I think there was just horrendous number of problems in mortgage market supervision area, as you said these independent people were not being effectively supervised although the Fed did have the legal authority to do much more than it did do and has since this year, closed the barn door as we would say and has done some things to bring those under closer surveillance.

I think that the no-doc loans are a prime example of a market that had gone to ridiculous excess. It was a huge market and they were just trying to create as much paper as they could to put into all of these CDOs that were being created. They set up offices around the country, hire people who didn't know anything, train them up quickly and would get them to take mortgages and would pay them on the basis of how large a fee mortgage they could get out there. So basically the mortgage broker and the person running the mortgage conspired together to create a system in which information was mis-

represented, misrepresentation in the documentation became widespread. It was a terrible scandal that was allowed to go on under a Board of Governors which was one of Alan Greenspan's failings who thought that the competitive markets would help people choose the best product despite lots of financial research that shows people don't make good financial decisions, especially when they are subjected to high-sales pressure techniques and I think that is an area where we are going to have to need a lot more supervision.

You said that supervision should become more conservative. An old friend of mine, who was influential in 1970s and has written a new book which said that the mistake was to think that banks are like any other business and should be thought of as public utilities, that they serve a public purpose and that they should not be there to maximize profits. We may get back to that model, that banks are public utilities to generate profits and are regulated so that they are not there to maximize every penny they can make. I think that means there is another part of the financial system where money is invested more with the seeking of return and more market-orientated. My bet is that the hedge funds will find a lasting place alongside that. Hedge funds should be regulated in that they can't go out making rumors and then sell stocks, they should be regulated that they can't gang up with another and take over a company. So they should be regulated like any other financial transaction but their business should be regulated not they as financial entities.

There is also an important need to collect data and I indicated this back when I was in the Treasury. I think if you are going to play

this overview systemic monitoring role that the Fed needs to play, you need to have sense of what are the positions in the market, when are trades getting crowded that is everybody is in the market subject to blowing up. Only by having information on the structures in the market can you do this and I think that is important.

And there are two things people do reflexively, the first one is they say “this crisis means we need to bring back “Glass Steagall” which means the separation of investment banking and commercial banking. In fact, what this crisis has show is that investment banks by themselves are vulnerable enterprises and, in fact, getting rid of Glass Steagall does map the way to our way of the future which is a universal bank. And second thing they say is, “this shows we have to regulate hedge funds”. Well, you might want to regulate hedge funds but there is nothing about this crisis that suggests hedge funds are at the center of the problem.

Q You have given us a very comprehensive review of the crisis so far and I liked your succinct conclusion of what the role of the government should be. Strengthen the regulations and rules but do not become a player yourself. I have a few questions. What would be your expectations of the value of US dollars for next year or so? Secondly, this was mentioned before but Korea ranks sixth in terms of the size of foreign reserves it holds but one impact of the US financial crisis has been to cause quite a panic in Korea’s foreign exchange market and our currency has destabilized very much. It comes to us as a great puzzle, we believe our fundamentals are good and we thought that we had large enough reserves but then we have come under the fear that we could run into another financial crisis. How do you explain this? What is Korea’s vulnerability that could be

creating this panic in the foreign exchange market? The Korean government tries to blame the foreign press but I think that only scratches the surface, there must be something wrong fundamentally with the Korean economy or with the way the Korea monetary authorities have been behaving or talking. What would be your frank assessment?

A Well, what I say should be taken with a grain of salt. I read the press and our research reports on what is going on in Korea but I am not down there in the trading room so I don't have a sense of what the forces are in the market and what there is that has created this situation. It was not too long ago, just earlier this year that people were worried about the Won, which was running ahead of all other Asian currencies and was terribly strong. And you have gone from having that problem to having the opposite problem in a short period of time. I have not looked close enough to know what is happening. Part of it is a reflection of what we are seeing around the world, in the fact that as money markets have frozen, dollars have been hard to find, people have been trying to get whatever they could get, if you are a Korean bank you get Won, if you are a French bank you get Euros and selling them to get dollars. And that has been making the dollar strong against the Won and the Euro. Korea being a smaller financial market and system, those forces are amplified.

I don't think that reserves should be thought of as a fundamental tool to manage the exchange rate. You let the markets go and they come back and you hope that the business has facilities to hedge at least their short-term implications against that. That is a very superficial level and I can't say that is what is happening to Korean Won at the present time. The dollar books of Korean financial institutions are in

a time when liquidity is bad, it's not because the loans are bad or there is problem with the institution, today you have trouble getting dollar funding and that is affecting Korea today.

In terms of where the dollar is going to go, back in the 1970s when I worked in the Fed they made fun of my efforts to generate dollar forecasts and they did research that you may know, by Macey and Rogoff which showed the best forecast for the exchange rate tomorrow is what it is today which beats even the forward rate. That is a high variance guess. I think for the dollar-euro, I wouldn't want to take a position. Back when it was up 1.50-60s I would have said it would not last but now in the 1.30s, who knows whether it is going to strengthen again or weaken its position. That depends on the underlining economic conditions. I think the long-term trend against the Asia countries is for them to strengthen against the dollar and when I was here nine months ago and I would make that statement I would have said that with the exception of the Korean Won which has already strengthened. But now the Korean Won has weakened so much I would say now the Korean Won especially. That is because there have been major efforts in Asia, especially in China to slow or resist the rise of a currency, which is typical with an emerging country. And in time we are going to see that with the Asia currencies, strengthening against the dollar.

Q Thank you for your presentation, I would like to ask three questions. You covered the major causes of the situation that we are in now and I was very struck that you didn't mention that much about the role Greenspan played in this crisis. Wasn't there too much excess liquidity to

ignite the fire?

My second question, you said that China has a lot of room in responding to this crisis because its fiscal position is sound. But we also know that China's financial system is very weak in the sense that the system represents the case of repression. The government controls the interest rate, the exchange rate and even the allocation of credit. We had that sort of system before our financial crisis. So if you have a very repressed financial system, the problems tend to be hidden. The strong fiscal policy is very good for dealing with problems after they have broken out. So I would like to hear your comments about the strength of China to bear the current financial crisis.

And my third question relates to your observation that Korea is relatively well positioned because its exports are very well diversified. As Koreans, we feel very good when an observation like that is made by somebody like you. On the other hand we have to realize that the problem is not regional, the whole world is subject to the financial crisis. And when you think that the US is in trouble, Europe is in trouble so that is already two-thirds of the world economy. When these two economies are in trouble, it means the Middle East is also in trouble. So in this situation is there room for Korea to try to manage its economy with emphasis on stimulating internal sectors when it is raining outside?

Q We are concerned that the US's rescue package of \$700 billion might actually cause some inflationary problems. How would you comment about that?

A It is true that the whole world is going to slow down but the timing is going to be different and some more than others. So there is some help from this capacity to focus on some different markets. And I was wondering if I was going to be exaggerating it a bit, espe-

cially since I learned this morning that the price of oil has dropped another 10 dollars and is now in the high 60s per WTI. And that is going to reduce the amount of money that will flow into the Middle East, it is still high by historical standards but it has fallen by half since last summer so there is not going to be this gush of money flowing into the Middle East as before. Korea is the economy most affected by commodity prices, every model in the world I know shows that and you coped with the commodity spike pretty well. And now the fact that that is now in reverse, it strengthens your capacity to do what you were recommending which is to focus on domestic demand and hopefully in a way that long-term investments has value to them and not building “bridges to nowhere” as we do in Alaska. And I think that the benefits from domestic demand for the Korean economy will be important because the global economy is going to be weak.

To turn to China, I think it is the least constrained economy despite its domestic weaknesses. If you look at its reserves, if you look at its huge current account surplus, after all Korea has a small deficit, which may now disappear with the change of oil prices. It has a government sector surplus of several percentage of GDP, it has problems in the pollution areas, education, health care and infrastructure areas, there is a lot they can do to meet the basic needs and desire of the Chinese people with these resources and stop the almost total focus on exports. If they do that they might find that they have made a lot of lending to exports that for market conditions and prices aren't going to hold and there are going to be more bad loans. I think the Chinese have gone a long way to working off the legacy of bad loans

and problems in the financial system before. Some of them are going to come back and they would be a lot better off if they had undergone some of the adjustments you suggested. I do think they have the capacity to absorb those shocks and still stimulate the economy very strongly. And if they do that is going to spill over to the rest of Asia. China is the second largest importer in the world right now, it is more important, in the global scheme of things, than Japan, even though its GDP isn't as big. That means we should all watch closely what China does.

Greenspan's role and we would even have to have to say early Bernanke's role. I think if things go on calmly for too long you get trouble and it is not Greenspan's fault that he managed to keep economic conditions so good for a while. I think it is the Fed that failed to respond to consumer protection needs in the mortgage market and I fault Greenspan for that. There was a problem that liquidity was flowing to some places where it shouldn't have and that should have been dealt with on regulatory front rather than on a monetary front. If you look at the whole US economy until the problem started we didn't have an overall inflation problem, we didn't have stock market that was running away. So I don't fault him for that but I do fault him for failing to act to keep the mortgage markets under control which meant that liquidity was flowing all into one pocket and not spreading around.

Interestingly as this crisis began, the Fed began to pump up liquidity, which I think was the right thing to do. But it was not filling the hole in the US economy and the banking system and banks were still

being careful about credit, rather it was flowing out of the country to Hong Kong, Korea and elsewhere feeding the demand growth and this commodity inflation we had. So I do think that this commodity inflation was created by the Fed because they were trying to create liquidity for the US, which had a hole in it, but what they were doing was creating liquidity for the whole world and creating this commodity boom. It was created by the commodity markets it was a monetary problem like in the 1970s. I don't blame the Fed for that because they had to act and they had to create domestic conditions. I do blame countries in the Middle East and China for pegging their exchange rates to the dollar rather than absorbing some of that by letting their currency strengthen further.

We are creating a lot of liquidity now but it is official liquidity to compensate for the destruction of liquidity in the markets. CPI came out this morning saying it was zero percent change for the last month, that of course reflects the coming off of commodity prices as things have slowed down around the world. But even core inflation was 0.9, which is the best I can remember for quite a long time.

I think Bernanke is winning his bet. I was skeptical about this six months ago. I think that he is winning his bet that the underlying inflation situation would come under control and he could provide this kind of liquidity. It will be important for him to go into reverse once the economy starts to work, that is the real test and I think he can and he will do it, he knows it. But the idea that what is being done is going to feed excess inflation is being said by some market people, I think it is crazy. Yes, the gold prices are high but that is because

people want to put their assets in where it is secure not because they are worrying about inflation.

Q The Korean government is going to relax the regulations on Chinese industrial conglomerates and financial institutions. By allowing these conglomerates plus pension funds to share up to 10% of the shares in financial institutions. Are we moving in the right direction for this? The basic justification for this is to enjoy economic scale and basically to avoid foreign domination on the financial sector.

A I think the last reason is not a good reason.

Q The foreign share of Korea's portfolio market reached 40% and when I pointed this out by Eisuke Sakakibara, he said you Koreans are playing a real dangerous game. The Japanese foreign exposure is roughly about 20%. Korea is well ahead of the rest of Asian economies. Obviously this excessive foreign share when compared to other countries can be a nightmare with the foreign exchange rate volatility. Is there any empirical benchmark in which there is an optimal level for foreign shares in a stock market?

A I don't know if there is an optimal level, it depends on the size of the economy and the level of financial development and the way in what portfolio holders need in terms of global diversification. I remember back when a foreign share was so high and people would ask me about that. I am a holder in the Korean stock market and that is because I have stronger belief in the Korean economy than the Koreans do and they don't put the money in there themselves. And

for a while we saw the share go down as Koreans were bidding for it. I don't see why people should be concerned about it and I suppose you would take a look at it if it was hedge funds taking obviously short positions but if they are broad based holders and people like me who are in mutual funds. Then I would take that as a sign of foreign faith in the economy and one ought to take pride in it.

I don't know about the law that is being done here so I won't comment on it specifically. I am cautious, this is an old fashioned central banker's view but I do believe in the separation of banking and commerce. And you can't have an iron separation between them and it is big a difference when there is control or not in share trading. We are liberalizing in the US to get more capital in the system to allow more private equity funds to take positions in the banks. So there are changes you have to make in light of economic conditions. But as a general matter, history shows that very close relationships between groups whose main business is manufacturing and banks leads to connected lending and other practices that are hard to control and should be done with care.

Q In spite of the big rescue plans still financial turmoil goes on. How long do you expect the current financial turmoil to last? And my second question is there were so many famous economists including Nobel Prize in Economics winners who failed to predict the current financial crisis. As I know there were no meaningful warnings from any economists, what have they been doing before the current financial turbulence took place.

A How long? I can't say with any confidence. Where we are now

is gradually consistent with our base forming taking us into early next year before we can look back with confidence and say we are out of the trough. And there is a risk that we drop into another hole again, I hope that won't happen but I just can't be sure.

Now why haven't our Nobel winning theorists gotten it right? In a way, you see, their job is to make breakthroughs in theories of the economy not to predict it. They are more like engineers of the economy. I have probably more to say for not seeing it clearly coming than perhaps my teacher Joe Stiglitz does.

On the other hand there are economists who have been saying for a long time that there are problems coming, one of the most prominent is Shiller over at Yale who wrote first about the dot.com bubble and then about the housing bubble and has been right both times. Nouriel Roubini at NYU, who I have been arguing with because I thought he was being too extremist but is now looking to be right. And the third one is someone who was saying everything was not right last summer just won the Nobel Prize, Paul Krugman. So you are a bit out-of-date, Krugman gets some credit for being an early person to see it coming. I am very proud that he was an undergraduate at Yale and he took his first classes in macroeconomics from me when I was a graduate there.

Q I have a question about the effect of the US Presidential elections on the global financial crisis. Which candidate do you think has the strongest economic plan that takes into account the balance between regulation and the free market? And if that candidate wins what affect do you

think his policies will have on the global financial markets.

A I think it is interesting to date the effects of the financial crisis on the next Presidential candidate have been much greater than the effects of the presidential election on the financial conditions and it has been a factor that has strongly supported Obama who represents the clearest prospect for change from the previous government. If you look at my bio you won't be surprised about who I am supporting this election and it has pleased me very much. But both candidates have rightly both endorsed the Paulson approach to the problem and I think it is great that we have not tried to play party politics with the issue, it is a tribute to both of them, cause either might have been tempted to go off one way or another.

The kinds of things you say on the campaign trail are different because voters don't understand the whole complexities of how to put together a financial program. I believe in Obama's wisdom, I know the people he has as advisors and are close to him and I am sure he will do a good job of it and I believe he will do a stronger job than McCain. But in fact, neither candidate is saying things right now that would provide the objective basis for saying which one has the answer and the other doesn't.

Q My question is this, last month a French intellectual came here and criticized the media for over exaggerating the financial crisis. So I wanted to know if the news media plays a role in stabilizing or destabilizing the financial crisis. And what experience do you have in dealing with the press?

A We at Citi feel exactly the same way as the Korean government does. The truth of the matter is you have to put your story out there and the media sometimes gets it wrong and it is a fact of life and you have to live with it. Hopefully you are being objectionable and tell it to the Korean people the right way. Some people in the press have been way too extreme in portraying the crisis, then it turns out some of them have been more right than I was. And I don't think it is right to bottle them up and constrain them, we all have to hear what people say and think it through ourselves.

Q What do you think has been the implication of the Gramm-Leach-Bliley Act in contributing towards this financial crisis? That act has done something that we Koreans have been trying to emulate and as part of that effort, a new law, the Capital Market Consolidation Act will go into effect next February. In Wall Street and Korea there are now calls to reconsider doing that, what would be your assessment?

Yesterday President Lee Myung-Pak said to the world that existing international institutions have proven inadequate, in the sense that they have allowed this existing financial crisis to happen and therefore we should allow for the creation of another international economic organization. What would you say to him?

A Gramm-Leach-Bliley was not part of the problem. Lots of people in the US are saying that it is. And as I said earlier, the strong and stable institution that is emerging from this is one that will take Gramm-Leach-Bliley and stabilize it. I think it is a red herring.

As for needing a new organization, well a lot of people have said

this, Prime Minister Brown in the UK said that we need a new Bretton Woods. I think it is reasonable for political leaders to look for ways to make the system stronger. I wouldn't, I have lived through too many rounds of this and tend to, as a technocrat, find ways of making the institution work better and is probably the best thing to do. But at a time like this I don't think there is anything wrong with going back and looking to see if we can make it better.

긴장 속의 세계금융시장, 어떻게 되나?*

Jeffrey R. Shafer

이 자리에 참석하신 닳익은 청중들 앞에서 이야기하게 된 것이 본인으로서는 매우 즐겁다. 시기와 주제가 보다 즐거운 것이었으면 좋겠으나, 세계 경제가 지금 어디로 가고 있으며 이것이 무엇을 의미하는지 생각해볼 좋은 시점인 것 같다. 본인은 한국보다 세계에서 지금 어떤 일이 벌어지고 있는지에 대해 강연의 보다 많은 부분을 할애하겠으며, 그리하여 한국이 당면한 상황을 통해 숙고할 근거를 여러분에게 주었으면 하는 바람이다.

15개월 전인 작년 6월, 신용위험이 심각하게 저평가되고 있다는 사실이 시장참여자들에게 명백해지면서 금융시장의 경색이 나타나기 시작했다. 그리고 과거 경험에 비춘 투자자들의 기대보다 훨씬 악화된 미국의 서브프라임 모기지(sub-prime mortgage) 부문과, 사모펀드가 기업인수를 위한 재원조달로 사용한 투기성 높은 차입에 세상의 이목이 집중되었다. 은행차입을 통한 사모펀드의 기업인수 급증은 은행의 대차대조표에 분류되지 않은 대규모 신용잔고를 조성하였다. 따라서 금융시장에 친숙한 우리는 리스크(risk)의 재평가가 시작되리라는, 즉 신용리스크 행위의 위험도 상승과 이에 따른 기존 자산가격 하락의 국면으로 움직이리라는 예상을 하였다. 우리는 약 2년 전에 이미 정점에 도달한 주택시장 버블(bubble)의 조정으로 인해 가계 및 모기지 소유자들이 상당한 고통을 겪을 것으로 예상했지만, 연준(FRB)의 유동

* 이 글은 2008년 10월 17일 개최된 특별강연회의 내용을 녹취하여 번역·정리한 것으로 필자의 개인 의견을 밝혀둡니다.

성 공급에 힘입어 몇 개월 내에 시장이 안정적인 기반을 찾을 것으로 생각하여 금융손실이 저지될 것으로 보았다. 미국 기업들은 대부분 매우 충분한 유동성을 유지하고 있었고 높은 신용비용에 취약해질 수 있는 신흥시장들의 금융상태도 거의 대부분 견실했다. 때문에 우리는 연쇄도산을 예견하지 못했다. 그 이후에 진행되고 있는 것은 매우 다른 양상이다. 미국에서는 흔히들 지금 금융시장에서 일어나고 있는 것이 1930년대의 대공황이후 가장 혹독한 금융위기라고 한다. 이는 과장된 말이 아니다.

우리는 기업도산, 정부의 매수, 혹은 Bear Sterns, Lehman Brothers, Fannie Mae와 Freddie Mac, Washington Mutual, AIG, Wachovia와 같은 대표적 미국 금융기관들의 강제 합병을 목격하고 있으며 독립적인 투자은행의 소멸도 보고 있다. 마지막으로 남았던 투자은행인 Goldman Sachs, Morgan Stanley와 Merrill-Lynch도 은행지주회사가 되던지 혹은 이에 가입하고 있다. 증권시장도 고갈되고 있으며 잔액기준 기업어음 가치는 30% 하락했고, 고수익 채권발행은 미국 뿐 아니라 세계적으로 올해 73% 감소했다. BBB이상 신용등급인 세계적 기업들의 채권발행도 금년도에 20% 감소하여 최근 몇 주 동안에 미미한 수준으로 줄어들었다. 은행 대출과 리스는 지난 봄 이후 거의 변동이 없는 상태인데 감소할 가능성이 있다. 주식시장은 금융시장 경색이 심화·확대되기 전까지 약 1년 동안 비교적 양호했지만, 5월부터 지난주까지의 미국 증권시장은 증권가액의 1/3 이상 또는 6조 달러 이상의 손실을 기록했다.

지난 9월초에 진행되고 있던 금융경색은 더욱 악화되고 있다. 문제의 심각성은 유럽에서도 나타나고 있으며 신흥시장에 미치는 여파도 더욱 커지고 있다. 강력한 정책대응과 전례 없는 규모의 지원에도 불구하고 금융시장 안정은 불투명하다. 어떻게 우리가 이러한 사태를 맞

게 된 것인가? 우리는 지금 어떤 상황에 처해있으며 시장은 언제, 어떻게 안정될 것인가? 앞으로 어떤 형태의 세계가 등장할 것인가? 이러한 질문에 대한 대답 특히 세 번째 질문에 대한 분명한 대답을 본인이 가지고 있다고 할 수는 없지만, 약 11년 전에 한국이 경험했던 위기를 포함한 몇 차례의 금융위기를 추적해온 사람으로서 여러분과 함께 본인의 생각을 나누고자 한다.

어떻게 이러한 상황으로 왔는가?

지난여름부터 명백해진 서브프라임 모기지 시장 문제는 그 이후 몇 달 동안 미국 금융시스템상의 많은 문제들을 노출시켰다. 우리는 금융 시스템 부문, 즉 서브프라임 모기지, 차입대출, 자산담보부 기업어음, 부채담보부채권(CDO: Collateralized Debt Obligation), 대출채권담보부증권(CLO: Collateralized Loan Obligation), 구조화투자기관(SIV: Structured Investment Vehicle), 채권전문보증업체(Monoline Insurer), 경매배당율우선주(Auction Rate Preferred Securities), 채권보증투자은행(Monoline Investment Bank), 단기금융시장, 예금취급금융기관 등으로 혼합된 고도의 금융매개체들이 도미노처럼 하나하나씩 쓰러지는 것을 목격했다.

이러한 것들을 살펴보면 시스템상의 세 가지 실패 중 한 가지 이상이 작동하고 있음을 알 수 있다. 그 세 가지란 소비자 보호에 대한 무관심, 리스크 관리 실패, 그리고 시스템 상의 유동성 취약이 그것이다.

소비자 보호

아시다시피 수많은 서브프라임 모기지의 판촉활동이 차입자의 금융에 대한 이해부족을 이용하여 이루어졌다. 사람들은 커미션을 받고

일하는 사람들의 강압적 관측행위에 말려들어 자신에게 적합하지 않는 모기지 대출을 하게 되었다. 모기지 구조는 복잡하기 때문에 금융에 정통한 사람들도 올바른 결정을 내리기 어려우며, 서브프라임 모기지 시장에서의 차입자는 금융에 대한 초보자들이었다. 그래서 매입자가 감당할 수 있는 상품보다 더 비싼 모기지가 사람들에게 판매되는 것이 매우 보편적이었음은 아시는 바와 같다. 그리고 최초의 모기지 대출업자는 차입자에게 지불능력을 허위로 보고하도록 조장했으며 심지어는 이를 대행하기까지 했다. 이와 같은 관행은 규제당국이 소비자 보호에 대한 주의를 거의 기울지 않은 상태에서 보편화되어 버렸다. 자신의 일은 자기가 돌볼 수 있다는 견해가 지배적이었다. 지금 미국인들은 정부가 돌보지 않으면 자신의 상황이 불리하게 될 것이라는 값비싼 교훈을 배우고 있다.

리스크 관리 실패

모기지 시장 투자자들이 자신의 구매상품에 대해 더욱 주의를 기울였다면 차입자의 잘못된 결정이 금융재앙으로 귀결되지는 않았을 것이다. 그러지 못한 이유로는 여타 요인들이 작용한 듯하다. 특정 시장 실패에 대해서는 각각 격렬한 논쟁이 제기되고 있으며 이러한 논쟁은 앞으로도 계속될 것이다. 이러한 시장실패에는 그 상대적 중요성이 결코 명료하게 밝혀질 수 없는 다양한 요인들이 있음은 거의 확실하다.

본인은 세 가지 면에서 리스크 관리가 실패함으로써 금융위기의 조건이 진전되도록 부추긴 것으로 보고 있다.

첫째, 금융중개 과정상 엄청난 정보손실이 있었다는 것이다. 이미 본인이 지적한 바와 같이, 최초 대출시 첨부되어야 할 증거서류에 결함이 있는 경우가 빈번했다. 그리고 그 대출은 포장되고 쪼개지면서

복잡한 금융상품으로 재포장되었다. 금융사정에 밝은 자산관리인들은 모두가 신용에 대한 정밀심사 결과를 거의 대부분 외부에 의존했다. 그들은 신용평가기관의 평가가 자신이 알아야 할 전부인 것으로 여겼다. 신용평가기관이 의존한 평가모델은 최초 대출에서의 평가기준이 하락된 것을 고려하지 않았고 주택시장 위축도 충분히 고려되지 않은 것이었다. 신용평가기관이 모기지 상품의 품질을 관대하게 평가하도록 만드는 인센티브(incen-tive)를 가지고 있었다고 하는 주장도 일부 있다. 이러한 요인들이 작용했겠지만, 신용평가기관 서비스에 대한 모기지 증권 발행자들의 보상은 항상 있는 일이다. 새로운 것이 있다면 금융과생상품의 복잡성과, 자신이 무엇을 구매하는지도 모르는 투자자의 자기도취였다.

둘째, 경제행위를 변경시킬 수 있는 거시적 요인을 무시한 채 리스크를 평가하는 계량적, 통계적 모델에 지나치게 의존한 점이다. 리스크를 계량화하는 압력 하에서 자산관리자는 매우 잘 알려진 모델의 취약성마저도 무시했다. 부연하면 시장 간의 상관관계는 금융긴장 시에 증가하는 성향이 있다는 점과, 예외적 사건은 정상적인 통계분포를 사용하는 모델의 예측보다 더 자주 발생한다는 사실을 자산관리자들이 무시한 것이다.

셋째, 비대칭적 리스크 부담 역시 한 요소였던 것 같다. 상황이 악화될 때에는 비교적 낮은 수익증가를 추구하는 투자전략이 일반적이다. 그런데 자산관리자들은 수익을 증가시키기 위해 거액의 손실을 볼 수 있는 리스크에 자신을 노출시키면서 차입을 단행했다. 이러한 리스크 행위가 간과되지 말았어야 했다. 사람들이 근시안적이었던 것인가? 이와 같은 투자의 결말이 어떻게 될지 알면서도 자산관리자에 대한 보상구조가 차입투자를 가능한 한 많이 할 수 있을 정도로 부추긴 것인가? 그들에게는 자신 앞에 놓인 수익에만 집중하고 이면에 있는

리스크를 간과한, 단순히 시야가 좁았다는 죄를 저지른 것인가? 아마도 이 모든 것들이 혼합된 무엇이었을 것이다. 소수의 금융기관만이 아닌 산업 전체의 최고경영자들에게 이러한 문제를 들여다 볼 수 있는 능력이 없었다. 금융거래 전략에서 비대칭적인 수익은 리스크관리자와 장차 시장감시의 책임을 맡게 될 사람들이 크게 유의해야 할 문제 중 하나이다.

금융혁신이 리스크에 대한 오해를 증폭시켰다는 점은 의심의 여지가 없다. 사건은 앞으로의 일을 아무도 알지 못하는 익숙하지 못한 환경에서 발생한다. 금융혁신이 금융시스템에 주는 이득과 이에 수반하여 내장된 리스크 간에는 상호독실의 관계가 존재한다. 이는 새로운 문제가 아니며, 본인이 21년 전에 이에 관한 글을 쓴 적도 있다. 우리에게 필요한 것은 혁신의 취약성이 시스템상의 문제로 비화되기 전에 세심한 규제당국자가 이를 발견하는 것이다. 하지만 혁신에서 오는 리스크를 발견하기란 그리 쉽지 않다. 헤지펀드(hedge fund)에서 야기되는 거래상대방 리스크(counterparty risk)가 그 본보기이다. 적어도 지금까지는 헤지펀드의 도산이 시스템 장애의 원천이 아니었다는 점에서, 이에 대한 규제당국의 공로는 인정되어야 한다. 그러나 CDO 및 여타 혁신 금융상품을 포장하고 또 재포장하는 과정에서 숨겨진 리스크의 범위를 규제당국이 충분히 발견하지 못했다. 새로운 금융시장이 급속하게 발전할 때마다 리스크는 증가된다. 위험신호가 있었던 것이다.

이와 같은 리스크 실패 뒤에는 인간의 본성이 반영될 수도 있는 변동의 동력이 있다. 그 결과 어느 시점이 되면 불가피한 현상이 나타날 가능성이 있다. 그러나 우리가 인간의 약점을 알고 있다면 그 현상으로부터 우리를 더 잘 보호할 수 있다. 호황기는 사람들에게 호황이 영속되리라는 느낌을 주면서 인간의 탐욕을 자극한다. 미국은 장기간 성장을 누려왔다. 미국은 닷컴(dot.com)거품이 몰고 온 경제파탄을 IT부

문 이외의 분야에 전이시키지 않고 흡수하였으며, 경제전문가들은 1990년대의 물가안정과 견실한 성장으로 특징되는 미국의 대완화(great moderation)를 언급했다. 그리고 이 호황기동안에 투자자는 차입확대를 통해 수익을 추구했다. Hyman Minsky교수는 1960년대와 1970년대에 “금융 불안정 가설(financial instability hypothesis)”을 발전시킨 잘 알려지지 않은 경제학자인데, 경제 평온기에는 시장이 금융투기의 악순환으로 가는 내재적 성향이 있다는 그의 강의를 본인은 들은 적이 있다. 당시 젊은 경제학도였던 우리들 중 소수만이 그의 강의를 들었으나, 오늘날 많은 사람들이 그의 업적 다시 들여다보고 있다. 그의 생각이 좀 더 일찍 진지하게 받아들여졌더라면 금융위기 발발에 대한 경중이 보다 빨리 크게 울려, 적어도 지금 우리가 겪고 있는 고통의 일부분은 피할 수 있었을 것이다.

주택가격 급등 및 급락의 문제를 넘어서 소비자 보호와 리스크 관리상의 실패 비용을 확대시킨 요소는 금융시스템이 유동성 붕괴에 얼마나 취약해졌는지를 인식하지 못한 불찰이었다. 의무수행을 위한 현금이 필요할 경우 금융기관과 시장참여자들은 유동성 시장에 의존하여 자산을 매각하게 되었다. 필요시에는 중앙은행이 시장에 자금을 제공하리라 기대하면서 사람들은 금융시장의 기능을 당연하게 생각했다. 70년 동안 이러한 방식으로 일처리가 되어온 것이다. 그러나 연준의 이번 조치들은 금리인하에서부터 대출창구 확대 이용, 그리고 이전에는 생각할 수 없었던 범위의 매입대상 증권 확대까지도 유동성 붕괴를 저지하지 못했다. 유동성 파괴는 주택저당증권의 리스크를 감지한 투자자들이, 제대로 파악되지 않는 여타 금융상품에 대해 우려를 나타내면서 시작되었다. 1년 전 이와 유사한 자산담보부 기업이 또 다른 사례였다. 문제가 커지고 우려가 깊어지면서 모든 시장에서 유동성이 사라졌다. 구조화 투자기관, 경매배당을 주식, 단기자금시장과 같은 시장유동성에 의존하는 금융조직은 자신이 발행한 증권의 신용도가

건전함에도 금융압박 하에 놓이게 되었다. 몇 주 전 미국 재무부는 단기자금시장에서의 예금인출 사태를 저지하기 위해 긴급보호조치를 내린 바 있다. 유럽, 심지어 한국 금융기관에게도 충격을 준 유동성 소멸은 최근 몇 주 동안 미국 금융시스템의 가장 심각한 걱정이 되고 있다. 지금은 투자자들이 “어떻게 하면 자본에서 수익을 얻을 수 있을까?”가 아닌 “어떻게 하면 원금을 찾을 수 있을까?”하고 묻는 상황이다. 보유증권이 정상가격 근처에서 팔리지 못한다는 것은 거의 의심할 여지가 없다는 의미다.

금융경색이 여세를 얻게 되자, 차입위험기피(deleveraging) 현상의 악순환과 자본손실이 금융시장을 장악하여 소비자 및 기업의 신용 이용도에 계속 압박을 가했다. 규제당국과 신용평가기관이 부과한 시가평가 회계원칙(mark-to-market accounting)과 자본고정비율이 금융중개능력을 더욱 위축시키고 있음이 발견되었다. Penn Central Railroad 사의 파산이 비교적 새로웠던 기업어음시장을 붕괴시키는 계기가 된 1970년의 은행들이 그랬던 것처럼, 은행들은 증권시장으로 가는 창구가 폐쇄되는 만큼 은행대출이 증가되어야 한다는 요구를 받고 있던 시기에 오히려 자신의 대차대조표를 축소하는 길을 찾고 있었다. 이는 대출가격(loan pricing)을 더욱 억제시켜 자본가치의 하락을 가져왔다. 본인이 시가평가 회계원칙을 폐지하는 것에 대해 열성적이지는 않지만, 시장이 작동하지 않을 때 시가평가 회계원칙은 정확한 상황을 제시하지 못한다. 우리가 요구하는 것은 자산에 대한 어떠한 회계규범도 한계가 있음을 규제당국이 인정하는 것이다. 즉, 어떠한 규범이던 간에 경기편승적이 아닌 경기조정적인 자본기준을 규제당국이 설정할 필요가 있다는 말이다. 신용평가기관과 시장은 여기에서부터 해결을 실마리를 얻을 것이다.

시장은 언제, 어떻게 안정될 것인가?

미국 금융당국은 위기에 대응하기 위해 강도 높은 조치를 지속적으로 취해오고 있다. 첫 번째 대응조치는 시장을 겨냥한 것으로 연방기금 금리를 인하하고 유동성 접근을 확대시키는 새로운 기금을 설치하는 것이었다. 연준이 2008년 3월에 취한 두 번째 조치는 Bear Stearns의 인수를 지원하는 것이었다. 정부 정책은 어려움에 처한 Indy Mac, Fannie Mae, Freddie Mac, Washington Mutual, AIG, Wachovia 등과 같은 개별 금융업체에 집중되었다. 파산상태에 처하도록 내려두었던 것은 Lehman Brothers사 뿐이다. Lehman Brothers가 대마불사(大馬不死)로써 취급되지 않은 것은 훌륭한 사례였으며, 이러한 Lehman Brothers사의 파산은 안정경영을 위한 질주(racing)대열에 합류하는 금융집단의 여세에 기여하였다. Lehman Brothers에 대한 파산조치가 올바른 것인지에 대해서는 활발한 토론이 이루어지고 있다. 돌이켜보면, 금융시스템에 미치는 충격을 생각해볼 때 Lehman Brothers사는 죽일 수 없는 대마였다. 그래서 비간접적 접근방식의 근거가 제시되지 않았더라면 당국이 초기에 취한 조치들은 국민의 지지를 얻을 수 없었을 것이라는 논거를 설득력 있게 제시하는 사람들도 일부 있다.

Paulson 미국 재무장관은 체계적인 해법을 모색해야 하는 다급한 상황에 처했다. 그 해결책이 유통시장을 거치지 않고 7,000억 달러의 자산을 매수하는 부실자산 구제금융법안(TARP: Troubled Assets Relief Program)이었다. 그러나 법안이 하원에서 1차 부결된 후 가결되었을 때, 구제액의 규모가 충분치 않으리라는 것이 분명해지고 있었다. 자금시장들이 얼어붙었던 것이다. 연준은 신용도가 높은 기업들의 기업어음시장을 보증하기 위해 CP매입용 자금지원제도(Commercial Paper Funding Facility)를 새로 만들어 이 문제에 신속히 대응했다. 하지만 이 조치가 시장을 안정시키지는 못했다.

금융위기는 이제 미국에만 국한된 것이 아니다. 최초의 서브프라임 손실이 세계 각국의 일부 금융기관에 영향을 미쳤지만, 금융시스템적 경색의 징후는 유럽에서만 나타났으며 최근까지도 감추어져 있었다. 여타 국가들도 미국의 경기후퇴가 자국에 미칠 영향에 대해 우려했지만 최근까지는 금융경색이 여타 지역에 전이되지 않았다. 하지만 지금은 특히 세계 주식시장으로 전이되고 있다. 이는 Wall Street와 이해관계가 있는 미국 실물경제뿐만 아니라, 런던의 Oxford Street, 동경의 Ginza, 홍콩의 Queens Road, 상하이의 Nanjing Road, 서울의 명동 등 여타국 실물경제와도 이해관계가 있다. 유럽의 문제는 극도로 심각해지고 있다. 아이슬랜드는 자체 관리능력을 벗어난 은행 문제를 안고 있다.

아주 최근까지도 미국을 포함한 세계 각국의 경제는 눈에 띄게 견실했다. 지속적인 세계 경제의 성장으로 인해 창출된 상품시장의 호황이 금년 여름 말까지 지속되어 대다수 국가의 중앙은행들이 긴축정책을 단행해야 했었다. 그러나 신용시장 경색과 유동성 프리미엄이 부분적으로 상승하면서 먹구름이 덮이기 시작했다. 자세한 수치가 포함되진 않았지만 사용가능한 경제지표에 의하면, 3/4분기의 미국은 경기침체에 진입하고 있는 것으로 나타난다. 유럽 대륙 역시 대부분 경기침체 국면으로 진입한 듯 보이며, 모든 나라의 성장이 둔화되고 있다.

지난주 시장은 혼란 상태에 진입했다. 부실자산 구매를 위한 7,000억 달러의 TARP 법안 통과도 경기하락을 억제시키기에는 무력했다. 도산의 공포가 헤지펀드에서부터 은퇴자에 이르는 미국 투자가들을 휘어잡았다. 이러한 공포는 세계 각처로 확산되고 있으며, 심지어 안전자산(safe haven)에 대한 불신감마저 생겨나 커지고 있다. 주말이 다가오면서 가장 열렬한 자유시장 주창자마저도 정부가 어떤 조치를 취하도록 요구하고 있다.

우연히도 지난 주말에는 워싱턴에서 세계은행과 IMF의 연차총회가 열렸다. 흔히 각국 재무당국 고위관리, 중앙은행 총재, 민간 은행가들은 총회 다음해의 세계은행 자본증가 또는 IMF의 지배구조와 같은 난해한 과제를 토론하면서 시간을 보낸다. 금년도 총회는 본인이 지난 35년간 참여한 어느 총회와도 달랐다. 1997년에 홍콩에서 개최된 연차총회가 가장 가까운 대비가 되겠으나, 그 당시에는 진행 중이던 재앙의 전모가 분명치 않아 어떻게 대응할 것인가에 관한 논의만 있었을 뿐이다.

지난 주말에는 본인과 이야기를 나눈 사람들 모두가 금융시장이 재건될 수 있는 기반을 만들기 위해서는 각국 정부 간의 공조가 필요하다는 점에 동의하였으며, 세 가지 요인이 긴요한 것으로 인식되었다. 즉, i) 가장 건전한 기업에게 제공되는 신용마저 차단되기 시작하고 있던 위험기피 심리를 억제하기 위한 정부 주도의 금융기관 자본구조 개편, ii) 금융기관의 예금유치와 자금차입에 대한 정부 보증, iii) 자금 시장 경색 완화를 위한 추가적인 유동성 공급 조치가 그것이다.

금요일의 G-7 재무장관 회담을 출발점으로 미국 정부는 금융위기 해법에 대한 각국의 반응을 규합하기 시작했다. 우리가 사는 세계, 즉 정부가 자국 유권자들에게 책임을 다하고 예산을 통제하는 곳에서의 사안은 개별 국가의 조치를 통해 해결된다. 그러나 글로벌 시장에서는 일관된 세계적 대응이 요구된다. G-7 재무장관 회담과 IMF의 국제통화금융위원회(IMFC)에서 포괄적인 원칙 합의를 이루어내고 이러한 원칙을 자국의 조치에 반영한 만큼, 이번 긴장을 조정함에 있어서 각국 관료들은 상당히 훌륭한 성과를 이루었다. 유럽대표단은 영국의 조치를 유로지역과 좀 더 조율하기 위해 파리에 머물렀다.

자세한 내용은 그 이후에 알려졌지만 월요일 아침 경에, 금융시장

에서 어떤 일이 일어날 것인지에 대한 감각이 분명하게 느껴졌다. 국제적 합의에 대한 세부사항은 언급하지 않겠으나 투입될 자금의 규모에 대해서는 크게 강조하고자 한다. 미국 및 EU의 은행들에게 6,000억 달러 이상 규모의 공적자금이 투입될 것이며, 수조 달러에 이르는 자산이 정부 보증을 받게 될 것이고, 무제한적인 유동성 기금이 제공될 것이다. 금융기관에 대한 정부 지원은 G-7 회원국 이외의 국가들에게도 적용되고 있다. 호주, 뉴질랜드, 사우디아라비아, 러시아, 그리고 홍콩 역시 새로운 지원정책을 채택하기로 한 국가들 중 일부이다. 다른 나라의 은행들이 지원을 받기 때문에, 이는 한 국가의 은행이 불리해지지 않도록 하기 위한 중요한 조치이다. 그러므로 본인은 더 많은 국가들이 이러한 정책기조에 동참할 것으로 생각한다. 지원을 제공하는 국가의 역량을 강화하기 위한 노력들이 IMF, 세계은행, ASEAN+3, 그리고 양자 간 방식으로 이루어지고 있는 중이다.

이러한 일련의 조치들이 효과를 낼 수 있을 것인가? 초기 징후는 혼재되어 있다. 신뢰가 반드시 회복되는 것이 중요하며 주식시장과 더불어 채권시장이 긍정적인 반응 보이고 있다. 그러나 새롭게 복구된 신뢰감 모두가 취약하다. 신뢰 회복은 중단 없는 정책 집행으로 보살펴져야 하며 앞으로 몇 개월 동안 금리인하도 계속 지원되어야 할 것이다. 드러나지 않은 또 다른 충격 역시 금융시장에서 새로운 몰락을 촉발할 수 있다. 하지만 각국 정부는 자신이 해야 할 일이 무엇인지 알고 있는 것으로 보이며, 감추어졌던 커다란 문제들이 15개월 후에 드러나리라 믿을 근거가 있음도 나타나고 있다. 잘되리라 기대하지만 금융시장 안정이 회복된다고 확신할 수는 없다.

그러나 이미 겪고 있는 자산손실과 신용경색이 미국에서 시작될 것으로 보이는 경기침체를 내년, 적어도 내년 중반까지는 끌고 갈 것 같다. 유럽 역시 얼마 후에는 경기침체 국면에 진입할 것이다. 경기하락

의 폭은 예산상의 흑자로 인해 정책조정 면에서 여유가 있는 중국이 내수진작을 위한 재정정책을 채택하면 축소될 수도 있다. 이처럼 도전적인 시장을 향한다라는 것이 한국 기업들에게는 어려운 과제로 보일 것이다. 하지만 한국은 수출시장을 크게 다변화하였으며, 과거에도 대외수요 변화에 맞추어 주력시장을 미국에서 유럽, 중동, 아시아 인접국으로 이동시키는 능력을 발휘해왔다. 한국은 이와 같은 시장 다변화를 다시 보여줄 필요가 있다.

앞으로 어떤 형태의 세계가 등장할 것인가?

지금 이 순간 일어나고 있는 일은 역사적 전환점이다. 규제완화와 민영화로 흘러가던 30년간의 조류가 방향을 바꾸고 있다. 지난 화요일, 미국 자본주의의 아이콘(icon)인 Goldman Sachs사의 전 CEO가 Goldman Sachs를 포함한 미국 금융서비스 부문의 부분적 국유화에 관한 회의를 관장했다. Paulson 재무장관은 “오늘날의 조치는 미국이 전혀 원하지 않던 일이다. 하지만 미국 금융시스템의 신뢰를 회복하기 위해서는 반드시 해야 할 일이다.”라고 언급한 바 있다. 그는 스칼렛 오하라의 경우처럼, 그가 살았던 세상이 “바람과 함께 사라진 것”으로 보았음이 분명하다.

미국에 비해 한국에게는 생소하지 않겠지만, 최소한 향후 몇 년 동안 각국 정부는 대다수 국가들이 오랫동안 해왔던 것 이상으로 자국 경제에 대해 더욱 적극적인 역할을 해나갈 것이다. 산업 및 기업에 대한 자원배분이 정치화될 것이며 고용, 해고, 근로자 보상 문제 또한 그러할 것이다. 그리고 국가산업을 보호하고 우대하는 경향의 사고도 강화될 것이다. 규제도 살아날 것이며 이것이 금융부문에만 국한되지는 않을 듯하다. 수년간 세계가 이러한 방향으로 움직이고 있었다는 징조가 불확실하게 존재했었는데, 금융위기가 이것을 불가피한 현실

로 만들고 있다.

일단 시장이 안정되고 경제가 회복되면 어떠한 경로를 밟게 될지 분명치 않다. 본인이 그리고자 하는 그림은 단정(predication)하는 만큼 희망사항이기도 하다.

본인이 앞서 언급한, 시장도 실패하기 쉽다는 교훈은 우리에게 오랫동안 남을 것이다. 그러나 우리는 정부의 실패에 대해서도 알고 있다. 사회주의 경제가 붕괴한 것이 20년도 안 된다. 극소수 사례 중 하나가 사회주의적 접근방식의 완전한 실패를 상기시키는 북한이다.

견실하고 안전한 경제체제로 나아갈 길은 각자의 역량에 적합한 역량을 시장과 정부에 주는 것이다. 시장에서 활동하는 민간 기업들은 상품과 서비스를 제공하는 인간의 능력과 에너지를 이용하는 역량에 제약을 받지 않는다. 그러나 기업들은 인간성에 좌우되거나, 리스크를 잘못 관리하거나, 타인에게 손해를 주는 예외적 사건의 리스크를 저평가할 가능성이 있다. 야구종목에서 금메달을 획득한 한국에 경의를 표하며 경제활동을 야구경기로 생각한다면, 선수와 심판의 역할을 모두 하는 사회주의 정부처럼 정부가 경기에 참여해서는 안 된다. 민간 기업은 경기에서 경쟁하는 선수여야 한다. 하지만 정부는 경기가 안전하게 진행되도록 규칙을 만들고, 공정한 경기를 보장하는 심판으로서 규칙을 엄격히 집행해야 한다. 선수와 심판이라는 두 개의 역할은 반드시 분리되어야 한다는 것이 매우 중요하다.

우리가 이러한 세계로 진입할수록 국가보호주의 세력이 강해지겠지만 이에 맞서 싸워야 한다. 정부가 기업을 소유할 경우 정부는 본능적으로 자신의 소유물을 보호하려 할 것이다. 그러나 이는 모든 경제 전망에 막대한 손해를 끼칠 수 있다. 지난 50년 동안 이루어진 시장개

방은 경제 성장 및 발전의 동력원이 되어왔다. 지금의 금융위기는 세계화의 결과가 아니다. 미국의 금융위기는 미국산이다. 유럽의 취약성은 은행의 과도한 외부차입과 주택 문제 때문에 미국에서 불을 지피지 않아도 곧 노출되었을 것이다. 내부지향적인 행위는 해답이 되지 못한다. 1930년대에 국경이 폐쇄되었을 때 어떤 일이 벌어졌었는지를 우리는 안다. 절대로 그러한 일이 재연되어서는 안 된다. 지난 주말에 우리가 보았던 국제공조는 그러지 않을 것이라는 어떤 희망을 본인에게 안겨주었다.

따라서 우리는 전환점에 서있다. 지난주의 성과는 오랫동안 기억될 것이며 심지어 장기적으로는 연구대상이 될 것이다. 앞으로 우리가 따라갈 새로운 과정이 어떤 것인지는 분명하지 않지만 우리에게 선택권이 있다. 우리는 과거 우리 정부가 했던 것보다 더 강력한 시장규제 역할을 구축하는 한편, 소유자 및 경영자로서의 정부가 가능한 한 조속히 기업에서 철수하도록 압력을 가할 수 있다. 이러한 과정을 따르기 위해서는 강력한 지도자가 필요하다.

질의 · 응답

질문 미국 소비부문에서 또 다른 시한폭탄이 기다리고 있다고 하는 사람들이 일부 있는데 귀하는 특히 신용카드와 관련된 미국 소비부문이 문제가 될 것으로 생각하는가? 또한 싱가포르, 말레이시아, 대만과 같은 몇몇 아시아 국가들은 은행과 대출자, 그리고 은행 간의 예금보호를 제공하고 있다. 한국은 아직 이러한 조치를 취하지 않아 약간 취약해 보일 수 있는데, 이것이 잘못된 신호로 느껴질 수도 있겠는가?

답변 소비자의 신용상태와 관련하여, 비록 본인이 지난 15개월 동안 여러 번 틀렸었지만 소비자 신용부문에서는 크게 놀랄 일이 없다고 분명히 확신한다. 경기가 하락하면서 신용카드와 여타 소비자 신용손실이 증가하고 있음은 우리가 아는 바와 같다. 자세히 살펴보진 않았지만 어제의 미국 수익공개서에 의하면 은행 지불준비금 하락에 대해 많은 주의를 상기시키고 있다. 왜냐하면 경제가 위축되면서 소비자 신용상태 악화로 나타날 수 있기 때문이다. 현재 우리는 지난 1년간의 수익공개서를 살펴보는데 많은 시간을 할애하고 있는데, 이러한 것은 예측 가능한 경기순환적 측면이다. 은행 수익상태는 마이너스(-) 수치를 기록할 것이고 경기침체의 폭과 깊이, 그리고 기간이 어떻게 되느냐에 고통의 정도가 달려있다. 그러나 서브프라임 대출만큼 크게 놀랄 문제는 없다. 이는 2006년도에 조성된 모기지 대출과의 비교에서 알 수 있다. 모기지 시장이 폭등하자 신용제공을 위한 기본 기준이 2005~ 2006년부터 변경되었지만 아무도 인지하지 못했고, 파산율이 2배 증가했다는 사실을 사람들이 깨닫는데 다소 시간이 걸렸다. 본인은 소비자 시장에서 이러한 것을 발견하지 못하고 있다. 시장여건이 변하면 소비자가 더욱 스트레스를 받게 된다는 점에는 의심의 여지가 없다. 본인의 예측으로는, 예기치 못했던 금융시장에서의 폭탄 같은 것이 이러한 것이라 생각된다. 하지만 시간이 지나고 스트레스의 기

간을 거치면서 이와 같은 것들이 노출되고 약간의 수치들을 얻게 되면 어느 정도 확신이 설 것이다.

싱가포르, 말레이시아, 대만, 그리고 본인이 언급한 바 있는 호주와 뉴질랜드 같은 국가들은 100% 예금보호를 통해 은행을 지원하고 있다. 따라서 예금보호책을 제공하지 않는 국가들이 이들 나라에 비해 불리한 입장에 처하게 되어 상대적으로 어려운 상황이 발생할 것으로 생각된다. 그러므로 본인은 한국 금융당국도 은행에 대한 지원을 제공하는 것이 권장할만한 일이라는 점을 깊이 살펴볼 필요가 있다고 생각한다. 왜 그렇게 하는지에 대한 올바른 메시지를 얻는 일이 매우 중요하다. 이는 한국 은행권이 취약해 보여서가 아니라 한국 은행권을 다른 나라 은행권과 동등한 수준에 두고자 함이다. 그리고 이러한 조치는 다른 나라들과 동일한 조치이지 기본적으로 다른 조치는 아니라고 생각된다. 또한 이 조치는 신속하게 취해져야 한다. 왜냐하면 다른 나라들과 같은 시기에 조치가 취해져야 한국 금융당국이 그와 같은 조치가 취하는 이유가 더욱 힘을 얻기 때문이다. 이 문제는 한국에만 국한되는 것이 아니고 대다수 국가들 역시 같은 문제에 직면하고 있다. 본인은 이 문제가 리스크 요인으로 등장할 것임을 알고 있었다. G-7 국가가 100% 예금보호를 한다면 다른 나라들도 따라갈 수밖에 없을 것이다. 한국은 2,500억 달러에 달하는 외화보유고를 가지고 있기 때문에 다른 나라들과는 입장이 다르다.

질문 지금은 시카고학파의 자유시장경제에서 케인즈학파의 정부개입으로 금융 규제시스템이 바뀌고 있는 시기이다. 따라서 본인은 이와 마찬가지로 질문을 하고자 한다. 귀하는 통제장치 중 일부가 일반적인 통제보다 선별적이었다고 생각하지 않는가? 금융감독 측면에서 볼 때 서브프라임 모기지예 대해서는 통제부서가 없었던 것으로 여겨지는데, 이러한 것은 바뀌어야 한다고 생각되지 않는가? 서브프라임

모기지 대출의 약 60%가 이름 없는 금융업체의 자금조달로 이루어졌다. 이것이 문제를 일으킨 원인 중 하나는 아닌가?

답변 미국 연준의 일원으로서 본인은 이와 같은 통제를 일부 제거하기 위해 이사회에 열심히 조언했다. 통제는 많은 왜곡을 만들어냈으며, 지난 1980년대에 미국이 겪었던 금융혼란과 관련된 수많은 문제를 야기했다. 이것은 할 수 있고 저것은 할 수 없다는 규범에 저항하는 올바른 접근방식은 통제를 제거하는 일인 것으로 생각된다. 우리에게 많은 금융감독이 필요할 것이다. 모기지 시장 감독 부분에서 아주 끔직한 문제들이 많이 있었던 것으로 본인은 생각한다. 귀하께서 지적한 바와 같이, 연준은 실제 이행했던 것보다 더 많은 감독을 할 수 있는 법적 권한을 가지고 있었지만, 모기지 시장의 독립적인 참여자들은 제대로 감독을 받지 못했다. 올해 들어서야 연준은 이른바 소 잃고 외양간을 고쳤으며, 모기지 시장을 철저히 감시하는 몇 가지 조치를 취했다.

시장이 터무니없는 과잉대출을 감행한 최고의 사례는 증빙자료 없이 제공된 대출이었던 것으로 생각된다. 모기지 시장은 거대했다. 모기지 시장은 창출되는 모든 CDO를 투입해서 가능한 많은 파생증권을 발행하려고 노력했을 뿐이다. 그들은 미국 전역에 모기지 대출거래소를 설치한 다음, 모기지 대출거래에 대해 전혀 모르는 사람들을 채용해 속성으로 훈련시킨 후 모기지를 취득하도록 하였으며, 이러한 모기지 브로커들은 모기지 거래 수수료에 따라 보상을 받았다. 그리하여 기본적으로 모기지 브로커와 모기지 대출 운영자는 잘못된 정보를 지닌 시스템을 만드는데 공모함으로써 증빙서류의 날조행위가 만연되었던 것이다. 이는 연준 체제하에서 허용된 엄청나게 부끄러운 일이다. 그리고 이는, 특히 브로커들의 강압적인 판촉기술에 부딪치게 되면 사람들이 현명한 금융상의 결정을 내릴 수 없다는 수많은 금융 분야의

연구결과에도 불구하고, 경쟁시장이 사람들로 하여금 최상의 상품을 선택하는데 도움을 줄 수 있다고 생각했던 Greenspan 전 연준 의장이 저지른 실패 중 하나였다. 우리에게 더 많은 금융감독이 반드시 필요하다는 본인의 생각은 바로 이러한 점 때문이다.

귀하께서는 건전성 감독이 보다 보수적이어야 한다고 언급했다. 1970년대에 영향력 있던 본인의 오랜 친구가 새로운 저서를 출간한 바 있는데, 그 저서에서 그는 은행이 다른 일반기업체와 비슷하다는 생각은 잘못된 것이라고 하면서 공공 목적에 봉사하는 공기업으로 간주되어야 하며 이윤을 극대화해서는 안 된다고 한다. 우리는 이러한 은행 모델로 돌아가야 할 것 같다. 은행이 이윤을 창출하는 공기업이지만 그들이 만들어낼 수 있는 모든 수익이 극대화하지 않도록 규제되어야 한다. 이는 보다 많은 수익을 모색하면서 더욱 시장지향적으로 자금이 투자되는 금융시스템의 또 다른 부분이 존재한다는 의미로 생각된다. 본인은 헤지펀드도 이러한 발상을 감안하여 자신의 영구적인 위치를 찾을 것으로 본다. 헤지펀드는 근거 없는 소문을 내고 주식을 매도하는 일이 없도록 규제되어야 하며, 다른 주체와 무리 지어 기업을 인수할 수 없도록 규제받아야 한다. 즉 헤지펀드 거래가 여타 금융 거래와 같이 규제를 받되 사업은 금융법인체와 다른 규제를 받아야 한다는 것이다.

또한 금융시장 상황에 대한 자료를 수집하는 일은 매우 중요한 요구조건이며 본인이 미국 재무부에 근무할 때 이러한 점을 지적한 바 있다. 연준의 체계적인 감시기능을 개관해보고자 한다면 금융시장 상황에 대한 감이 있어야 한다. 시장구조에 대한 정보가 있어야 이와 같은 일을 수행할 수 있으며 이는 매우 중요하다.

사람들이 반사적으로 말하는 두 가지가 있다. 하나는 “이번 금융위

기가 Glass-Steagal 법을 다시 도입할 필요가 있다는 점을 의미한다.” 라는 주장인데, 즉 시중은행과 투자은행의 분리를 뜻한다. 그런데 사실 이번 금융위기는 투자은행이 독립적 존재로서는 취약한 기업이며, Glass-Steagal 법의 제거 즉 겸업은행이 우리가 택해야 할 미래의 방향이라는 점을 보여준다. 둘째는 “금융위기가 헤지펀드를 규제해야 한다는 사실을 보여주고 있다.”는 주장이다. 그런데 헤지펀드에 대한 규제를 하고 싶지만 금융위기와 관련된 문제의 중심에 헤지펀드가 있음을 보여주는 것이 아무 것도 없다.

질문 지금까지 귀하께서 언급한 금융위기에 대한 매우 포괄적인 검토 및 논평과, 정부의 역할이 무엇이어서 하는지에 대한 명료한 결론에 감사드린다. 즉 정부는 규제와 규칙을 강화하되 정부 자신이 경기 참여자가 되지 말라는 것이었다. 몇 가지 질문이 있다. 내년이나 그 이후의 미국 달러화 가치에 대한 귀하의 예상은 어떠한가? 둘째, 앞서 거론된바 있는 한국의 외환보유고 규모는 세계 6위이다. 미국 금융위기의 여파 중 하나로 한국 외환시장은 상당한 패닉(panic)이 야기되고 있어서 원화 가치가 매우 불안정한 상태다. 한국은 펀더멘털(fundamentals)이 양호하며 충분한 외환보유고를 가지고 있다고 생각됨에도, 또 다른 금융위기에 빠질 수 있다는 공포감에 사로잡혀 있다는 것이 한국인들에게는 커다란 수수께끼로 다가오고 있다. 이러한 현상을 귀하는 어떻게 설명하겠는가? 한국 외환시장에서 이와 같은 패닉이 조성될 수 있게끔 하는 취약점은 무엇인가? 한국 정부는 외신의 과장된 기사를 비난하고 있지만 이는 피상적인 관찰이다. 한국 금융당국의 태도나 한국 경제에 무엇인가 근본적으로 잘못된 것이 있음에 틀림없다. 이 점에 대한 귀하의 솔직한 평가는 무엇인가?

답변 본인의 말을 액면 그대로 받아들이지 말아주기 바란다. 한국의 상황에 대해서는 신문과 보고서를 읽고 있지만 외환거래에 관여하고 있는 것이 아니기 때문에, 한국 외환시장의 자세가 어떠한지 무슨 상황이 벌어지고 있는지에 대한 감이 본인에게는 없다. 얼마 전인 금

년 초에 모든 아시아 통화를 앞서가며 매우 강세를 보였던 원화에 대한 우려가 있었다. 한국의 원화는 짧은 기간 사이에 강세에서 약세가 되었다. 진행상황을 자세히 살펴보지는 않았지만, 이와 같은 원화 가치 하락은 부분적으로 세계 전역에서 나타나고 있는 현상을 반영하는데, 실제로 단기금융시장이 얼어붙으면서 달러 구하기가 힘들어지자 사람들은 할 수 있는 일은 무엇이든지 하기 위해 애쓰고 있다. 한국의 은행들은 원화를 팔아서, 그리고 프랑스 은행들은 유로화를 팔아서 달러를 매입한다. 이러한 것이 원화 및 유로화 대비 달러를 강세로 만들고 있다. 한국은 금융 시장 및 시스템의 규모가 작기 때문에 이와 같은 외환시장 장세가 증폭된다.

본인은 외환보유고가 환율관리를 위한 기본수단이 되어서는 안 된다고 생각한다. 시장에 맡기고, 기업들이 최소한 단기적인 환율변동에 대한 위험분산 수단을 구비하고 있기를 바라는 것이다. 이는 매우 표면적인 단계이며, 본인에게는 현재 한국의 원화 가치가 이러한 방식으로 결정되고 있는 것으로 보이지 않는다. 한국 금융기관들의 달러 부족 문제는 유동성이 좋지 않은 시기이기 때문이지 부실대출이나 금융기관에 문제가 있기 때문이 아니다. 현재 한국은 달러포시 재원을 조달하는데 어려움을 겪고 있으며 이러한 것이 원화 가치에 영향을 미치고 있다.

달러 가치의 향방과 관련하여, 본인이 연준에서 일할 당시인 1970년대에 달러화 가치를 예측하고자 하는 본인의 시도를 사람들은 놀려댔다. 아실지 모르겠지만 그들은 다음날의 환율에 대한 최선의 예측은 선물환보다 예측성이 우월한 당일의 환율임을 보여주는 Macey와 Rogoff 교수의 연구를 지적했다. 환율예측은 변동성이 매우 높은 추측작업이다. 달러/유로화에 대해서는 본인은 어떠한 입장도 취하고 싶지 않다. 1유로가 1.50~1.60 달러였을 때로 되돌아가도 본인은 이러한 교

환비율이 지속되지 못할 것이라고 했을 터인데 지금은 1.30 달러이다. 달러화가 강세가 될지 약세가 될지 누가 알겠는가? 이는 기본적인 경제여건에 달렸다. 장기적인 추세로 볼 때 달러화에 대한 아시아 국가들의 통화가치는 강세일 것으로 생각된다. 9개월 전 본인이 한국을 방문했을 때 이미 강세였던 원화를 제외하고는 그렇게 될 것이라고 언급했을 것이다. 그런데 지금 달러 대비 원화 가치가 상당히 하락하고 있다. 왜냐하면 아시아 특히 중국의 경우 자국의 통화가치가 상승하는 것을 둔화시키거나 저지하기 위해 많은 노력을 기울이기 때문이다. 이러한 노력은 신흥시장국에서 전형적이다. 장래에 달러 대비 아시아 국가들의 통화가치는 강세를 유지할 것이다.

질문 귀하의 강연에 감사드리며 세 가지 질문을 하고자 한다. 귀하께서는 지금 우리가 처한 상황이 유발된 주요 요인을 진단하였으나 Greenspan 전 연준 의장이 금융위기에 끼친 역할에 대한 언급이 별로 없다는 점은 의외이다. 지나치게 과도한 유동성이 위기에 불을 붙였던 것은 아닌가?

둘째, 중국은 건전한 재정상태 때문에 위기에 대처할 여지가 충분하다고 하였다. 그런데 우리는 중국의 금융시스템이 대표적인 억압 사례의 시스템이라는 의미에서 매우 취약하다는 점 또한 알고 있다. 중국 정부는 금리, 환율, 심지어 신용배분까지도 통제하고 있다. 한국도 1997년의 금융위기 전에는 그러한 형태의 제도를 가지고 있었다. 그러므로 매우 억압된 금융시스템을 가지고 있다면 많은 문제들이 잠복할 수 있다. 강력한 재정정책은 문제가 발생한 후 그 문제에 대응할 때 효력이 있다. 따라서 본인은 현재의 금융위기를 극복하려는 중국의 저력에 대한 귀하의 논평을 듣고 싶다.

세 번째 질문은, 한국은 수출구조가 상당히 다각화되었기 때문에 다른 나라에 비해 상대적으로 유리한 위치에 있다는 귀하의 관찰과 관계된 것이다. 귀하 같은 인사께서 이러한 관찰을 언급하면 본인은 한국인으로서 매우 흐뭇함을 느끼지만, 다른 한

편으로 작금의 문제는 지역적인 것이 아니라 전 세계가 위기에 노출되어 있다는 점을 우리가 인식해야 한다. 미국이 곤경에 빠져있다고 생각되면 유럽도 난관에 처하게 되는데, 이 두 지역은 세계 경제의 2/3를 구성한다. 이 두 경제권에 문제가 있다면 중동지역 역시 문제가 있다는 의미다. 이렇듯 바깥에는 비가 오고 있는데 한국이 국내경기 진작에 열중한다고 해도 자체 경제를 관리할 수 있는 여지가 있겠는가?

질문 7,000억 달러에 이르는 미국의 구제금융 패키지가 실제로 상당한 인플레이션 문제를 야기하지 않을까 염려스럽다. 이에 대한 귀하의 견해는 무엇인가?

답변 세계 경제 전체가 둔화될 것임은 사실이지만 국가 간의 시차가 있을 것이며 이러한 시차를 통해 다른 시장에 주력할 수 있는 지원 능력이 있게 된다. 본인이 다소 과장하고 있지 않은가 하는 생각이 들었지만, 특히 오늘 아침 유가가 다시 10달러 정도 하락했으며 지금 미국 서부 텍사스산 원유(WTI) 가격이 배럴 당 60달러 정도라는 말을 들었다. 이와 같은 유가하락은 중동으로 가는 자금흐름을 축소시킬 것이다. 역사적 기준으로 볼 때 유가는 여전히 높지만, 지난여름 이후 절반 정도 하락하여 예전처럼 중동지역으로 자금이 분출되지는 않을 것이다. 한국 경제는 원자재의 가격변동에 크게 영향을 받는다. 본인이 아는 세계 각국의 경제모델이 이와 같은 양상이다. 이러한 면에서 한국은 원자재 가격 급등에 훌륭하게 대처해왔다. 그리고 지금은 반대로 원자재 가격이 하락함으로써 한국이 권장하고 있던 내수시장 중심의 조치에 대한 집행력이 힘을 얻고 있다. 따라서 현재 미국 알래스카주에서 이루어지고 있는 재정낭비적인 불필요한 교량구축대신 장기적으로 투자가치가 있는 일을 하게 되었다. 세계경제가 취약해질 것이기 때문에 한국 경제가 내수진작을 통해 얻는 혜택은 중요하리라 생각된다.

중국의 경우, 중국은 자체의 취약성에도 불구하고 최소한의 제약을 받고 있는 경제라는 것이 본인의 생각이다. 중국의 외환보유고와 막대

한 경상수지 흑자를 보라. 한국 경상수지는 소폭의 적자이지만 유가변동으로 지금 사라질 수도 있다. 중국은 GDP 대비 상당한 흑자를 가지고 있다. 환경, 교육, 의료보험과 사회간접시설 부문에 문제가 있지만 기본적인 수요와 중국인의 욕구를 충족시킬 자원이 있으므로 수출에 집중된 거의 모든 것을 중단시킬 수 있는 여력이 있다. 본인은 중국이 과거의 유산인 부실투자와 지난날에 빚어진 금융상의 많은 문제를 없애는데 크게 성공했다고 생각한다. 그 중 일부는 재연되겠지만 귀하게서 제시한 몇 가지 구조조정이 이루어지면 크게 개선될 것이다. 중국은 이러한 충격을 흡수하고 경제를 계속 강력하게 진작시킬 능력이 있다고 생각된다. 중국이 그렇게 되면 그 혜택은 여타 아시아 국가에게 파급될 것이다. 지금 중국은 세계 제2위의 수입국이다. 세계적인 틀에서 본다면 중국의 GDP는 크지 않지만 일본보다 더 중요하다. 즉 중국이 하는 일을 면밀히 관찰해야 한다는 의미다.

Greenspan 전 연준 의장의 역할과 Bernanke 현 의장의 초기 역할에 대해서도 언급하고자 한다. 문제는 모든 것이 오랫동안 조용히 지속될 때 발생한다는 것이 본인의 생각이다. Greenspan 전 의장이 한동안 경제여건을 잘 관리한 것은 잘못이 아니다. 바로 모기지 시장에서의 소비자 보호 필요성에 대해 응분의 조치를 취함에 있어서 연준이 실패했던 것으로 생각되며, 이러한 점에서 본인이 Greenspan 전 의장을 비난하는 것이다. 유동성이 제공되지 말았어야 할 일부 부문에 유동성이 제공된 것이 문제였다. 서브프라임 모기지 문제가 발생되기 전까지의 미국경제를 살펴보면 전반적으로 미국에는 인플레이션 문제와 관리범위를 벗어난 주식시장의 문제가 없었다. 그러므로 본인은 이러한 문제로 Greenspan 전 의장을 비난하지 않지만 모기지 시장에 대한 통제조치의 실패, 즉 유동성이 두루 분산되지 않고 모두 한 주머니 속으로 흘러가게 한 실패를 비난하는 것이다.

흥미롭게도 이번 위기가 시작되자 연준이 유동성을 증가시키기 시작했는데 이는 올바른 조치였던 것으로 생각된다. 그러나 유동성 증가도 미국 경제와 금융시스템의 결합을 떼우지 못하여 은행들은 신용공급에 매우 조심스러웠다. 오히려 이러한 유동성이 홍콩이나 한국 등 다른 나라로 흡수되면서 미국 내 수요증가와 원자재 가격 상승을 촉발하였다. 이와 같은 원자재 가격 상승을 연준이 만들어냈다고 생각하는 이유는 신용경색의 결합이 있는 미국 경제에 유동성을 공급하려 했기 때문이다. 결과적으로 연준이 한 일은 전 세계에 유동성을 조성하였고 원자재 가격 상승을 촉발한 것이었다. 이는 1970년대처럼 통화팽창의 문제였다. 하지만 그렇게 해야만 했고 국내시장을 진작시켜야 했기 때문에 이 일에 대해 본인은 연준을 탓하지 않는다. 본인이 비난하는 것은 유동성의 일부를 통화가치 상승을 통해 흡수하기보다는 달러화에 환율을 고정시킨 중동국가들과 중국이다.

미국은 지금 많은 유동성을 창출하고 있으나 이는 시장 내의 유동성 파괴를 메우기 위한 공적 유동성이다. 오늘 아침 발표된 지난달 대비 소비자물가지수 변동률은 0%이다. 이는 물론 세계 경제가 둔화되면서 원자재 가격 상승이 종료됨을 반영하고 있다. 심지어 코어(core) 인플레이션율은 한동안 가장 기억하기 좋은 0.9%였다.

Bernanke 의장이 감행한 정책이 승산을 나타내고 있는 것으로 생각된다. 6개월 전에 본인은 그의 정책에 대해 회의적이었으나, 지금은 기본 인플레이션 상황이 관리되고 이에 맞는 유동성 공급이 이루어질 수 있을 것이라는 그의 정책이 승산 있다고 생각하는 것이다. 그러나 경제가 회복되기 시작하면 그 반대로 가는 것이 중요한데 이것이 정책의 효과를 검증하는 진정한 시험대이다. 본인은 그가 할 수 있으며 이루어낼 것으로 생각한다. Bernanke 의장은 이러한 점을 잘 알고 있다. 그런데 지금 그가 취하고 있는 조치로 과도한 인플레이션이 조성될

것이라는 주장이 시장 주변에서 일부 있지만 전혀 근거 없는 이야기인 것으로 생각된다. 금값이 비싼 것은 사람들이 자기 자산을 안전한 곳에 두고자 함 때문이지 인플레이션을 염려해서 그런 것은 아니듯이 말이다.

질문 한국 정부는 재벌과 연기금 펀드가 은행의 지분을 10%까지 소유하게 함으로써 산업재벌과 금융기관에 대한 규제를 완화할 것이다. 이러한 점에서 한국은 올바른 방향으로 가고 있는 것인가? 이와 같은 금산분리 완화의 기본적인 정당성은 규모의 경제를 누리고 금융부문에 대한 외국인의 지배를 피하자는 것이다.

답변 마지막 근거는 좋지 않은 것으로 생각된다.

질문 한국 포트폴리오(portfolio) 시장의 외국인 지분이 40%에 달한다. 본인이 이 점을 Eisuke Sakakibara 교수에게 언급했더니 그는 한국이 정말 위험한 게임을 하고 있다고 했다. 일본의 대외노출도는 약 20%이다. 한국은 여타 아시아 국가들보다 훨씬 앞서 있다. 여타 국가에 비해 이처럼 과도한 외국인 지분은 외환 변동성을 감안해 볼 때 악몽이 될 수도 있다. 주식시장에 대한 외국인 지분의 최적수준에 관한 실증적 기준 같은 것이 있는가?

답변 최적의 수준이 있는지는 모르겠으며 그것은 경제규모, 금융발전 수준, 그리고 포트폴리오 소유자가 세계적 다변화의 측면에서 무엇을 필요로 하느냐에 따라 좌우된다. 외국인 지분이 매우 높았던 때를 돌이켜보면, 그 당시에 사람들은 높은 외국인 지분에 대한 질문을 본인에게 한 적이 있다. 본인은 한국의 주식을 소유하고 있는데, 이는 한국 경제에 대한 믿음이 한국 사람들보다 더 강하기 때문이다. 한국 사람들은 한국 주식시장에 투자를 하지 않는다. 한국 사람들이 주식을 앞 다투어 매입할 때 한동안 외국인 지분이 하락한 것으로 나타났다.

사람들이 시장 지분의 움직임에 대하여 우려해야 하는 이유를 본인은 모르겠다. 한국인들은 헤지펀드가 확실히 공매도 하는지 여부를 지켜 보고 있을 것으로 추측된다. 주식구매자의 소유 구성이 모든 계층을 망라하고 있는 투신기금에 가입한 본인과 같은 사람들 경우에는 이를 한국 경제에 대한 외국인의 신뢰도로 볼 것이므로 자부심을 가져야 한다.

한국에서 적용되고 있는 법에 대해 본인이 모르는 관계로 구체적인 논평은 하지 않겠다. 본인은 조심스럽고 보수적인 색깔을 가진 중앙은행의 견해를 가지고 있지만 은행과 산업은 분리되어야 한다고 믿는다. 그러나 이들 간의 완전한 분리란 있을 수 없으며 주식거래에 대한 통제가 존재하느냐의 여부에 따라 큰 차이가 있다. 미국의 경우는 금융시스템 내에 더 많은 자본이 투입되도록 하기 위해 은행 지분을 갖는 사모펀드가 보다 늘어나도록 허용함으로써 자유화하고 있다. 그러므로 한국은 경제여건에 비추어서 변화를 이룩해야 한다. 하지만 과거의 역사에서 일반적으로 나타듯이, 핵심산업이 제조업으로 구성된 그룹과 은행 간의 긴밀한 관계는 관계인 대출(**connected lending**)이나 통제가 어려운 여타 거래를 유도해 은행경영의 독립성이 저해될 수 있으므로 조심스럽게 다루어져야 한다.

질문 거창한 규제금융 계획에도 불구하고 금융혼란이 여전히 계속되고 있다. 귀하는 현재의 금융혼란이 얼마나 오래 지속될 것으로 생각하는가? 그리고 두 번째 질문은 노벨경제학상 수상자들을 포함하여 수많은 저명한 경제학자들이 있음에도 지금의 금융위기를 예측하는데 실패하였다. 본인이 아는 바로는 의미 있는 경고를 우리에게 한 경제학자는 없었다. 지금의 금융혼란이 발생하기 전까지 그들은 무엇을 하고 있었던 것인가?

답변 금융혼란이 얼마동안 지속될지에 관해서는 본인이 자신 있게 말할 수 없다. 여러 가지의 현재 여건으로 보아 내년 초가 지나야 자신감을 가지고 뒤돌아보면서 경기침체에서 벗어났는지를 말할 수 있을 것 같다. 그런데 또 다른 경제적 혼란에 빠질 리스크가 있다. 이런 일이 다시 일어나지 않기를 바라지만 확신할 수만은 없다.

노벨상을 수상한 이론가들이 올바른 예측을 하지 못한 이유와 관련해서는, 어떤 면에서 그들이 하는 일은 경제이론 발전의 새로운 돌과구를 만드는 것이지 경기예측이 아니다. 그들은 경제에 있어서 엔지니어와 같은 존재에 가깝다. 위기발생을 분명하게 예측하지 못한 부분에 대해서는 아마도 본인의 스승이신 Joseph Stiglitz 교수보다 본인이 할 이야기가 더 많을 것이다.

한편, 금융위기를 촉발할 수 있는 문제들이 나타나고 있다고 오랫동안 거론해온 경제전문가들이 있는데, 그 중 한 사람이 닷컴버블과 주택버블에 대해 논문을 최초로 발표한 Yale대학교의 Robert J. Shiller 교수이다. Shiller 교수의 예측은 두 가지 모두 적중했다. 지나치게 극단적이라고 생각되어 본인과 논쟁을 벌여온 New York대학교의 Nouriel Roubini 교수의 판단도 지금은 옳은 것으로 보인다. 그리고 세 번째가 바로 노벨경제학상 수상자로서 지난여름에 모든 것이 잘못되었다고 말한 Paul Krugman 교수이다. 그러므로 귀하의 인식은 약간 뒤지고 있다. Krugman 교수는 외환위기가 오는 것을 일찌감치 직시한 학자로 인정받고 있으며 본인은 그가 Yale대학교 출신임을 매우 자랑스럽게 생각한다. 그는 Yale대학교 대학원생일 때 그의 첫 과목인 거시경제이론을 본인에게서 배웠다.

질문 미국 대통령 선거가 글로벌 금융위기에 미치는 영향에 관한 질문이다. 귀

하는 어느 후보가 규제와 자유시장 간의 균형을 고려한 가장 강력한 경제계획을 가지고 있다고 생각하는가? 그리고 그 후보가 당선될 경우 그의 정책이 글로벌 시장에 어떤 영향을 미칠 것으로 보는가?

답변 현재까지 흥미로운 점은 금융위기가 차기 대통령 후보자에게 미치는 영향이 대통령 선거가 금융조건에 미치는 영향보다 훨씬 크다는 것이며, 첫 번째 효과가 부시 행정부와는 달리 변화에 대한 전망을 가장 분명하게 나타내는 Obama 후보를 강력하게 지원해온 요인이다. 본인의 이력을 살펴본다면 이번 선거에서 본인이 누구를 지지하는지에 관해 놀라지 않을 것이다. 그러나 두 후보자 모두 금융위기에 대한 Paulson의 올바른 접근방식을 지지했으며, 양당은 이 문제에 대해 당파적인 정책을 개입시키지 않았다. 본인은 두 후보자에게 찬사를 보내는 바이다. 왜냐하면 둘 중 한 사람이 다른 방향으로 갈 수 있는 유혹이 있을 수 있었기 때문이다.

투표자들은 금융프로그램을 구성하는 방법의 전체적인 복잡성을 이해하지 못하기 때문에 선거유세기간 중에 거론되는 화두의 종류는 상이하다. 본인은 Obama 후보의 지혜를 믿으며, 그가 고용한 자문단과 그와 가까운 사람들을 알고 있다. 따라서 본인은 Obama 상원의원이 훌륭한 일을 할 것으로 확신하며 McCain 후보보다 월등히 잘할 것으로 믿는다. 그러나 지금 이 순간에는 양 후보 중 해답을 가지고 있는 후보가 누구이며 그렇지 않은 후보가 누구인지를 말할 객관적인 근거를 제공하는 말을 하는 후보는 없다.

질문 지난 달 한 프랑스의 지성인이 한국을 방문하여 금융위기를 너무 과장하는 언론을 비판한 바 있다. 따라서 본인은 금융위기를 안정 또는 불안정하게 만드는 데 있어서 언론이 어떤 역할을 할 수 있는지 궁금하다. 그리고 이러한 언론에 대응

하는 귀하의 경험을 알고 싶다.

답변 씨티은행도 한국 정부와 정확히 똑같은 방법으로 느끼고 있다. 실제로 보도자료를 내놓으면 언론은 때때로 이를 왜곡한다. 이러한 것이 인생이며 우리는 이와 더불어 살아야 한다. 이의의 여지가 있으면 한국 정부가 이를 한국 국민들에서 올바른 방식으로 전달하기를 본인은 바란다. 일부 언론 종사자들은 위기를 묘사함에 있어서 극단적으로 가고 있다. 하지만 그러한 기사가 본인이 전달했던 것보다 더 정확한 경우도 때때로 있다. 언론보도를 숨기고 제한하는 것은 옳지 않은 것으로 생각된다. 우리 모두는 사람들이 말하는 것을 들어야 하고 그것을 꼼꼼이 생각해야 한다.

질문 귀하는 은행의 증권업 겸업을 허용한 Gramm-Leach-Bliley법이 이번 금융위기에 모종의 작용을 한 것으로 생각하는가? 이 법은 한국이 본뜨려고 노력해온 것들 중 하나이며, 이러한 노력의 일환으로 자본시장통합법이라는 새로운 법이 내년 2월에 발효하게 된다. 그런데 지금 Wall Street와 한국에서는 이를 재고하라는 요청이 있는데 이에 대한 귀하의 견해는 무엇인가?

어제 이명박 대통령은 이번 금융위기를 허용했다는 측면에서 볼 때 기존의 국제금융기구들은 적절하지 못하므로 또 다른 국제경제기구를 창설해야 한다고 세계 각국에 호소하였다. 귀하가 이명박 대통령에게 하고 싶은 말이 있다면?

답변 Gramm-Leach-Bliley법은 이번 사태의 원인에 포함되지 않는다. 그런데 미국에서는 이 법이 위기의 원인이라고 하는 사람들이 많다. 앞서 언급한 바와 같이, 이번 위기에서 벗어나기 위한 강력하고 안정적인 제도는 Gramm-Leach-Bliley법을 받아들여 정착시키는 것이다. 따라서 그러한 주장은 정체불명의 이야기인 것으로 보인다.

새로운 국제기구의 필요성과 관련해서는 많은 사람들이 이 문제를 거론해왔으며, 영국의 Brown 총리도 새로운 Bretton Woods가 필요하다고 언급한 바 있다. 정치 지도자들이 국제금융체제 강화를 위한 새로운 방안을 모색한다는 것은 합리적이라 생각된다. 하지만 본인의 생각은 다르다. 본인은 기구개편에 대한 수많은 과정을 목격해왔으며 전문 관료로서 기존 국제기구가 보다 더 훌륭하게 작동하도록 하는 방법을 모색하는 편이다. 우리가 해야 할 최선은 아마 이와 같은 일일 것이다. 그리고 지금과 같은 시기에 기존 국제기구를 점검하여 보다 훌륭하게 만들 수 있는지를 살펴보는 것도 그리 잘못된 일은 아닌 것으로 생각된다.

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. Curtis
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. Curtis
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 위협	Martin Wolf
02-03	미·일 경제현황과 한국의 대응	Marcus Noland
02-04	미국경제와 세계경제: 회복가능성과 위협	Allen Sinai

02-05	세계화: 혜택의 원동력	The Rt. Hon. Patricia Hewitt MP
02-06	9·11 테러사태 이후의 세계질서: 문명의 충돌인가?	Francis Fukuyama
02-07	아시아지역의 통화·금융 협력	Barry Eichengreen
02-08	세계경제, 회복되나?	Kenneth S. Courtis
02-09	미국 경제와 달러의 장래	Marcus Noland
02-10	도하라운드: 문제점과 전망	Jagdish Bhagwati
02-11	2003 한국경제와 세계경제 전망	Paul F. Gruenwald
02-12	미국경제 현황과 세계경제의 앞날	John B. Taylor
02-13	9·11사태와 미국의 한반도 정책	Thomas C. Hubbard
02-14	미국 경제, 달러 및 대외통상정책 방향	C. Fred Bergsten
02-15	미국의 IT산업 관련 정책과 한국	Peter F. Cowhey
03-01	이라크전 이후의 미국경제와 세계경제	Allen Sinai
03-02	OECD가 본 한국경제	Donald Johnston
03-03	아·태 지역에서의 미국의 새 역할	Charles Morrison
03-04	세계경제 전망과 부시행정부의 경기부양책	Phil Gramm
03-05	침체된 독일·유럽 경제가 주는 정책적 교훈과 시	Hans Tietmeyer
03-06	동아시아 금융협력과 한국	Eisuke Sakakibara
04-01	2004 미국경제와 세계경제 전망	Allen Sinai
04-02	김정일 이후의 한반도	Marcus Noland
04-03	미국 대통령선거와 韓·美·日관계	Hugh T. Potrick / Gerald Curtis
04-04	중국경제의 부상과 동북아 지역경제	Dominic Barton
05-01	대통령선거 이후의 미국 통상정책, 어떻게 되나?	Peter F. Cowhey
05-02	아시아 경제·무역환경, 어떻게 전개되나	Dominic Barton
05-03	2기 부시행정부의 경제정책과 세계경제 및 시장 전망	Allen Sinai
05-04	일본의 시각에서 본 한국경제의 활로	Fukagawa Yukiko
05-05	국제신용평가기관이 보는 한국	Thomas Byrne
05-06	세계 속의 한국경제: 역할과 전망	Anne O. Krueger

05-07	중국과 인도가 세계경제에 미치는 영향	Wendy Dobson
05-08	동아시아와 아·태지역 경제통합	Robert Scollay
06-01	고유가와 세계경제의 앞날	Philip K. Verleger
06-02	2006년 미국경제/세계경제와 금융시장 전망	Allen Sinai
06-03	한-미 FTA : 지속성장의 활로	Alexander Vershbow
06-04	일본의 대외경제정책과 한-일 FTA	Oshima Shotaro
06-05	일본 경제회생과 한국경제	Fukagawa Yukiko
06-06	세계 M&A시장 현황과 전망 : 우리의 대응	Robert F. Bruner
07-01	한-미관계 : 새로운 동반자 시대를 지향하며	Edwin J. Feulner
07-02	통일 이후 독일 경제침체의 교훈	Juergen B. Donges
07-03	2007년 세계경제와 금융시장의 지각변동	Allen Sinai
07-04	급변하는 세계 경제환경, 어떻게 대처해야 하나	Angel Gurria
07-05	동아시아 FTA 가능한가? : 중국의 시각	Zhang Yunling
07-06	구조적 변화 맞고 있는 세계석유시장과 한국	Fereidun Fesharaki
07-07	변모하는 세계경제와 한국	Anne O. Krueger
07-08	되살아나는 일본경제 : 전망과 과제	Fukagawa Yukiko
07-09	디지털 네트워크 경제와 글로벌 기업 전략	Ben Verwaayen
07-10	한-미 FTA : 미국의 시각	Jeffrey Schott
07-11	한-미 FTA와 한국경제의 미래	Barry Eichengreen
08-01	국가 미래를 위한 한국의 세계화 전략	Anne O. Krueger
08-02	2008년 미국경제와 세계금융시장 동향	Allen Sinai
08-03	유럽의 경제침체 : 우리에게 주는 시사점	Guy Sorman
08-04	차기 미국 대통령이 풀어야 할 세계적 도전	James A. Baker III
08-05	일본 증권시장의 현재와 전망	Astushi Saito
08-06	대선 이후 미국의 정치·경제, 어떻게 전개되나?	Phil Gramm
08-07	세계 및 아시아 경제·금융 전망	Charles Dallara
08-08	한국경제의 경쟁력 강화, 어떻게 하나?	Guy Sorman

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 종 윤
00-05	아시아 경제회복, 지속될 것인가?	사공 일
00-06	국제경제환경과 한국경제	조 윤 제
00-07	기업경영 감시를 위한 기관투자가의 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 종 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 종 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 / Young Seung 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. Humm
98-01	범 세계적 기업과 다자간 투자협정	Edward M. Graham
98-02	변화속의 안정: 새로운 한·미 관계의 모색	W. Anthony Lake
98-03	한국: 동북아의 새로운 협력중심으로	Donald P. Gregg

98-04	경제적 측면에서 본 독일 통일의 교훈	Juergen B. Donges
98-05	세계화와 종족화-20세기 말의 딜레마	Guy Sorman
99-01	북한의 정치·경제상황과 동북아 안보	Marcus Noland
99-02	엔-달러 환율과 국제금융시장	Kenneth S. Courtis
99-03	한국과 아시아 경제: 전망과 정책대응	Donald Johnston / Hubert Neiss
99-04	미국과 일본 경제의 비교 평가	Hugh T. Patrick
99-05	세계경제: 도전과 전망	Rudiger Dornbusch
00-01	금융세계화, 어떻게 대처하나	James P. Rooney
00-02	2000년 국제금융 및 신흥시장 전망	Charles Dallara / Robert Hormats

5. 전문가 진단

- 한국 FTA 정책의 虛와 實 남종현
- A Foreign Businessman's Observations on the Korean Economy & Other Things William Oberlin
- 세계속의 한국경제 : 과제와 전망 사공 일 編

6. 기타 보고서

- The Global Economy and Korea 사공 일 編
- The Multilateral Trading and Financial System 사공 일 編
- Major Issues for the Global Trade and Financial System 사공 일 編
- 탈냉전시대 韓美 정치·경제협력관계 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
- 새로운 韓美 협력체제의 모색 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
- 세계화시대의 英美관계 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
- 한반도 통일 및 韓美 관계의 현황과 과제 사공 일 編
- International Next Generation Leaders' Foun(Ⅰ) 세계경제연구원 編
- International Next Generation Leaders' Foun(Ⅱ) 세계경제연구원 編
- International Next Generation Leaders' Foun(Ⅲ) 세계경제연구원 編

- International Next Generation Leaders' Founm(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 / 왕운중
- 세계 자유무역 의제를 위한 여건조성 세계경제연구원 編
- Rebuilding the International Financial Architecture (EMEPG서울보고서)
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**

2009년 3월 20일 인쇄

2009년 3월 20일 발행

발행인 이영탁

발행 세계경제연구원

서울시 강남구 삼성동 159

무역센터 2505호

인쇄 오롬시스템(주) 2273-7011

ISBN 978-89-86828-60-3

정가 10,000원

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
 - 연락처: 551-3334~7(전화) 551-3339(팩스)
 - E-mail: igenet@igenet.com
 - <http://www.igenet.com>

부끄럽지만, 라이프플래너® 자랑 좀 하겠습니다

네, 푸르덴셜이 가장 규모가 큰 보험사는 아닙니다.
하지만 푸르덴셜의 라이프플래너®는
자신있게 1등이라고 말씀드립니다.
보험의 가치는 고객과의 약속을 끝까지 지키는 것이라 믿으며
고집스레 달려왔기에 가능한 일이었습니다.
가족의 안정과 풍요로운 노후를 위한 생애설계의 완성,
푸르덴셜생명 라이프플래너®와 함께 하십시오.

푸르덴셜 라이프플래너®의 자신감

- 국내 보험계약 유지율 1위 (출처: 금융감독원 2008년 3월, 13회차 기준)
- 국내 보험설계사 정착율 1위 (출처: 금융감독원 2008년 3월, 13월차 기준)
- 우수보험설계사 비율 업계 1위 (출처: 한국보험신문 2008년 7월 7일자)

푸르덴셜생명은 난치병 아동들의 소원을 이뤄주는 「한국메이크어위시재단」을 후원하고 있습니다.

생애설계의 완성 (Life Planner® Service)이란
라이프플래너®가 제안하는 푸르덴셜만의 종합 인생설계 프로그램입니다

푸르덴셜 생애설계는 가족의 안정된 미래, 나의 풍요로운 노후 그리고 개인이 꿈꾸는 삶의 목표를 경제적으로 보장하고 실현할 수 있도록 생애 전반을 체계적으로 분석, 설계하여 완성합니다.

 **세계경제연구원**
Institute for Global Economics

서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505호
전화 : 551-3334/7, FAX : 551-3339
E-mail : igenet@igenet.com
(Website)http://www.igenet.com

 03300
9 788986 828603
ISBN 978-89-86828-60-3

정가 10,000원