

INTERNATIONAL FINANCE LECTURE

Emerging Markets and New Frontiers

신흥국 자본시장과 뉴 프론티어

Mark Mobius

Asia in the Global Economy

세계경제와 아시아의 역할

Dominique Strauss-Kahn



Mark Mobius

현 Templeton Asset Management社 회장.

Boston대 졸, MIT대 경제학 박사.

30년 이상 세계신흥시장 투자부문에 종사해 온 그는 2006년에 Asiamoney가 선정한 “Top 100 Most Powerful and Influential People”에 뽑히는 등 각종 조사기관 및 언론사 등의 조사를 통해 세계 최고의 투자 및 자산 관리자 중 한 사람으로 인정 받고 있음.

“Trading with China”, “Passport to Profits”,
“Equities - An Introduction to the Core Concepts” 등 저서 다수

Dominique Strauss-Kahn

현 국제통화기금(IMF) 총재.

Paris대 경제학 박사.

프랑스 산업무역부 장관, 경제재정산업부 장관, 국회의원,
Paris대 교수 등 학계 및 정·관계 요직을 두루 역임하였음.

2010 IGE/Prudential International Finance Lecture

Emerging Markets and New Frontiers
신흥국 자본시장과 뉴 프론티어

Mark Mobius

Asia in the Global Economy
세계경제와 아시아의 역할

Dominique Strauss-Kahn

 **세계경제연구원**
Institute for Global Economics

후원  **Prudential**

머리말

최근 세계경제의 회복과정에서 나타난 가장 두드러진 특징 중 하나는 아시아 경제권을 비롯한 소위 신흥시장국들이 그 회복을 주도하고 있다는 사실이다. 이러한 현상은 세계경제의 회복에서뿐 아니라 세계 자본시장의 회복에서도 분명하게 나타나고 있는데 앞으로 위기 이후에도 과연 그런 현상이 지속될 것인지에 대한 의문이 남는다. 그렇다면 앞으로 세계경제가 더욱 강력하고 안정적인 성장을 지속하기 위해서 아시아 신흥국들이 선택할 수 있는 정책과제는 과연 무엇일지, 그리고 또 IMF와 같은 국제기구가 취할 수 있는 협조기능은 과연 무엇일지에 대해서 생각해 보는 것은 매우 뜻있는 일이 될 것이다. 한편, 세계자본 시장에서 점차 더 중요한 역할을 담당하게 될 것으로 보이는 신흥국들의 자본시장에 대해서 - 특히 그 전망과 기회에 대하여 - 살펴보는 것도 매우 흥미 있는 일이라 아니할 수 없다.

이 보고서는 바로 이러한 문제들에 대한 인식과 이해를 돕기 위하여 2010년도 IGE/Prudential 국제금융특강에 특별히 초청된 탁월한 전문가 두 분의 강연내용을 그 질의·응답과 함께 정리한 것을 담고 있다. 하나는 현재 템플턴 에셋메니지먼트社 회장으로 있는 Mark Mobius 박사가 지난 4월 22일 “Emerging Markets and the New Frontier”란 제목으로 강연한 것이고, 다른 하나는 현재 IMF 총재로 있는 Dominique Strauss-Kahn 박사가 지난 7월 13일 “Asia in the Global Economy”란 제목으로 강연한 것이다.

두 강연자 모두 우리에게 너무나 잘 알려진 이름이라서 간략하게 소개하면, 우선 Mobius 회장은 MIT에서 경제학 박사를 취득한 이후

지금까지 자본시장 분야에서만 종사해 왔을 뿐 아니라, 1987년에는 세계 최초로 소위 신흥시장펀드 회사(Templeton Emerging Market Fund, Inc.)를 설립하여 지금까지 운영해 오고 있으며 신흥국 자본시장 투자가로서는 가장 성공한 인사 중 한 사람으로 평가 받고 있다. 한편 Strauss-Kahn 총재는 일찍이 파리대학에 경제학 박사를 취득하였으며 프랑스 산업무역부 장관(1991~1993), 경제재정산업부 장관(1997~1999), 국회의원(2001~2007), 그리고 파리대학 교수 등을 역임한 바 있다.

독자들의 이해와 편의를 위해서 두 강연자의 내용을 간단히 소개하고자 한다. 우선 Mobius 회장은 신흥시장의 투자환경을 평가하는 과정에서 두 가지 중요한 요인을 검토하고 있다. 하나는 통화공급인데 지난 7년 동안 미국, 유로존, 일본, 중국 등에서 엄청난 통화량 증가가 있었으며 그것은 세계금융시장은 물론 신흥시장의 주식시장과 채권시장에도 지대한 영향을 미쳤거나 미칠 것이라는 것이고, 다른 하나는 세계적으로 엄청난 규모로 증가하고 있는 ‘파생상품’과 그 위험성을 지적하고 있다. 과거 위험통제가 가능한 자산으로 간주되었던 파생상품에 많은 투자가 몰려들어 지난해 그 계약금액이 약 600조 달러에 이르렀는데, 이는 세계 GDP의 10배에 해당한다는 것이다. ‘파생상품’시장은 이미 도박판이 되어버려 많은 금융기관들에 큰 손실을 입혔지만 아직도 투자은행들은 이를 통해서 높은 수익을 거두고 있기 때문에 강도 높은 규제 도입은 어려울 것으로 그는 보고 있다. 다행히 심각한 타격을 모면한 신흥시장은 좀 더 건전한 주식 및 채권시장의 발전에 더욱 주력할 것을 그는 권고하고 있다.

신흥시장에 대한 투자매력은 높은 경제성장률에 있다고 그는 말한다. 2010년도 신흥시장국 대 선진시장국의 성장률은 5.4% 대 1.7%로 예상되고 있으며 10억 이상의 인구를 가진 중국과 인도의 성장률이 각각 10%와 8%로 기대될 뿐 아니라, 신흥시장국들의 외환보유고는 올라

가고 정부부채(GDP대비)는 내려가고 있는 반면 선진국의 대외채무와 정부부채는 올라가고 있기 때문에 현재 자금은 선진시장에서 신흥시장으로 흐르고 있다는 것이다. 작년에 신흥시장에서는 기업공개를 통해서 363개사가 870억 달러를 조성하였는데 올해에는 359개사에서 모두 2,380억 달러를 조성할 것으로 그는 예상하고 있다. 현재 미국 및 유럽의 연기금들은 운용자산의 3~8% 정도만을 신흥시장에 투자하고 있음을 감안할 때, 앞으로 신흥시장의 신뢰도가 높아지면서 엄청난 자금이 신흥시장으로 유입되어 주식가격이 상승할 것을 그는 예상하고 있다.

Mobius 회장은 지난 1987~2010년 동안 신흥시장의 주가지수 추이를 검토하고 있는데, 그 동안에 3번에 걸친 하락기와 4번에 걸친 상승기가 있었음을 밝히고 있다. 재미있는 현상은 주가의 상승기는 평균 69개월 지속되었고 상승폭은 평균 423%에 달하였던 반면, 하락기는 평균 14개월 지속되는 동안 주가는 평균 57%가 하락하였다는 것이다. 이를 근거로 그는 신흥시장에 대한 투자를 강력히 권고하고 있다.

한편, Strauss-Kahn 총재는 거시적 관점에서 세계경제와 아시아경제 간의 관계를 여러 각도에서 조명해보고 있으며 앞으로 세계경제발전을 위해서 아시아와 IMF가 기여할 수 있는 방안도 검토하고 있다.

그는 먼저 최근 IMF가 내놓은 올해 세계경제 성장률 전망치 4.5%의 의미에 대해서 살펴보고 있는데, 이를 구성하고 있는 국가들 또는 지역들 간에 격차가 엄청나게 크다는 점을 지적하고 있다. 따라서 출구전략도 나라마다 또는 지역마다 다를 수 밖에 없다는 것, 그리고 최근 논의가 무성한 더블 딥(double dip) 가능성은 그리 높지 않다는 것 등의 견해를 밝히고 있다. 또 세계경제가 직면하고 있는 위험요소로 그는 일부 국가들(그리스를 비롯한)의 불건전한 재정상황으로 인한 위험, 그리고 지나치게 풍부해진 세계적 유동성으로 인한 위험에 대해서 언급하

고 있다. 세계화가 되어 있는 경제 속에서 국내적 해법은 별 효력이 없기 때문에 국제적 공조가 필요하다는 것이다.

두 번째 포인트로 그는 미래지향적 시각에서 아시아국가들의 성장 전략은 재검토되어야 한다는 것을 지적하고 있다. 수출의존도가 높은 아시아경제가 앞으로 성장을 지속하기 위해서는 제2의 성장엔진이 필요하다는 것이다. 특히, 경제규모가 큰 중국과 같은 경제는 국내소비확대를 목표로 삼아야 하고 기타 아시아국가들은 국내 공공투자확대와 인프라 구축을 서둘러야 한다는 것이다. 그리고 아시아국가들이 지속적인 성장과 발전을 기약하기 위해서 반드시 해결하여야 할 정책과제로 그는 국가 간 불균등과 국가 내 불균등 문제를 들고 있다. 예컨대, 중국은 눈부신 성장을 이루고 있지만 국내 불균등을 줄이는데는 성과를 거두지 못하고 있다는 것이다.

세 번째 포인트로, 세계적 경제위기를 전후하여 세계경제 문제를 다루는데 있어서 아시아의 역할도 크게 달라져야 한다는 것을 그는 지적하고 있다. 세계경제의 약 30%를 점유하고 있는 아시아경제는 이에 걸맞는 역할을 하여야 한다는 것이다. 현재 G20에 아시아국가 6개국이 포함되어 있을 뿐 아니라 한국과 같은 신흥국가가 처음으로 G20의 의장국이 되었으니 이들의 역할을 세계가 주목하고 있다는 것이다. 지난 6월 토론토 G20회의에서 합의되어 그 동안 IMF가 구축한 소위 상호평가프로그램(MAP: Mutual Assessment Program)이 만약 G20의 정책공조를 통해서 실천에 옮겨질 경우 세계경제는 향후 5년에 걸쳐 2.5%의 추가적 성장을 기대해 볼 수 있다고 그는 주장하고 있다.

네 번째 포인트로 그는 아시아국가들과 IMF의 관계를 재정립할 필요가 있음을 지적하고 있다. 최근 그리스 사태를 해결하기 위해서 IMF가 EU의 유럽금융안정자금(European Financial Stability Facility)과

협업체제를 구축하였듯이 아시아에서도 치앙마이 이니셔티브(CMI: Chiang Mai Initiative)와 같은 일종의 초기단계에 있는 아시아통화기금(AMF: Asian Monetary Fund)과도 기꺼이 협조관계를 구축하여야 한다는 것이다. 그리고 IMF의 지분문제도 아시아국가들의 대표성을 고려하여 재조정 되어야 한다는 것이다.

그 밖에 그는 IMF가 앞으로 달성하여야 할 추가적 과제로 두 가지를 제시하고 있는데 하나는 조기경보체제와 같은 유용한 분석기능을 강화하는 것이고, 다른 하나는 지원활동과 홍보활동을 강화하여야 한다는 것이다.

아무튼 이 보고서가 어려운 여건 하에서도 Prudential 생명보험(주)의 후원으로 나오게 되어 여러 관련자는 물론 한국경제에 도움이 되기를 바라면서, 특히 물심양면으로 지원을 아끼지 않으신 황우진 사장님을 비롯한 임직원 여러분께 깊은 감사를 드린다.

2010년 9월

세계경제연구원

원장 남 종 현

차 례

| | |
|--|----|
| 머리말 | 3 |
| Emerging Markets and New Frontiers | 11 |
| 신흥국 자본시장과 뉴 프론티어 <i>Mark Mobius</i> | |
| 번역문 | 41 |
| Asia in the Global Economy | 69 |
| 세계경제와 아시아의 역할 <i>Dominique Strauss-Kahn</i> | |
| 번역문 | 89 |

Emerging Markets and New Frontiers*

Mark Mobius

It is interesting that the book *Trading with China* was mentioned in the introduction by Dr. Nam. I wrote that book in 1970, and in it I made a projection about what kind of trading China would do with the rest of the world. At that time I was heavily criticized for making a projection which some viewed as being much too optimistic. As it turned out, I was about 200% under what China actually achieved. So making projections can be very surprising because those projections can turn out to be very inaccurate. This is particularly true in Asia due to the kind of growth it has experienced. I remember how different Korea was when I was living here in the 1960s. I know many people in attendance today remember the difficult times Korea had. At that time, I loved to go to the Korean movies and cry because it was always a story about an orphan or somebody having a hard time. Now things have dramatically changed, and I am optimistic about what will happen going forward. However, today I would like to paint a picture of the global situation.

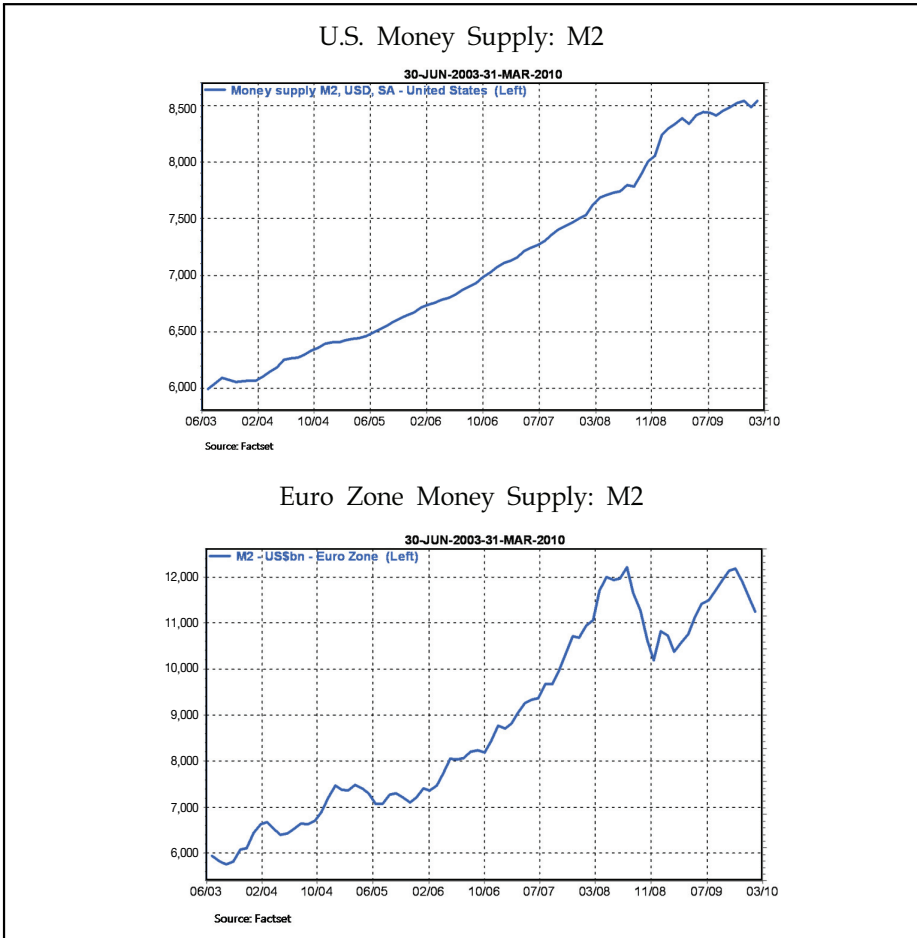
If we look at what is happening in the world today there are two elephants in the investment room. Recently I was in Africa, and I went on an elephant walk. These elephants can be very kind and gen-

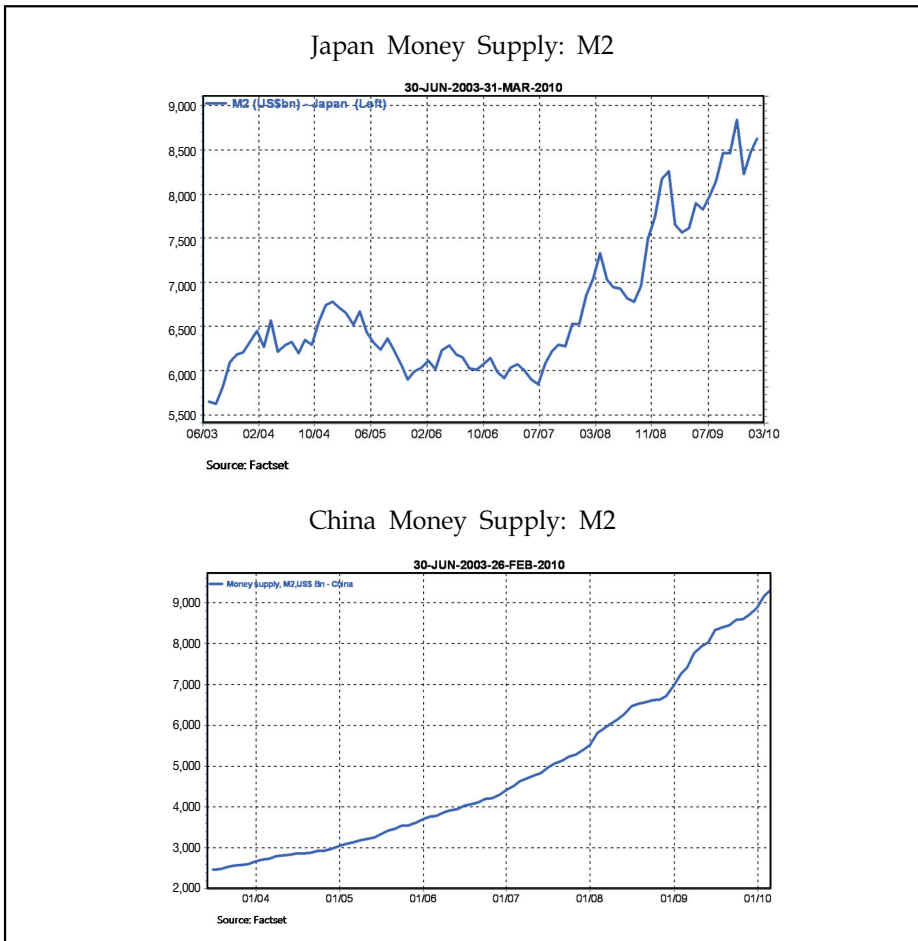
* Transcript of a speech given at the “IGE/Prudential International Finance Lecture” on Thursday, April 22, 2010

tle, but they can also be very fierce and dangerous. So there are two elephants in the investment room today, and they can be very good or very bad. One of those elephants is money supply.

Money supply has been rising at a very rapid rate. Figure 1 shows that M2 in America has been moving up very rapidly, and in the

<Figure 1>



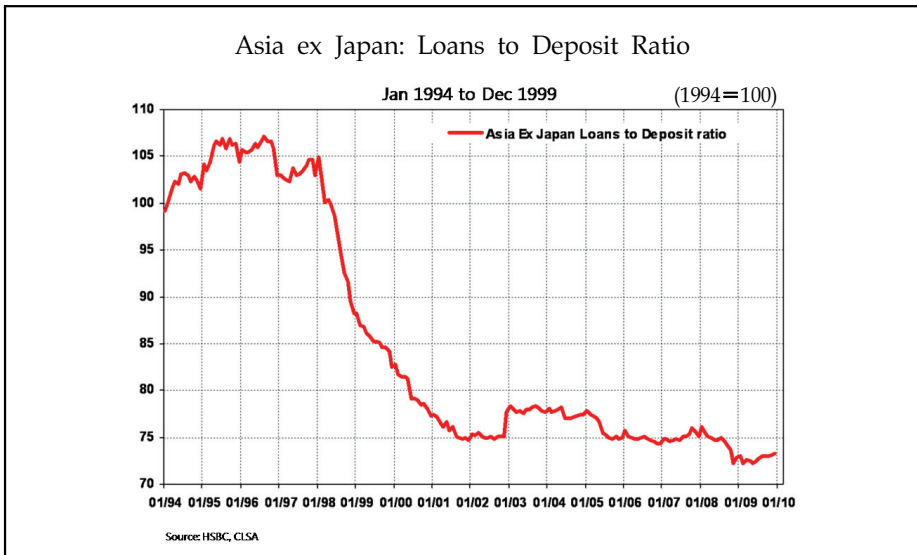


Euro zone money supply has been moving in the same direction. The Japanese have been printing yen and putting them in the bank with no effect. China, of course, has also been printing money at a very rapid rate. So there has been a tremendous flood of money going into the financial markets around the world.

If we look at Figure 2 – loan-to-deposit ratios in Asia ex Japan –

we find that the banks are full of money because the loan-to-deposit ratio has gone down – not up – so there is a lot of money looking for a home. Of course, that has been wonderful for all of the equity and bond markets around the world and for the emerging markets as well.

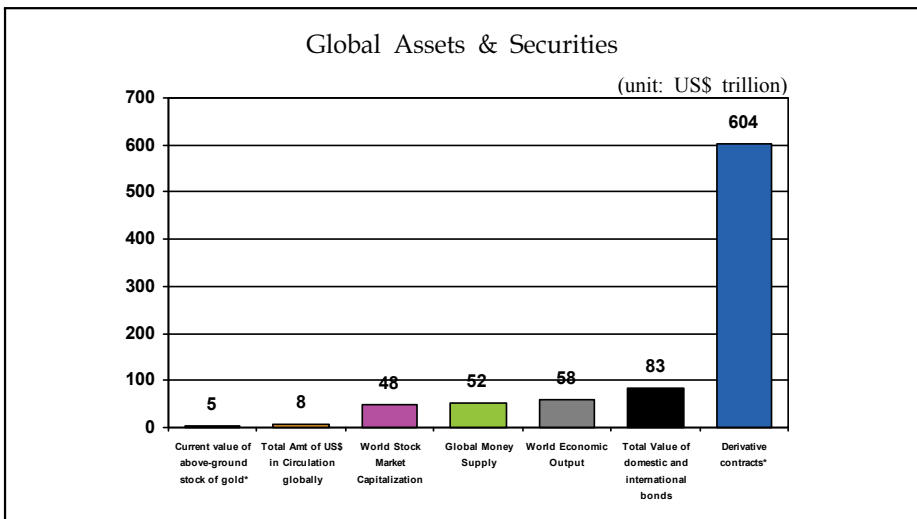
〈Figure 2〉



The second of those elephants is derivatives. Again, derivatives have been very nice to markets because many of these derivatives are sold as if they are risk control instruments. So people become very confident that they can control their risk, and therefore put more money into the market. However, they have become a huge gambling mechanism. Moreover, looking at the size of derivatives contracts, they have not decreased. Instead, they have increased – despite the fact that derivatives created this subprime mess. The total value of derivatives contracts, shown in Figure 3, is more than \$600 trillion.

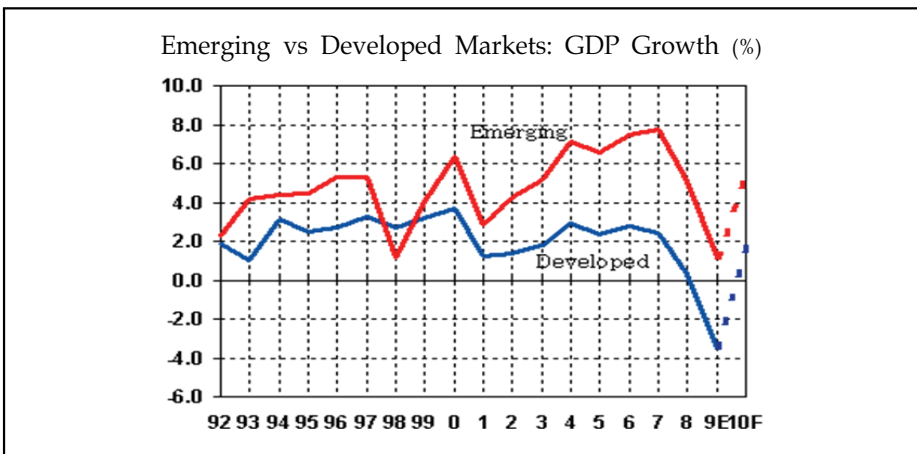
That is 10 times more than the total world economic output – far more than the total amount of bonds and equities around the world. Of course, this can be very dangerous and we have already seen that danger. By the way, whenever I visit companies around the world, I always ask them what derivatives they have. If they respond, ‘just plain vanilla’, I get very suspicious because we have seen tremendous losses in derivatives. Citic Pacific in Hong Kong lost \$2.4 billion. Aracruz Celulose, a company in Brazil, lost \$2 billion. KB Financial in Korea lost \$1 billion. Controladora Comercial Mexicana in Mexico went bankrupt with over \$1 billion in losses. Harvard University lost \$1 billion. Cemex, also in Mexico, lost almost \$1 billion. This will continue to be a major problem going forward, and it needs to be watched because it is not over. As for the regulation of derivatives – it will not happen. There is just too much money being made by investment banks with derivatives. trillion

〈Figure 3〉

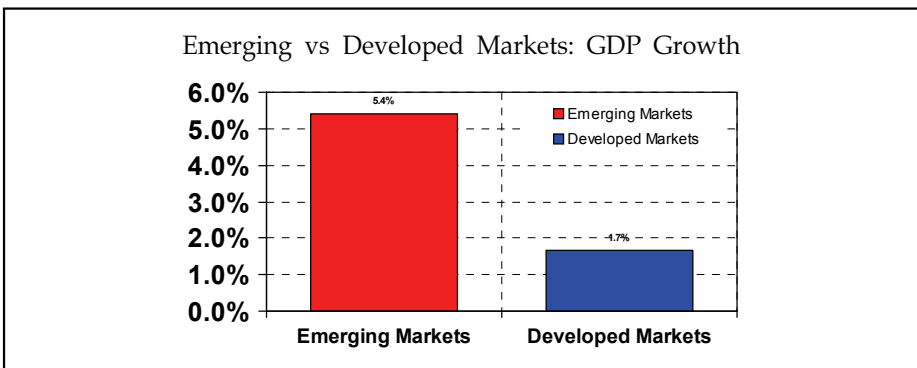


What is the situation in emerging markets? It can be summarized in one word: growth. That is really why we invest in emerging markets. Looking at the economic growth of emerging markets versus developed markets in Figure 4, we see that – with the exception of 1997 and 1998 during the Asian financial crisis – emerging markets have continued to outpace the developed markets. This year we ex-

〈Figure 4〉



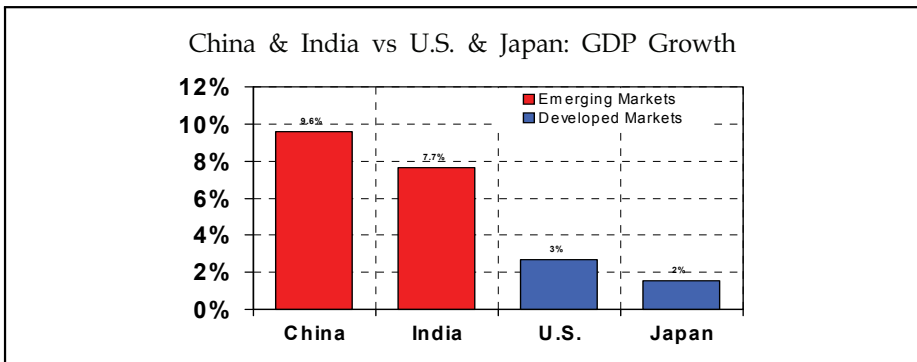
〈Figure 5〉



pect the emerging markets to grow 4 times faster than the developed countries: 5.4% versus 1.7% for developed markets (Figure 5).

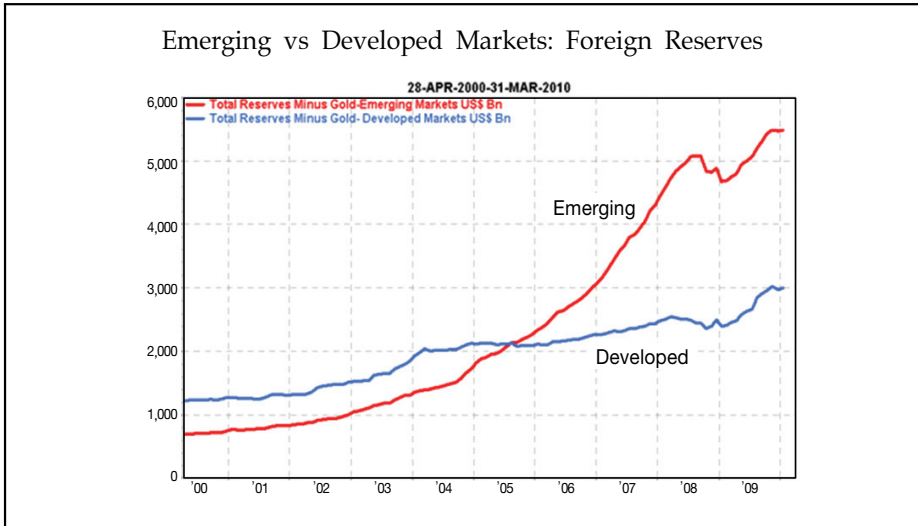
In China and India – and this is the most exciting thing that is happening – we have two countries with more than 1 billion people each that are growing between 7% and 10% in real terms (Figure 6). This is a wonderful thing for Korean manufacturers – or any Korean firm selling goods around the world. This will be a wonderful boom for Korea, for the United States, and for other countries around the world as well. The United States is only growing at 3% and Japan at 2%.

〈Figure 6〉

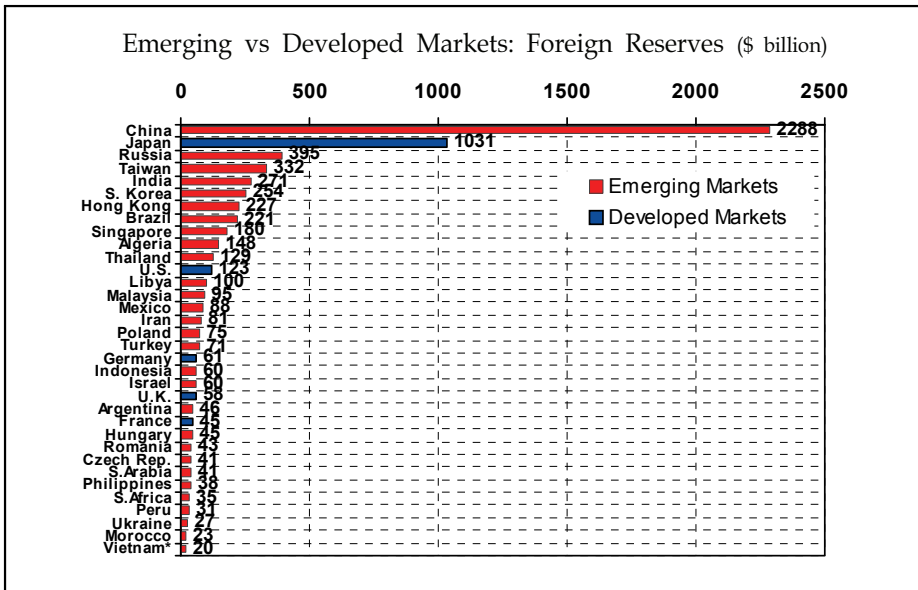


The other good thing that has happened since the Asian crisis is that Asian countries learned their lesson and they have begun to save and build up their foreign reserves. Since 2005, emerging market foreign reserves have far outpaced developed countries. China is now over \$2.2 trillion (Figure 7). Of course, a lot of that is going to U.S. Treasuries, but some of that is going to emerging countries and frontier markets. I was just in Africa, and while I was in Ghana I asked

<Figure 7>



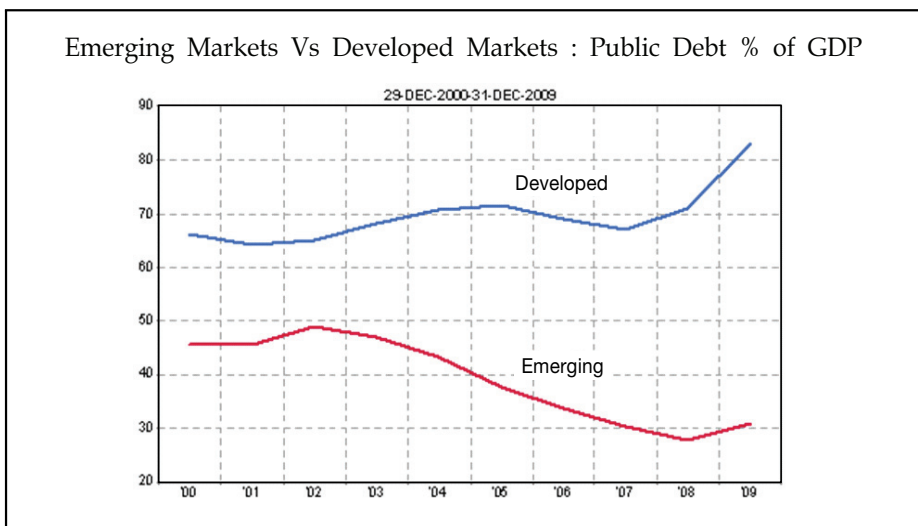
<Figure 8>



them to take me to a shopping mall. They asked me if I wanted to go to the local shopping center or the Chinese shopping center, and I chose the Chinese shopping mall. In that mall I found that there were all of the Chinese firms with shops selling Chinese consumer goods. Of course, on the way to the mall we passed the big stadium that China built, and we drove on the roads that China built. But let's return to foreign reserves. Japan used to be the biggest holder of reserves but is now second. Russia is now third with \$395 billion in reserves. Taiwan, India, Korea, Hong Kong, and Brazil all hold over \$200 billion in reserves (Figure 8). Of course, we have seen the effect in the appreciation of the countries' currencies.

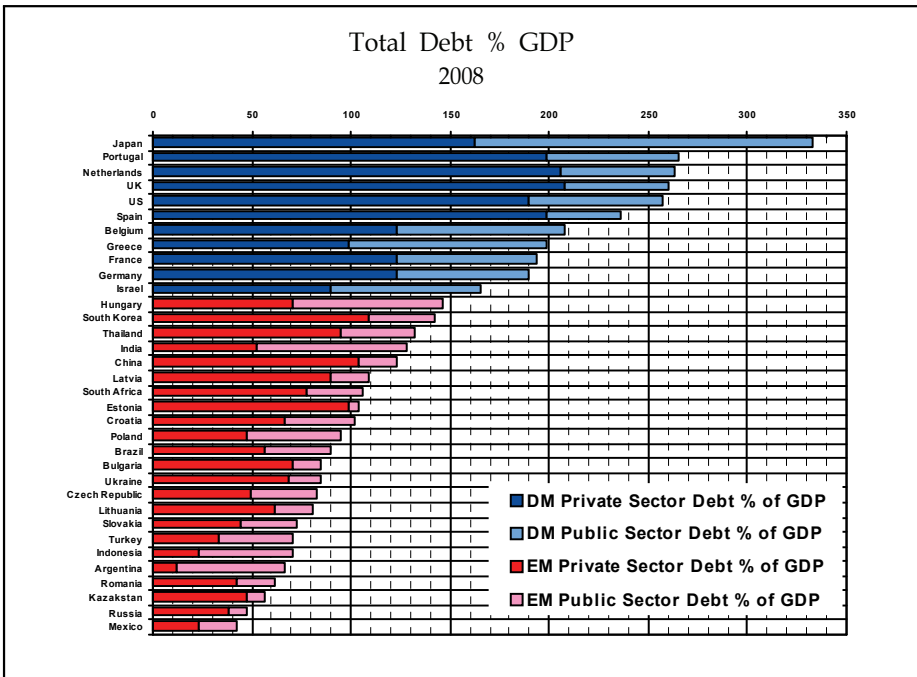
Next, let's look at debt in Figure 9. Debt in developed markets is going up, not down. In emerging markets, the trend was down but now it is beginning to go up again as people are gaining confidence

〈Figure 9〉



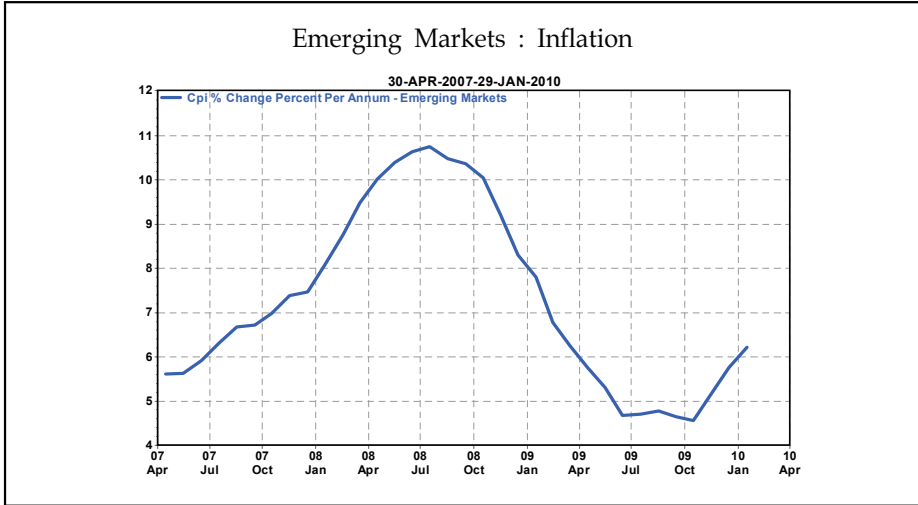
in lending to emerging markets. However, if we look at the debt to GDP levels, emerging countries generally have less debt, as can be seen in Figure 10.

(Figure 10)



Inflation has come down dramatically in emerging markets since July of 2008 (Figure 11). Now it is beginning to creep up again, but is still far below where it was. Of course, interest rates have also come down. That has had a great impact on markets because people are not happy about getting such low interest rates in the banks and are willing to go into equities (figure 12).

(Figure 11)



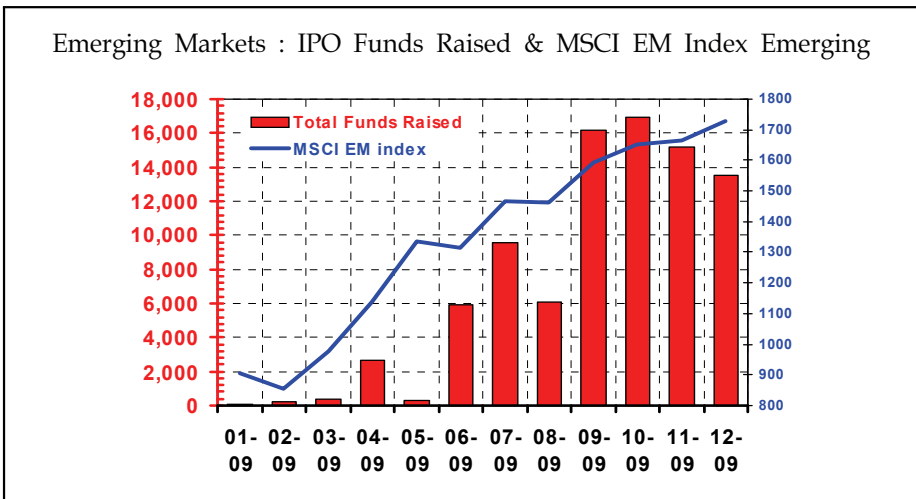
(Figure 12)



What is the supply and demand situation? One of the affects of a higher equity market is of course more expensive equities. That at-

tracts more initial public offerings (IPOs) because people see an opportunity to raise money cheaply. Since January of 2009 – as the emerging markets index went up – the number and value of IPOs went up with it. So we have seen a new supply of equities enter the market, illustrated in Figure 13. We are now handling \$38 billion in emerging markets and many people ask me how I find a home for all of the money. It is not difficult to invest because of the IPOs. Last year, a total of \$87 billion was raised in IPOs in emerging markets among 363 companies. This year we expect it to be \$238 billion among 359 companies. Typically, it is very unusual for a Russian company to make a lot of money via an IPO in Hong Kong, but this year a Russian company raised \$2 billion through an IPO there. That should paint a picture of the money flowing in the emerging markets. But what is the demand?

(Figure 13)



In Figure 14, looking at emerging markets as a percent of the global market using the MSCI index – the standard index for various markets – it shows emerging markets as a percent of the global MSCI Index. It has fluctuated, but it has now gone up to 13%. However, MSCI does not count all of the stocks in the world. If all of the emerging market stocks and developed market stocks are included it is nearly 32%. Yet, American and European pension funds only have 3% to 8% of their portfolios in emerging markets. In other words, they are very underweight and are only now beginning to wake up to reality. They are beginning to see the growth of emerging markets and are now beginning to put money in to these markets. So it is expected that more and more money will go in. Of course, when things get tough, everyone runs for the hills – which is what happened in 2008.

(Figure 14)

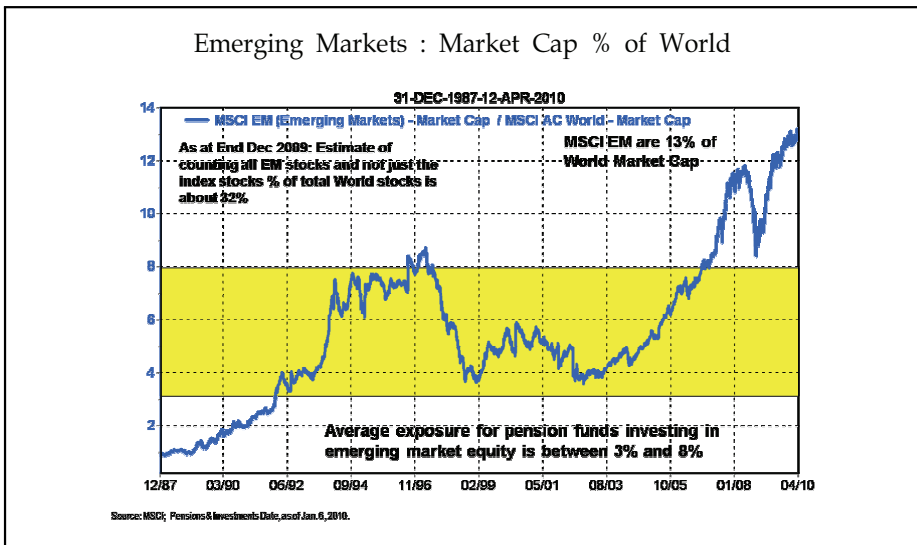
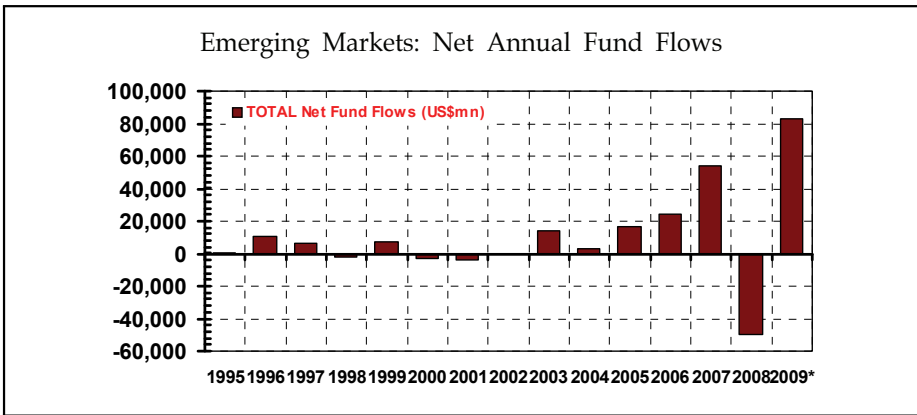


Figure 15 is the flow of funds going into emerging market funds. In 2007 we had a great year – and I had a big bonus – because we had a lot of money coming into our funds. Last year I was in trouble because all of the money was flowing out. Unfortunately, people get out at the worst time. They sell when the markets are down, and they buy when the markets are up. My sister-in-law is like that.

(Figure 15)

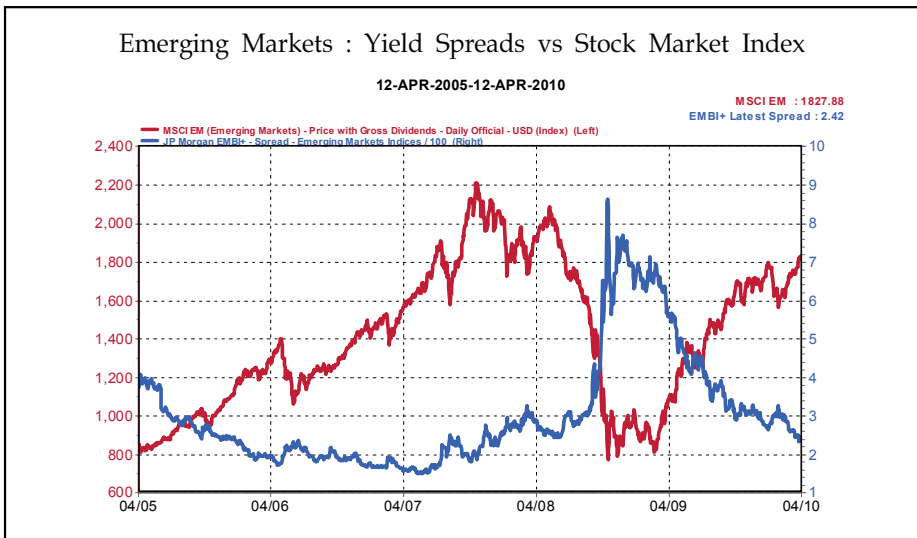


In 1993 my sister-in-law bought our emerging market funds while it was at the top of the market. The next year the market crashed, and I had to go visit my brother. I knocked on the door, my sister-in-law answered, and she asked who was at the door. I told her it was me, and she then said she would not open the door until I gave her back her money. I told her that if she opened the door I would tell her how to get her money back. So, she opened the door a little, but she left the chain on the door. I told her that the best thing she could do was to buy more, and she promptly slammed the door in my face. Of course, if she had bought more she would have

made good money, but now the markets have turned. Now, we again see a big flow into emerging market funds. Why are people putting money in? Well, they are more confident, but how do we measure confidence?

We measure it by how much interest investors are willing to take lending money to emerging markets. Figure 16 is the spread between emerging market interest rates for sovereign bonds – in U.S. dollars – and U.S. Treasuries, supposedly the safest investment. Between 2005 and 2007 people got more confident and were willing to take a lower interest rate, but when subprime started to become a factor that spread spiked to 8%, and the stock market crashed. Now confidence is coming back, the interest rate is going down, and the stock market is going up. So this is a good measure of confidence.

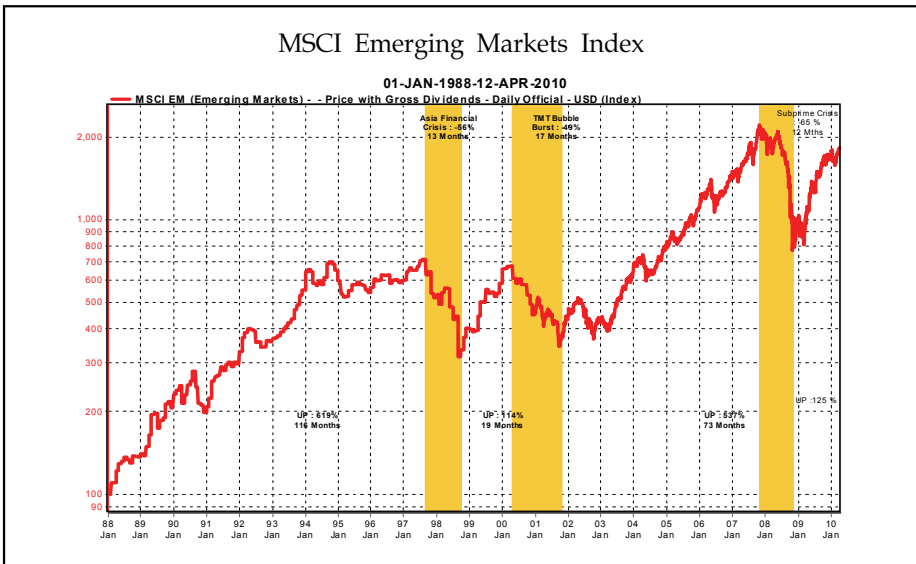
(Figure 16)



I was in Greece a few months ago, and already they were beginning to worry about problems. I told them not to worry because the Europeans would bail them out which will eventually happen I think. We use to have Greece as an emerging market, but when they joined the European Union they stated that they were developed. However, they have now been moved back to developing status. If you look at the credit default swaps (CDS) for Greece, you have to pay 350 basis points more, which is more than Russia, Brazil, or China. Portugal is also more than Russia. So we can see the change in attitude on the part of investors.

Now, let me talk about the bull and bear periods because I think it's important to talk about this. Figure 17 is the index, on a log scale, of emerging markets since 1988. We actually started our first

<Figure 17>



fund in 1987, and at that time we raised \$100 million and I had real difficulty investing because we had only 5 markets in which to invest – Mexico, Singapore, the Philippines, Hong Kong, and Malaysia. All other countries were closed. Now we have \$38 billion, and there is no problem because we have more than 50 countries in which to invest. Clearly, things have really changed in that respect. During this whole period there were three major bear markets, as indicated by the grey bars in the chart. During the Asian financial crisis – in 1997 and 1998 – the market dropped by more than 50%. After that we had the tech bubble, which was a true bubble.

I got into big trouble at that time because everyone was crazy about tech stocks. One of the indicators was not dividend yield, not price earning, not balance sheet strength, but burn ratio. The burn ratio was how fast the company was spending money. So, if a company raised money – but did not spend it fast enough – it was penalized. I was in Paris talking to a group of journalists about emerging markets, and one of the journalists asked me about tech stocks. I said that there would be a big crash, and the timing was just right because the next day the market did crash, dropping 5%. I got a call from my boss asking me to be quiet, as I was now being blamed for the crash as Reuters had carried my comments on the wire. In total, the market was down by over 48%. Now we have the subprime crisis and there was a 65% decline. So, things have become much more volatile, but the white areas of this chart (Figure 17) are much bigger than the grey areas which means that bull markets last longer than bear markets.

If you summarize this you see that on the average the bull markets, during the periods since 1987 and 1988, went up by an average of 423% and lasted on the average of 69 months while the bear markets went down by an average of 57% and averaged 14 months in length. The reason I find this chart to be very important is because of something that our founder, Sir John Templeton, once said. I was at a meeting for executives in Canada – and in those days hundreds of people would come and we would answer questions from the audience – when a young lady got up and said that she had just inherited some money and wanted to know when was the best time to invest. Sir Templeton replied that the best time to invest was when one had money. Now, I realize what he was saying – it is better to be in the market than to be out because the bull markets last longer than the bear markets. Moreover, if one is strong enough, the best thing to do is to buy more when the bear market comes because it is going to be very short in duration. We have just seen that. In November through February of last year I was urging people to get into the market. I was, of course, putting money into my own funds at that time. Now we are up 70%, 80%, 90%. In some cases we are up 100%. So, it is very short-lived and of course we will have more bear markets going forward, but the lesson is very clear. Thank you very much for your attention and I will be happy to take any questions.

Questions & Answers

Q Why are emerging markets like Vietnam not recovering? Korean fund companies stated that Vietnam would be a second China, so a lot of Korean investors have invested in Vietnam. However, Chinese funds have recovered about 20 to 25% of their value while Vietnamese funds have stayed down about 40 to 50%. They are still not recovering at all. What is the reason for that?

A I must say, Korean investors have been very daring in going into Vietnam and frontier markets, and fundamentally that is a wise decision. It will turn out ok. The problem with Vietnam is this – the regulatory system in Vietnam is very bad for foreign investors.

First, foreign investors must inform the stock exchange what they intend to buy, and how much they intend to buy, three days in advance. So it is not difficult to imagine what Vietnamese investors will do. They will front run the foreign investors. The second rule is that foreign investors must only use one broker. If they can only use one broker they are stuck. The broker knows what is going to be bought, he is going to front run, and the foreign investor is going to have to pay. The other problem in Vietnam is that liquidity is very poor. So, there should be some sympathy for the gentlemen who are running these Vietnam funds. Nevertheless, the prices in Vietnam are very low – it is one of the cheapest markets in the world. The price-earnings ratios are amazing. In fact, we have a long investment in Vietnam, a joint venture with the Vietnamese army on an apartment building in Hanoi. After ten years we are finally getting our

money back. We are not making a lot of money but it is okay. We also have a joint venture with Vietcom Bank on an office there. We are finding a lot of bargains in Vietnam. My inclination is to say that it is better to be patient, and be sure to look at the average valuation of the portfolios. You want a portfolio manager who is not going to turn over a lot. That is, it is not a market where you want to trade in and out because traders get killed going in and out. However, if a trader or manager buys and holds – and if the stocks are good – he or she can do very well. Of course, you have to look at the portfolio to see if the good stocks are there.

Q You have been in the Asian market for 40 or 50 years and have also covered Korea. I want to make a comparison on a 15 or 20 year time horizon. When I was a foreign banker, and I wanted to raise more money through the syndication of loans, I had to sell the safety of Korea. Watching what is happening these days, especially after the sinking of the South Korean naval vessel, nothing has happened. Moody's has raised Korea's credit rating, and top Korean corporations enjoy CDS ratings 60 basis points lower than the average. Foreign investment in the Korean stock market is still coming in. Yesterday alone almost \$300 million came in. Clearly, there is a huge difference between Korea today and Korea 20 years ago. The size of the economy is different as well as the fundamentals. How has the perception of Korea for foreign lenders and foreign investors changed?

A Of course, the foreign bond and equity investors do look at the fundamentals. They look at the economic growth, the debt ratios, and the credit ratings of the countries. As noted, the fundamentals of the Korean economy have done very well. The other thing that has hap-

pened is that Korean companies have changed dramatically. 20 years ago no one would have bought a Hyundai car. Now, Hyundai and other Korean manufacturers are leaders around the world, and we see the brand names of Korean companies all around the world. So the confidence in these companies is increasing due to their global presence and the growth that they have exhibited. The other aspect is the technological preeminence of many of the Korean companies – Samsung is the leading memory producer in the world. All of this is adding up to higher confidence for investors. Thus, they ignore North Korea. Of course, North Korea is in the back of their mind, but China is there as a moderating influence. They also look at the increasing trade between Korea and China, and while they have come to expect a few incidents, they believe nothing will happen in the long run. However, I think you have heard about the Korean discount. Korean companies have tended to have cheaper valuations than other equal companies around the world. This discount is, I believe, due to the low level of dividends paid by Korean companies. The orientation of Korean companies is very Confucian in their outlook in the sense that they are looking at business along the lines of generations. So instead of returning money to the investors they continue to expand and invest which accounts for the discount. However, I believe that will change going forward. After discussing this with many Korean companies they are beginning to realize they need to think about the shareholders. Of course, if they can give much higher returns on investment than an investor can get on a bond or savings deposit then fine. However, in many cases we have seen Korean companies invest when the returns were very low.

Q I have three short questions. First, you said that bull markets last longer than bear markets. Have you observed any empirical regularity in this? Can you say that a bull market tends to last two or three times longer than a bear market? If you have that kind of figure, please tell us. Second, your metaphor using elephants was very nice. Do you think the derivatives market will die out or will it flourish again? If it will flourish, when will that be? Third, you spoke of the case of Greece moving from developing status to developed status after joining the EU. What about Korea? Is it graduating from an emerging economy or has it already graduated?

A With regards to the bull and bear periods I have just a general guess – bull markets last 4 to 5 times longer, but it is not regular and there is no way of predicting (figure 17). If you recall the chart I showed, we had two bear markets within a 5 year period. So, the challenge is to understand when we will get a bear market, but that is very difficult and probably impossible. As George Soros noted, there is a reflexivity built into the system. That is, if you behave as if a bear market is coming, a bear market will come because you are causing it by selling. So it is very interesting to look at cycle theory. There have been many cycle theories, but fundamentally it is not a very good guide to investing.

With regards to derivatives – the derivatives market is not dead. It is alive and well. In Hong Kong they had a very interesting derivative. If a stock is \$20, it is sold to the client for \$15. But if the stock starts to go down the client has to buy more. If the price goes up over 20% from where it started, the client has to stop buying. That is a derivative. They call it an accumulator. In Hong Kong those came to be known as ‘I kill you later.’ So, derivatives are alive and

well. As I pointed out, it is a market of over \$600 trillion. But why do I think it is unlikely to be killed? I think it will not be killed because there is so much money being made. Why would you want to kill the golden goose that lays the golden egg? Bankers around the world are making tremendous amounts of money on derivatives. You can go to any Korean company, and all of them have been asked about buying a currency hedge or interest rate hedge. These are all derivatives. Some of them are quite innocent and useful. You must remember that derivatives do have a use for farmers – where derivatives started. Farmers in America needed to know what price they would get for their wheat, so they would sell forward and there would be people buying those options. It was very useful in the past, but now it has become a very complex thing. Essentially, it is a gambling mechanism.

Regarding emerging markets and Korea, I don't know why Koreans do not want to be an emerging market anymore. Emerging markets are exciting. I think there's justification because the rule that we started with in 1987 was to take all of the low and middle-income countries in the world and classify those as emerging markets. That meant per capita income of less than \$10,000. Currently, the average per capita income in the developed countries is \$40,000 per year. Correct me if I'm wrong, but in Korea it's around \$20,000. In emerging markets, Russia is the highest at about \$10,000. That places Korea right in the middle. Of course, at the rate that Korea is growing it is going to reach \$40,000 very soon. From that point of view, Korea would be considered developed. However, instead of income per capita I like to use growth rates as a measure for emerging

markets. From that point of view, Korea is an emerging market, as it will grow around 5% this year.

Q You've shared with us a very useful perspective on emerging markets, which have always been considered the secondary place to be. But I would like to turn that table around a bit because there are a lot of good arguments that say that developed markets have compromised themselves very badly, particularly with their financial sectors which have impacted the world with a crisis over the past few years. Fortunately, we have all been able to survive it, but the after effects have not yet begun to show. There are many consequences yet to come out, and some argue that with the various forms of extra taxation and increased regulation likely to be imposed on banks, that they will continue to be further compromised, and function less effectively as recyclers of global savings that largely come from this region as well as from the emerging markets group. It would seem to me that so called developed markets are likely to be on the wane in the future, and emerging markets will have even more opportunity to stand out. If that is the case, Korea would much rather be in the emerging group than in the developed market group. The distinction between the two will be between those that let their traditional banks become gambling casinos as opposed to those that kept their traditional banks in the classic game of raising customer deposits and lending them out in straight forward ways. Do you have a viewpoint on what is likely to happen in the developed country financial structures? Secondly, how will that effect the attractiveness of these emerging markets which have always been viewed as the sort-of orphan child, but actually – partly because of China – are now much more likely to become the main game?

A There's no question that the power base is gravitating towards emerging markets and the so-called BRICs. There is a growing confidence, as I've pointed out. In the developed countries I think what

is happening and what is hurting them – and will hurt them going forward – is the higher taxes. The higher taxation regimes in the United States and in Europe will continue to depress growth in these markets. Interestingly, the administration in the United States has reversed its views on unemployment. In the past, Larry Summers used to say that lower taxes were better because that stimulated employment. Now, he's saying higher taxes are good for unemployment. So, there's been a sea change in Washington regarding growth and unemployment and all of these things.

We have to be very careful as investors to differentiate companies globally. There are many American companies and European companies that will be very profitable going forward because of their global presence. There are many American companies that have a big footprint in emerging markets and are very well run. They will do very well going forward, so I would not abandon these markets completely because there will be opportunities. The problem now facing the United States and Europe is how to do something about the regulatory framework.

I imagine that many people here have heard of Ayn Rand. She was a Russian immigrant to America who hated the Communists, and believed that everything should be free – that there should be a completely free economy with no government regulation. One of her books was called *Atlas Shrugged*. She was very influential and she influenced the Federal Reserve chairman to become a staunch advocate of completely free markets, which is why the Federal Reserve refused to regulate the market even after the collapse of Long Term

Capital Management. That philosophy permeated the American philosophy in government for a long time. Recently Greenspan said – in front of a congressional panel – that he was wrong. However, other members of the administrations have not been brave enough to admit their mistakes. The warnings were there. The head of the Future’s Commission – Brooksley Born – was warning them even before Long Term Capital Management collapsed, but Summers, Rubin, and others said we should not regulate. Now, it’s clear that she was right. But, the forces against the regulation of derivatives are very strong, and I personally don’t think that the regulations will be put in place.

Q You seem to be very optimistic on BRICs. This year, which emerging or frontier markets are most promising?

A The problem we have with doing country projections is that we are bottom up investors. We look at companies first, not at countries or sectors. The best way to understand which countries we favor is to look at their weight in our portfolio. For emerging markets we have Brazil, India, and China, Thailand, Turkey and Russia in that order. In frontier markets, we favor Vietnam, Ukraine, Kazakhstan, and Nigeria. Among emerging markets Korea is in the middle.

Q Which company do you like among Korean firms? What is your judgment on Korea’s market performance this year?

A Again, look at our portfolio. We have a system where we do

an intensive 5 year analysis of financial records. We then visit the company, ask questions, and finally make a 5 year projection. We then decide on the price to buy that company. Whether we get that company or not depends on what happens in the market. But looking at our portfolio, Samsung Electronics is the largest. It's the most liquid, and happened to be cheap when we were buying. It's not necessarily the favorite, because we are trying to buy others, but I won't tell you what we're trying to buy. However, we are particularly interested in Korean firms that are moving into emerging and frontier markets because I think Korean firms are capable of operating in difficult environments like India. They are very tough, patient, and willing to take the long view. That is what is needed, and when they do that it will be very profitable over the longer term.

Q First, if I have some extra funds to invest should I invest it in Korea or China funds? Second, you mentioned direct regulation of the derivatives market. At the upcoming G20 summit, the leaders are sure to discuss a new architecture for the international financial system. There is some disagreement between developed and developing countries on what the new international financial structure should look like. What side should Korea take in that argument?

A First, don't invest in Korea or China. Go into a diversified emerging markets fund. One thing we've learned is that no one market is going to be the best performing market year after year. In the last 20 or 30 years there has only been one market – Hong Kong – that has been the best performing in two years, but that was not two years in a row. So, you must be globally diversified. The best way to do that is by

getting a global fund. It's very difficult to decide between the two, but I would say China over the longer term. However, you should be diversified.

With regards to the regulatory system, my feeling is that the whole financial system is all screwed up. In order to have a proper financial structure you have to think of incentives – people must be paid, and we can follow the money. Let me go down the list. Let's start with the accountants and auditors. Who selects the accountants and auditors? The management. Who are the accountants and auditors going to do favors for? The management. So, the accountants are already favoring the management and are hiding a lot of information from the investors. That incentive has to be changed – accountants must be paid by the investors. Let's look at credit agencies. Why did they rate these CDS AAA or AA? They were being paid by the people who were asking for these ratings. Why should they give an E or D rating? They are not getting paid to do that. Let's look at the regulators. Who selects the regulators? The politicians. How do the politicians get elected? The bankers and people who have money pay the politicians. Therefore, they select people who will not regulate, who will not restrict. You have to go down the list of each player, and that's not to say they are wrong or evil or bad, but you need to have a structure that will incentivize people to do the job that people think they are doing. Unless we start to look at that it will be very difficult, and we'll continue to have a cycle of fraud and other problems. I love economic history because history repeats itself and I'm now reading a book about Ivar Kreuger, a Swedish man who had a monopoly on the stick match market. It was called Safety Match. His

product was unique in that it had the phosphorous on the matchbox so it wouldn't blow up in your face like the German matches, which had the phosphorous on the tip of the match. This man went to America and started something like a Ponzi scheme. The same things happened back then. He had derivatives. He bribed the accountants to fix the accounts. At that time his accountant was Ernst & Ernst. One of the Ernst accountants was wined and dined, and he fixed the accounts. So these things repeat themselves. As investors we have to be very cautious. Don't trust the regulators to protect you. You have to protect yourself. Don't even trust the fund manager.

Q The repeal of Glass-Steagall allowed deposit-taking institutions to merge with risk-taking institutions. Today, I think it's fair to say that this is at the root cause of a lot of the damage we have seen today. What is the prospect for return of legislation like Glass-Steagall something that will separate deposit takers from risk takers?

A I would love to see a return to Glass-Steagall, but I'm afraid the cat is already out of the bag because of that \$600 trillion market. I would say that it's impossible. The Volker rule would be great, but he's been ignored. Korean banks are closely regulated and can hopefully avoid some of these risks, but as this machine continues many banks around the world will look like they are making a lot of money because of derivative transactions. Due to that, there will be the temptation for other banks to emulate those high earners. The immediate solution, I think, would be to impose some kind of turnover tax and force derivatives to become transparent and liquid. At least then there would be a market price. A small tax of 10 or 20 basis points –

which would raise a lot of money for governments around the world—would make derivatives transparent by forcing them into the open. I think that is one answer, but I don't know if that will be adopted.

신흥국 자본시장과 뉴 프론티어*

Mark Mobius

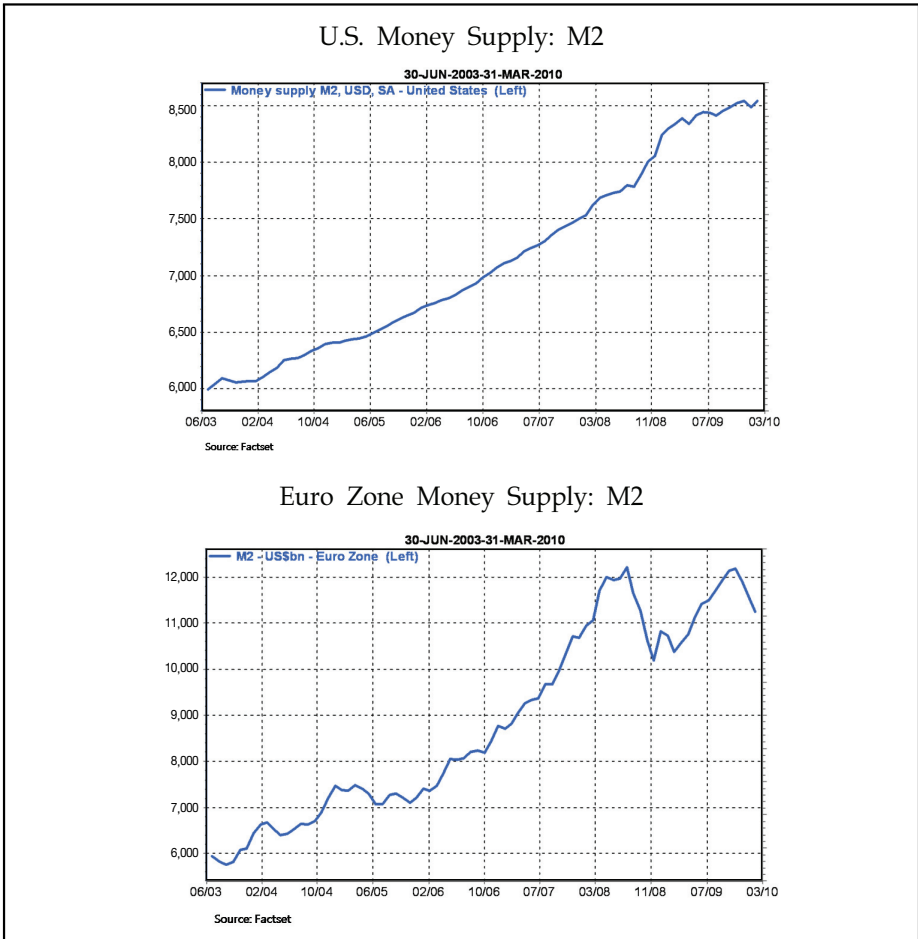
원장님 소개 말씀 중 나의 저서인 “Trading with China”라는 책이 언급된 점이 흥미롭다. 그 책은 내가 1970년도에 저술한 것으로, 중국과 다른 나라 간의 무역이 어떻게 될 것인가에 대한 예측을 제시한 것이다. 그 당시 나는 지나치게 낙관적인 전망을 했다고 엄청난 비판을 받았다. 그러나 나중에 나타난 결과는 내가 예측한 것이 실제 중국이 달성한 것의 1/3 정도였다. 예측작업에 있어서는 그 결과가 터무니없이 부정확해서 깜짝 놀랄 수도 있다. 이러한 경우는 특히 고도성장을 경험한 아시아 지역에서 일어난다. 내가 살았던 적이 있는 1960년대의 한국이 지금의 한국과 얼마나 달랐었는지를 나는 기억한다. 오늘 이 자리에 참석한 많은 분들도 한국의 어려웠던 시절을 기억할 것이다. 그 당시 한국 영화를 좋아했는데 고아나 고통을 겪는 사람들 이야기로 눈물을 흘리곤 했다. 지금은 모든 것이 극적으로 달라졌다. 그래서 나는 한국의 미래에 대해 낙관적이며, 오늘은 전 세계의 상황을 그려보고자 한다.

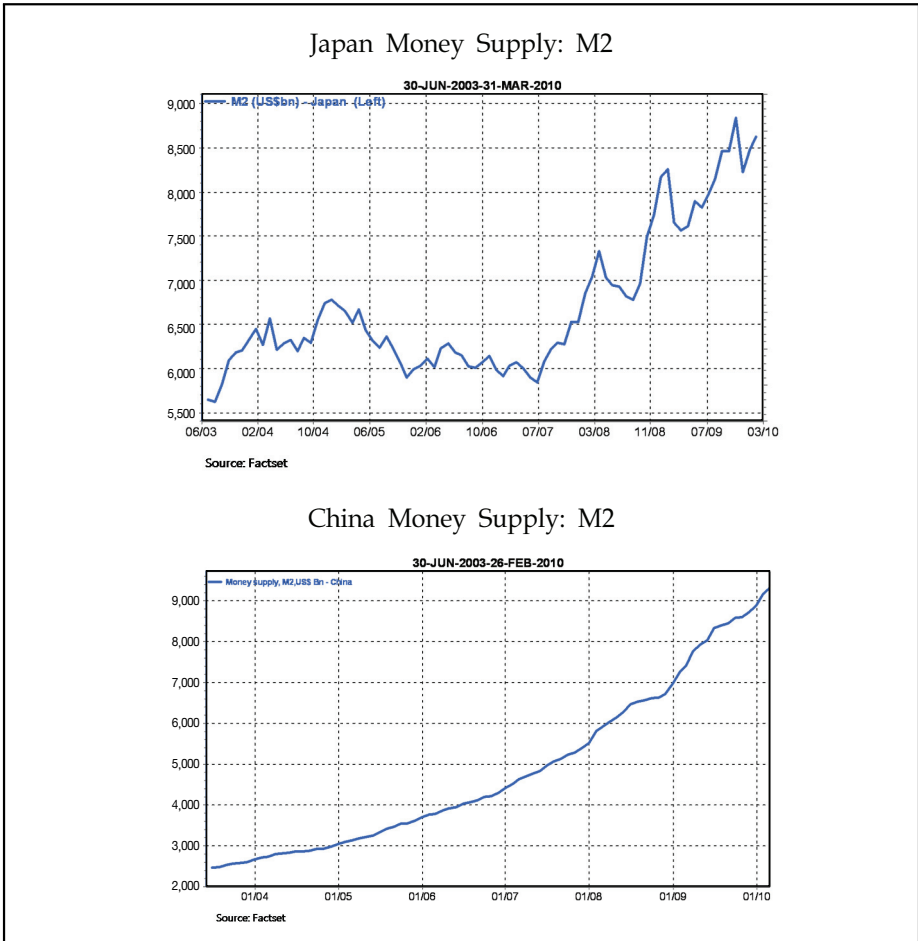
오늘날 세계를 살펴보면 투자를 논의하는 방 안에 두 마리의 코끼리가 있는 것과 같다. 최근 나는 아프리카에서 코끼리를 탔었다. 코끼리는 친절하고 온순하기도 하지만 때로는 맹렬하고 위험할 수도 있다. 지금 투자를 논의하는 방 안에 두 마리의 코끼리가 있는데 이 동물들은 매우 착하기도 하고 매우 사납기도 하다. 그 중 한 마리는 통화공급이다.

* 이 글은 2010년 4월 22일 개최된 ‘IGE/Prudential 국제금융특강’의 내용을 녹취하여 번역·정리한 것으로 필자의 개인 의견임을 밝혀둔다.

통화공급이 급속하게 증가되어 왔다. <그림 1>에서 보는 바와 같이 미국의 M2는 급격히 증가했고, 유로존의 통화공급도 같은 방향으로 움직여왔다. 일본은 계속 엔화를 발행하여 별 효과도 없이 은행에 예치되어 있는 상태이다. 물론 중국도 빠른 속도로 돈을 찍어내고 있다. 그래서 전 세계 금융시장으로 엄청난 돈의 홍수가 밀려들고 있다.

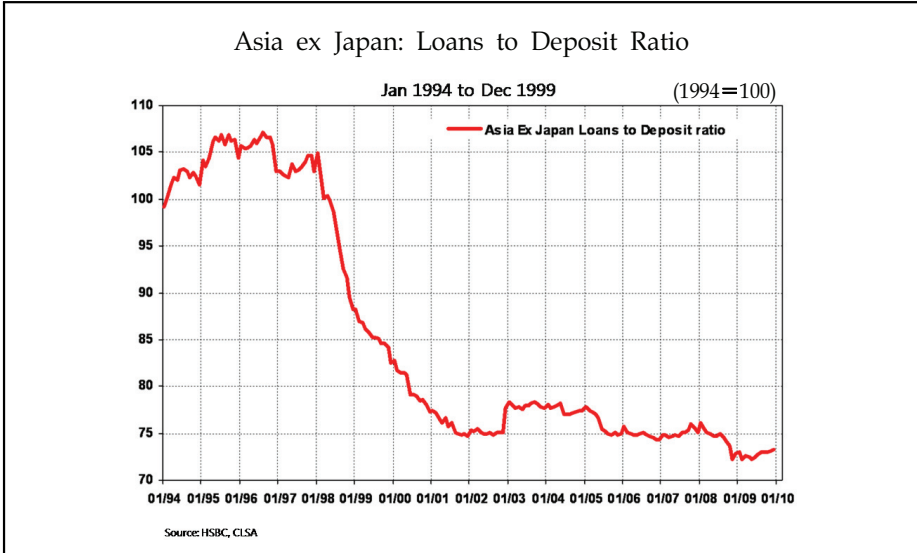
<그림 1>





<그림 2>에서와 같이 일본을 제외한 아시아 국가들의 예대율을 보면, 예대율이 올라가지 않고 오히려 낮아졌는데 이를 통해서 우리는 은행에 돈이 넘쳐나고 있으며 또 많은 돈이 갈 곳을 찾고 있음을 알 수 있다. 물론 전 세계의 주식시장이나 채권시장에게는 신나는 일이다. 신흥시장에게도 마찬가지이다.

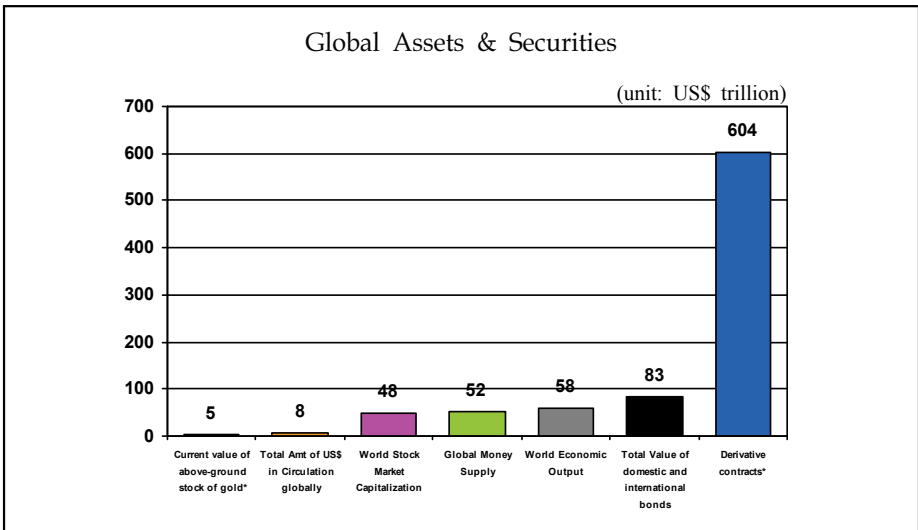
〈그림 2〉



두 번째 코끼리는 파생상품이다. 파생상품 또한 위험통제가 가능한 자산인 것처럼 판매되기 때문에 투자시장에서 환영을 받아왔다. 사람들은 파생상품의 위험을 통제할 자신이 있었기 때문에 파생상품시장에 더 많은 투자를 해왔다. 그러나 파생상품은 어마어마한 도박판이 돼버렸다. 더구나 파생상품 계약규모를 보면, 서브프라임 사태를 야기했음에도 불구하고 줄어들기는커녕 더 증가하였다. 파생상품의 총 계약가액은 600조 달러를 넘는다(그림 3). 이는 세계 총생산의 10배가 넘으며 세계 전체 채권이나 주식총액보다 훨씬 크다. 이는 당연히 위험한 일이며 이미 위험을 겪고 있다. 전 세계의 여러 기업들을 방문하면서 어떤 무슨 파생상품을 보유하고 있는지 질문을 하곤 한다. 그냥 보통의 파생상품(just plain vanilla)이라고 답변하지만 파생상품에서 엄청난 손실을 입는 것을 보아왔기 때문에 그건 아닐 거라고 의심하곤 한다. 홍콩의 City Pacific은 24억 달러의 손실을 입었으며, 브라질의 Aracruz Celulose는 20억 달러, 한국의 KB금융은 10억 달러를 잃었다. 멕시코

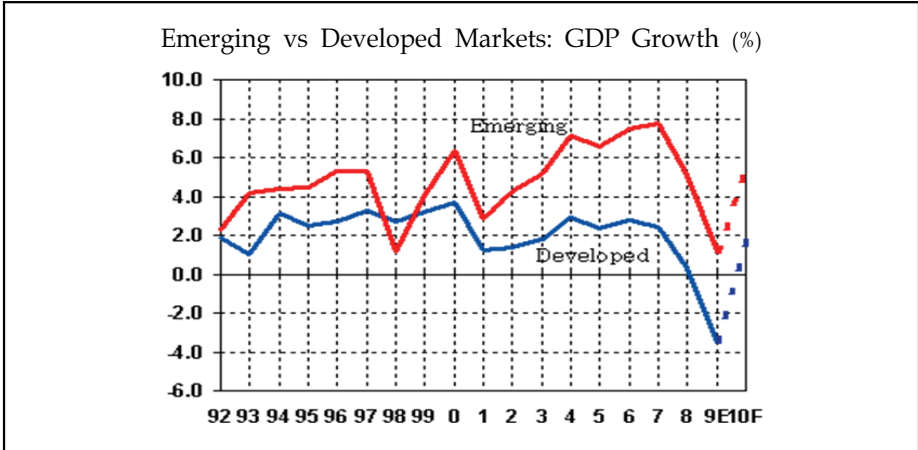
의 Controladora Commercial Mexican은 10억 달러가 넘는 손실로 파산했다. 하버드 대학도 10억 달러의 손실을 보았으며, 멕시코의 Cemex도 10억 달러 가까이를 잃었다. 앞으로도 엄청난 문제가 될 것이며, 상황이 끝나지 않았기 때문에 예의주시할 필요가 있다. 파생상품에 대한 규제는 결코 도입되지 않을 것이다. 투자은행들이 파생상품을 통하여 너무나 많은 돈을 벌기 때문이다.

〈그림 3〉

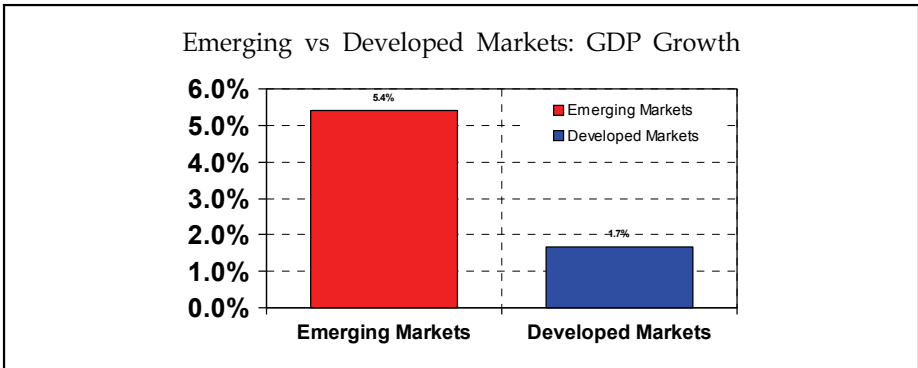


신흥시장의 사정은 어떠한가? 한마디로 요약하자면 성장(growth)이다. 우리는 성장때문에 신흥시장에 투자한다. 신흥시장과 선진시장의 경제성장률을 비교해 보면(그림 4), 1997년과 1998년의 아시아 금융위기 기간을 제외하고는 신흥시장이 늘 선진시장보다 높았다. 금년에도 신흥시장과 선진시장의 성장률은 각각 5.4% 대 1.7%로서 신흥시장이 네 배나 높은 성장률이 기대된다(그림 5).

<그림 4>

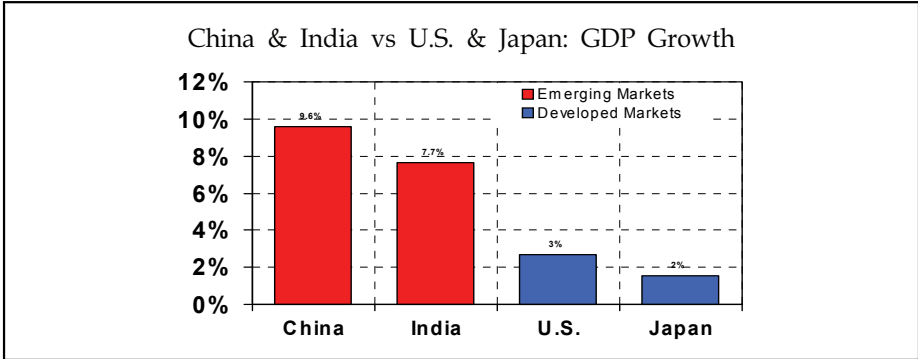


<그림 5>



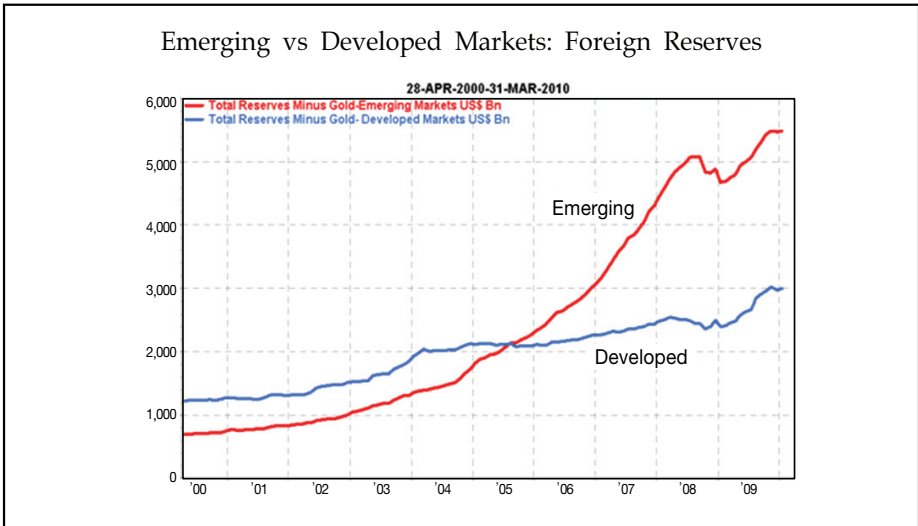
중국과 인도를 보면, 아주 흥미로운 상황이 전개되고 있는데 각각 10억 이상의 인구를 가진 두 나라가 10%와 8%의 실질성장률을 기록하고 있다(그림 6). 한국의 제조업이나 세계로 수출하는 한국 기업에게는 신나는 일이다. 인도나 중국에 가면 LG, 삼성 등 한국브랜드가 눈에 띈다. 한국에게는 호재이며 미국 등 다른 나라에게도 마찬가지로이다. 미국의 성장률은 3%, 일본은 2%에 불과하다.

〈그림 6〉



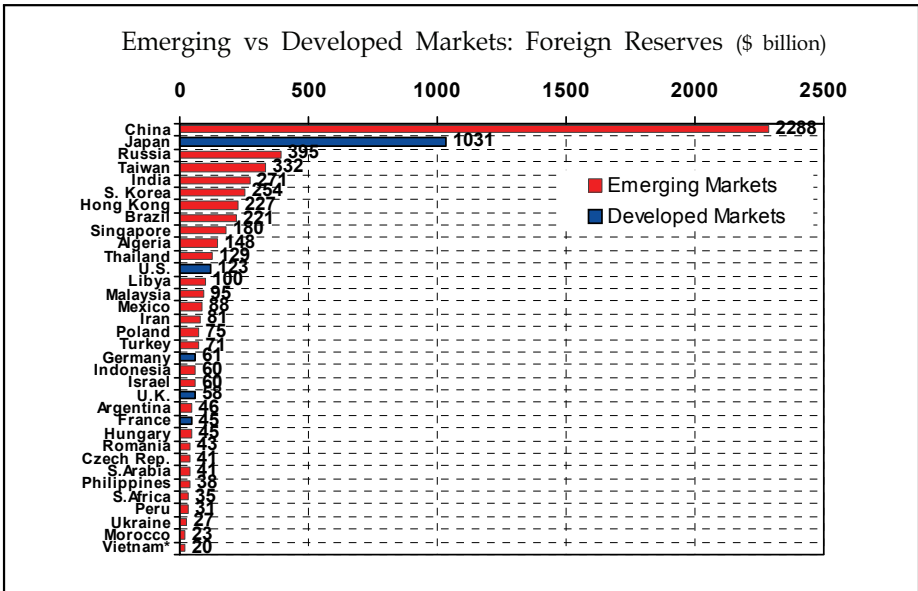
아시아 금융위기 이후의 교훈으로 아시아 국가들은 저축을 늘리고 외환보유고를 증가시켜 왔는데 이는 또 다른 바람직한 상황이다. 2005년부터 신흥시장국의 외환보유고는 선진국을 훨씬 초과하고 있다(그림 7). 중국을 보면 이제 2조 2천억 달러가 넘는다. 물론 대부분이 미국 재무부 채권에 투자되지만 일부는 신흥시장이나 기타 개도국시장에 투

〈그림 7〉



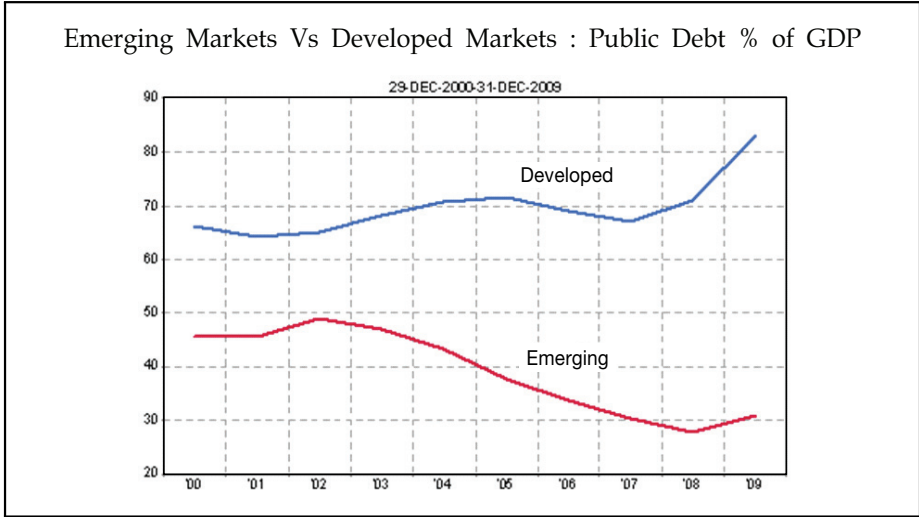
자된다. 나는 한국에 오기 직전에 아프리카를 다녀왔는데, 가나에 머무는 동안 거기 사람들에게 쇼핑물에 데려다 달라고 했다. 그들이 현지 쇼핑센터에 가고 싶은지, 중국쇼핑센터엘 가고 싶은지 물어봐서 나는 중국쇼핑물을 선택했다. 거기에는 온갖 중국 기업들이 중국산 소비재를 팔고 있었다. 쇼핑물로 가는 도중에도 중국이 지어놓은 거대한 운동장을 지나갔고, 중국이 건설한 도로를 주행했다. 외환보유고에 대해 살펴보자. 일본이 줄곧 최대 외환보유국이었으나 지금은 2위로 밀려났으며, 러시아는 3,950억 달러로 세 번째를 차지하고 있다. 대만, 인도, 한국, 홍콩, 브라질 등이 모두 2,000억 달러를 넘게 보유하고 있다. 물론 각국 통화절상의 효과도 있었다(그림 8).

〈그림 8〉

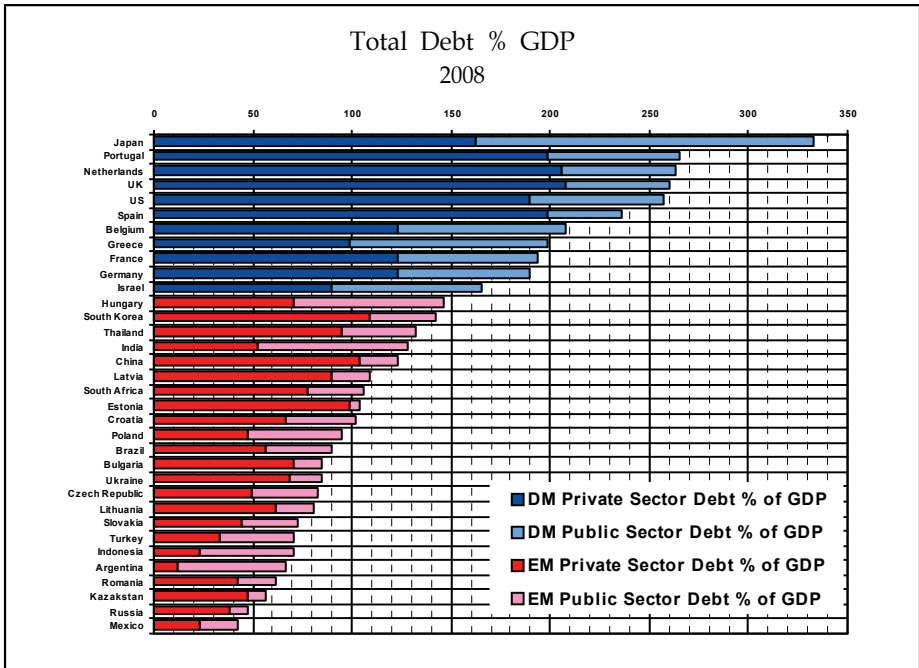


다음으로 부채를 살펴보자(그림 9). 선진국들의 부채는 낮아지지 않고 올라가고만 있다. 신흥시장에서는 부채가 감소하다가 최근 신흥시

〈그림 9〉

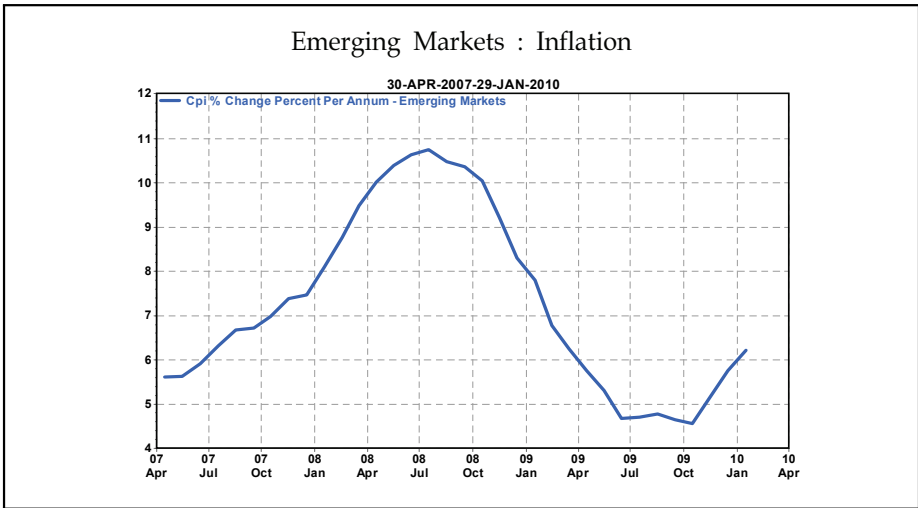


〈그림 10〉



장의 신뢰회복으로 다시 높아지고 있다. GDP대비 부채비율을 보면 아래 쪽 그림의 맨 위에 일본부터 이스라엘까지는 선진국을, 헝가리부터 맨 아래 멕시코까지는 신흥시장국을 표시하는데, 일반적으로 신흥시장국이 낮다(그림 10).

<그림 11>



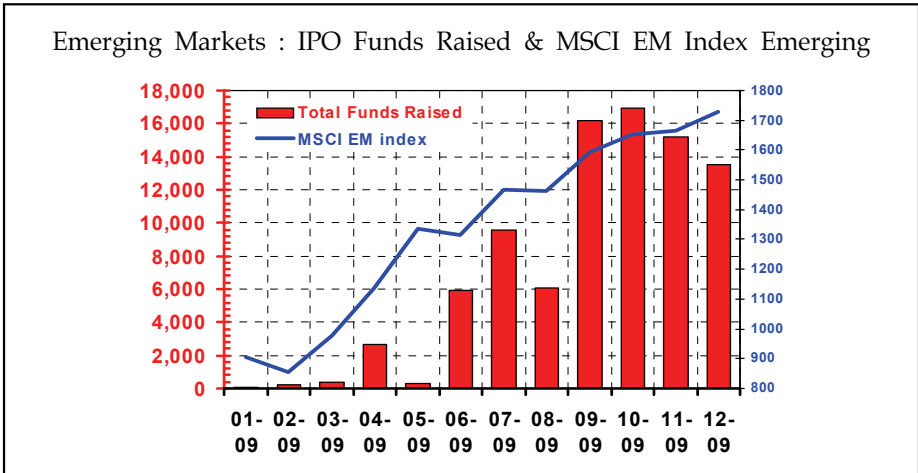
신흥시장의 인플레이션은 2008년 7월 이래 극적으로 낮아지고 있다(그림 11). 최근 다시 조금씩 높아지고 있으나 옛날의 수준보다는 훨씬 낮다. 물론 이자율도 낮아지고 있다. 사람들은 은행의 낮은 금리에 불만이 많기 때문에 주식시장 투자를 선호함으로써 시장의 변화를 가져오고 있다(그림 12).

수급상황은 어떠한가? 주식시장의 활황은 물론 주가상승을 가져온다. 이는 기업공개(IPO)를 촉진하고 자금을 저렴하게 조달할 수 있게 한다. 2009년 1월 이래 신흥시장 지수가 상승하면서 기업공개 숫자와 금액도 올라갔다(그림 13). 이에 따라 시장에 주식공급이 크게 확대

〈그림 12〉



〈그림 13〉

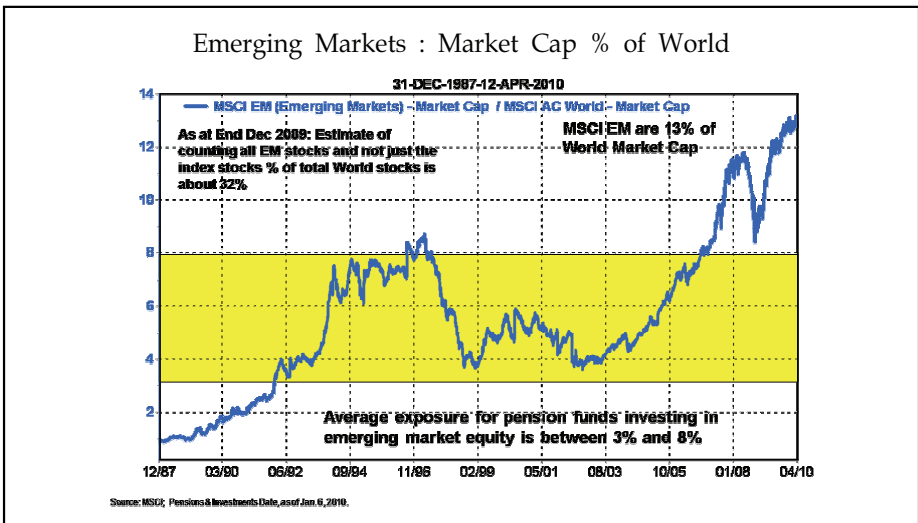


되었다. 많은 사람들이 우리에게 신흥시장에서 380억 달러나 운용하는 데 어디에 투자하느냐고 묻는다. 기업공개 때문에 투자가 어렵지 않다. 작년도 신흥시장에서 363개 회사가 기업공개를 통해서 870억 달러를

조달하였다. 금년에는 359개사, 2,380억 달러로 예상된다. 러시아 회사가 홍콩시장에서 기업공개를 하는 일은 보기 드문데, 올해에 러시아 회사가 홍콩시장에서 기업공개를 통하여 20억 달러를 조달했다. 신흥시장국으로의 자금흐름을 보여주고 있다. 그렇다면 수요측면은 어떻게?

여러 시장을 포괄적으로 대표하는 MSCI 지수를 사용하여 세계시장 내 신흥시장의 비율을 살펴보면, <그림 14>은 MSCI 지수에서 신흥시장의 점유율을 나타내고 있다. 기록이 있지만 지금은 13%로 올라와 있다. MSCI 지수에는 전 세계 모든 주식이 편입되어 있지는 않다. 전 세계 모든 선진시장, 신흥시장을 다 포함한다면 32%까지 올라가게 된다. 그럼에도 불구하고 미국과 유럽의 연기금들은 운용자산의 3~8% 정도만 신흥시장에 투자하고 있다. 바꾸어 말하면 비중이 너무 낮다. 연기금들이 지금에서야 현실을 깨닫기 시작하고 있다. 연기금들은 이제서야 신흥시장의 성장을 인식하게 되었고 돈을 투자하기 시작했다. 그래서 보다 많은 자금이 투자되리라고 전망한다. 물론 어려운 일이 생기면,

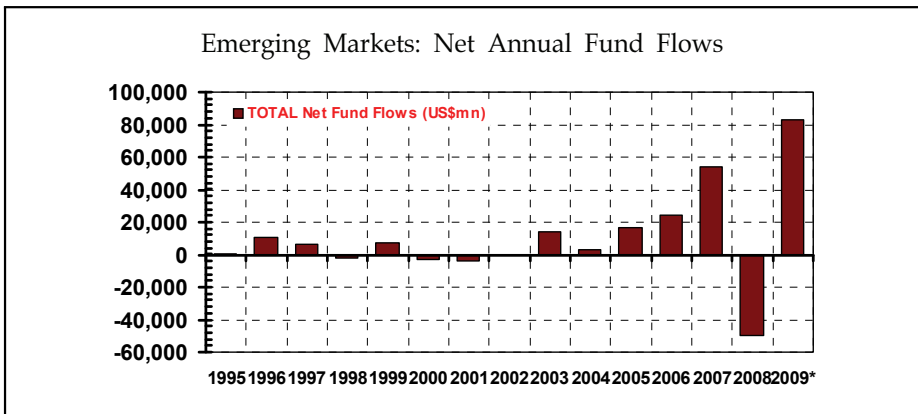
<그림 14>



2008년에 일어난 것처럼 모든 사람들이 시장에서 빠져나갈 수도 있다.

<그림 15>는 신흥시장으로의 자금흐름을 보여주고 있다. 2007년은 대단한 해였으며 엄청난 돈이 우리 펀드에 유입되어 보너스도 많이 받았다. 작년은 모든 돈이 빠져나가 어려움을 겪었다. 불행하게도 사람들은 최악의 순간에 빠져나간다. 가격이 나빠졌을 때 팔고 가격이 높아지면 산다. 내 형수가 하는 것처럼 말이다.

<그림 15>

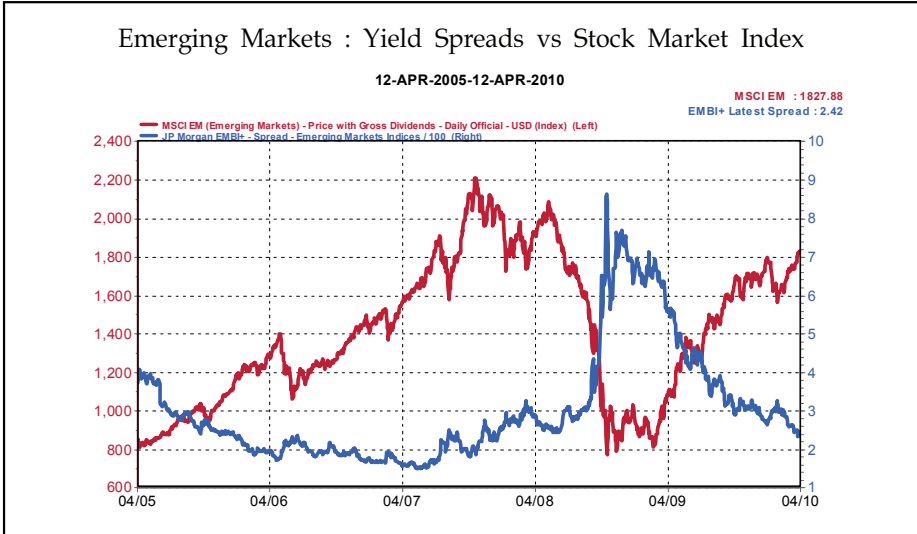


1993년 시장이 꼭대기에 있을 때, 내 형수는 신흥시장 펀드를 샀다. 다음해 시장이 곤두박질 쳤다. 형을 만나러 갔다. 문을 두드리자 형수가 “누가 왔냐”고 물었다. “접니다” 라고 대답했더니 형수는 “내가 투자한 돈을 돌려주기 전에는 문을 안 열어 주겠다”고 하는 것이다. 그래서 나는 문을 열어주면 돈을 돌려 받는 방법을 말해주겠다고 했다. 그러자 형수는 체인을 걸은 채로 문을 조금 열었다. 나는 형수에게 “제일 좋은 방법은 지금 더 사는 것”이라고 말했다. 형수는 대꾸도 없이 내 면전에서 문을 팡 닫아버렸다. 물론 형수가 더 샀더라면 돈을 많이 벌었을 것이다. 시장이 회복되었기 때문이다. 신흥시장 펀드로 엄청난 돈

이 흘러 들어오고 있다. 왜 돈을 넣을까? 신뢰도가 높아졌기 때문인데 신뢰도를 어떻게 측정할까?

신흥시장에 대한 신뢰도는 어느 정도의 이자를 받아야 대출해 주는 지에 따라 측정한다. <그림 16>의 회색 선이 신흥시장 국가의 미국달러 표시 국채이자율과 최고의 안전자산인 미국 재무부 채권금리와의 차이를 나타낸다. 2005년부터 2009년간 사람들의 신뢰는 높아졌고 낮은 금리수준에 만족했었지만 서브프라임 사태가 터지자 스프레드는 8%까지 쯤 올랐고 주식시장은 붕괴되었다. 지금은 신뢰가 회복되어 이자율이 내려가고 주가는 상승하고 있다. 그래서 스프레드는 신뢰도 측정의 좋은 수단이 되는 것이다.

<그림 16>

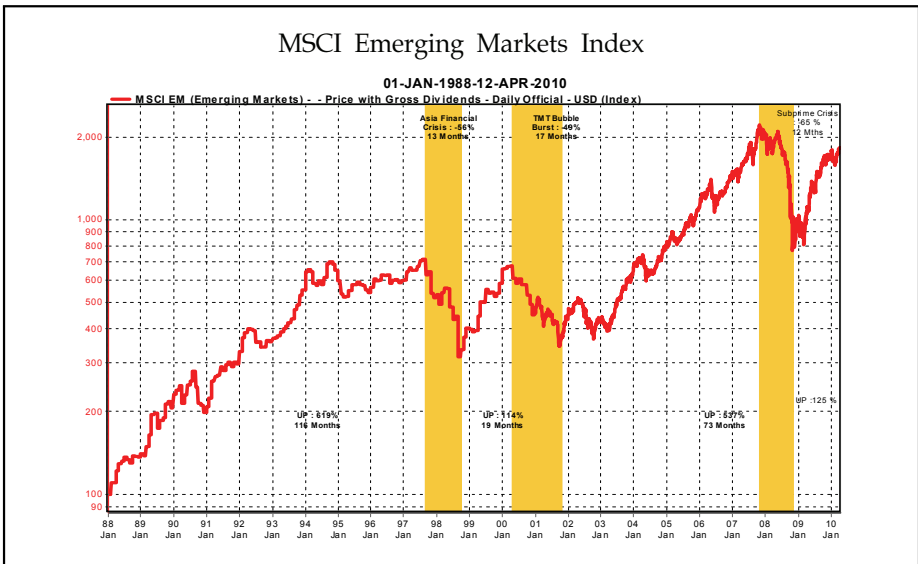


몇 달 전에 그리스에 갔더니 사람들이 이미 여러 문제들에 대하여 우려하기 시작하고 있었다. 나는 유럽이 그들을 구제할 테니 걱정 말라

고 얘기해주었으며, 결국 구제에 나설 것으로 믿고 있다. 우리는 그리스를 원래 신흥시장국으로 분류해왔으나, EU에 가입하게 되면서 선진국으로 간주되어왔다. 그리스는 이제 개도국 지위로 되돌아가게 되었다. 그리스의 CDS는 350 베이스 포인트를 더 지불해야 하는데 러시아, 브라질, 중국보다 높다. 포르투갈의 CDS도 러시아보다 높다. 투자자들의 태도에서도 변화를 알 수 있다.

내가 매우 중요하다고 생각하는 상승기(bull periods)와 하락기(bear periods)에 대해 언급하겠다. <그림 17>은 1988년 이후 신흥시장의 주가지수를 로그화(log)하여 나타낸 것이다. 실제로는 우리 회사 펀드가 최초 출범한 1987년부터 시작되며 당시 1억 달러가 모아졌는데, 신흥시장이라고는 멕시코, 싱가포르, 필리핀, 홍콩, 말레이시아 등 5개국 밖에 없어 투자에 어려움을 겪었다. 다른 시장들은 닫혀있었다. 지금은 380억 달러를 가지고 있지만 투자시장이 50개국을 넘어 투자에 아무런

<그림 17>



문제가 없다. 분명히 그러한 면에서 상황이 완전히 달라졌다. 회색 막 대기로 표시된 것처럼 전체기간 동안 세 번의 대형 하락기가 있었다. 1997년과 1998년의 아시아 금융위기 시 주가는 50% 이상 하락했다. 그 이후에는 IT버블이 일어났는데 진짜로 버블이었다.

당시에는 모든 사람들이 기술주에 미쳐 있었기 때문에 나는 상당한 어려움을 겪었다. 배당률도 아니고, 주가수익배수도 아니고, 대차대조표의 건전성도 아닌 현금소모율(burn ratio)이 투자의 지표가 되었다. 현금소모율은 회사가 현금을 얼마나 빨리 소진시키느냐를 보는 것이다. 따라서 모은 자금을 신속히 사용하지 않는 기업은 나쁜 평가를 받았다. 당시 파리에서 저널리스트들을 대상으로 신흥시장에 대하여 강연을 했는데, 기술주에 대한 질문이 있었다. 나는 엄청난 붕괴가 있을 것이라고 답변을 했는데 그 말이 맞아 떨어져 다음날 주가가 5%나 하락하였다. 나의 상관으로부터 함구령의 전화를 받았지만 로이터통신이 내 발언을 내보내서 주가폭락의 주범으로 비난을 받게 되었다. 그 후 주가는 48%나 하락했다. 서브프라임 위기를 겪은 지금은 주가가 65% 하락했다. 그래서 주식시장은 변동성이 훨씬 높아졌지만, <그림 17>에서 흰색 영역이 회색 영역보다 훨씬 넓으며 이는 상승시장이 하락시장보다 오래 지속되었음을 나타내준다.

요약해보면, 1987~1988년 이후 상승기에 주가가 평균 423%가 상승하여 약 69개월간 지속된 반면, 하락기에는 57%가 하락하여 14개월 동안 지속되었다. 이 차트는 우리 회사의 창업자인 John Templeton 경의 중요한 한 마디를 보여주고 있다. 예전에 우리가 캐나다에서 열린 고위급회의에 참석하여 수백 명의 참석자들로부터 질문을 받은 적이 있다. 그 때 어떤 젊은 부인이 일어나서 방금 유산을 받았는데 언제 투자하는 것이 제일 좋겠는지 알고 싶다고 질문하였다. Templeton 경은 “돈이 생겼을 때가 투자하는데 최적시점”이라고 답변하였다. 지금 나

는 그 말의 취지를 이해한다. 상승장이 하락장보다 오래 가기 때문에, 투자를 하는 것이 시장을 떠나는 것보다 낫다는 것이다. 더욱이 재력이 있다면 하락기에 더 많이 사라는 것이다. 왜냐하면 그 기간이 짧을 것이기 때문이다. 이러한 사실을 우리는 방금 <그림 17>에서도 보았다. 2008년 11월부터 2009년 2월까지 나는 투자자들에게 주식투자를 권고하였다. 나도 물론 그 당시 돈을 내 펀드에 투자했다. 지금은 70~90%나 올랐다. 어떤 경우는 100% 상승했다. 하락시기는 짧다. 물론 앞으로도 하락기가 오겠지만 교훈은 분명하다.

질 의 · 응 답

질문 베트남 같은 신흥시장은 왜 회복하지 못하고 있는가? 한국의 자산운용사들이 베트남이 제2의 중국이 될 것으로 언급해서 많은 투자자들이 베트남에 투자했다. 그런데 중국 펀드는 20~25% 회복된 반면, 베트남 펀드는 40~50% 하락한 상태에서 회복의 기미가 없다. 그 이유가 무엇이라고 생각하는가?

답변 베트남과 프론티어 마켓(frontier markets)에 투자한 한국 투자자들의 용기가 대단하다. 기본적으로는 현명한 결정이다. 좋아질 것이다. 베트남의 문제는 외국인투자자에 대한 규제 시스템이 매우 열악하다는 것이다.

첫째로, 외국인투자자들은 3일 전에 미리 매입의사와 매입규모를 거래소에 통보해야 한다. 베트남 투자자들이 어떻게 행동할지는 짐작이 갈 것이다. 그들은 당연히 외국인투자자들보다 선취매할 것이다. 두 번째 규정은 외국인투자자들은 하나의 중개인만을 사용해야 한다는 것이다. 그래서 만약 하나의 중개인만을 통한다면 물리게 된다. 중개인은 무슨 주식을 살 것인지 미리 알 것이고 선취매할 것이며, 외국인투자자가 그 대가를 치르게 될 것이다. 또 다른 베트남 시장의 문제는 유동성이 빈약하다는 것이다. 베트남 펀드를 운용하는 담당자들의 고충을 이해해야 할 것이다. 그럼에도 불구하고 베트남 주식은 매우 저렴하며 세계에서 가장 싼 주식 중에 속한다. 주가수익배율(price-earnings ratios)이 놀라울 정도로 좋다. 실제로 우리 회사는 베트남에 장기투자하고 있다. 우리는 하노이의 아파트 건설사업에 군부와 합작투자를 했다. 10년이 지나 마침내 회수를 하고 있다. 돈을 많이 벌지는 않았지만 그런대로 괜찮았다. 우리는 Vietcom 은행과 상업용 건물에 합작투자를 하고 있다. 베트남에는 저가물이 많다. 인내심을 가지라고 말하고 싶고 투자

대상의 평균적 가치를 잘 살펴보기 바란다. 자주 사고파는 자산운용담당자는 피하기 바란다. 빈번한 매매는 손실만 볼 수 있는 시장이기 때문에, 좋은 주식을 골라서 오래 보유한다면 좋은 성과를 거둘 수 있다. 대체적으로 회사들이 건실하게 경영되고 있으며 가격도 저평가되어 있다. 따라서 투자비용을 늘리는 것이 바람직하다. 물론 우량주식을 편입하고 있는지 투자종목 리스트를 잘 살펴봐야 한다.

질문 귀하는 40~50년간 아시아 시장을 담당해 왔고, 한국 시장도 맡아왔다. 나는 15~20년의 시계를 가지고 비교하고자 한다. 내가 외국은행에 근무할 때 신디케이션 론을 모집하려면 한국의 안전성(safety)을 설득시켜야 했다. 최근 일어나고 있는 상황들을 보면, 특히 한국의 해군 함정이 침몰하였는데도 아무 일이 일어나지 않았다. 오히려 무디스는 한국의 신용등급을 상향조정하였고 한국의 일류기업들은 평균보다 60 베이스 포인트 낮은 CDS 금리를 적용 받고 있다. 한국증권시장에 외국투자가 아직도 유입되고 있다. 어제만 해도 거의 3억 달러가 유입되었다. 그렇게 20년 전의 한국과 오늘날의 한국은 엄청난 차이가 있다. 경제의 규모뿐 아니라 기초체력도 달라졌다. 외국의 채권자들이나 투자자들의 한국에 대한 인식이 어떻게 변해왔다고 보는가?

답변 물론 외국의 채권이나 주식투자자들은 기초체력을 살펴본다. 그들은 그 나라의 경제성장, 부채비용, 신용등급 등을 평가한다. 아시아 시피 한국경제의 기초체력은 매우 좋다. 또 다른 현상은 한국 기업들이 완전히 달라졌다는 것이다. 20년 전에는 아무도 현대차를 사려하지 않았다. 지금은 현대나 다른 한국 제조업체들이 세계를 주도하고 있으며, 한국 기업의 브랜드를 전 세계에서 볼 수 있다. 그래서 한국 기업들에 대한 신인도는 전 세계적인 존재감의 부각과 성장성의 시현에 따라 높아지고 있다. 또 다른 측면은 여러 한국 기업들의 기술적 우월성인데, 삼성은 세계 선두의 메모리업체이다. 이러한 것들이 합쳐져서 투자자

들의 신뢰를 높여주고 있다. 그래서 북한 문제가 무시되고 있는 것이다. 물론 북한이 마음 속에 자리잡고는 있지만, 완충역할을 하는 중국이 있다. 투자자들은 한국과 중국 간의 교역증가를 주목하고 있으며, 약간의 부침이 있을 수도 있겠지만, 장기적으로 아무 일도 없으리라고 믿고 있다. 그럼에도 불구하고 코리아디스카운트라는 말을 듣고 있는 것으로 안다. 한국 기업들은 전 세계의 동일한 수준의 회사들보다 가치가 낮게 평가되는 경향이 있다. 내 생각에는 한국 기업들의 배당수준이 낮기 때문이다. 한국 기업들의 성향은 세습의 시각에서 기업을 본다는 의미에서 매우 유교적이다. 그래서 투자자들에게 환원하기보다는 투자와 기업확장을 지속한다. 이러한 것이 디스카운트를 낳고 있는 것으로 보이지만 앞으로 바뀌리라 생각된다. 한국의 여러 기업들과 토의한 결과, 주주에 대한 배려를 해야 한다는 점을 깨닫기 시작하고 있다. 물론 투자자들이 채권이나 예금에서 얻는 것보다 더 높은 수익률을 기업이 올릴 수 있다면 아무런 문제가 아니다. 그러나 한국 기업들은 투자수익률이 매우 낮은 경우에도 투자를 하는 경우가 많이 나타난다.

질문 통찰력 있는 발표에 감사드립니다. 세 가지 질문을 하겠다. 첫째, 시장상승기가 하락기보다 길다고 했는데 경험적으로 어떤 규칙성을 알아냈는가? 상승기가 하락기보다 두 배 또는 세 배 긴 경향이 있다는 식으로 말할 수 있는가? 그런 류의 수치가 있다면 말해주기 바란다. 둘째로 코끼리 비유를 쓴 것은 재미있다. 파생상품 시장은 소멸될 것인가? 아니면 다시 번창할 것인가? 다시 살아난다면 언제쯤이 되겠는가? 셋째로 그리스가 EU에 가입하면서 개발도상국에서 선진국 지위로 올라간 경우를 언급하였는데 한국은 어떠한가? 한국은 신흥시장에서 졸업하고 있는가 또는 이미 졸업하였는가?

답변 상승기와 하락기에 대하여 개략적인 추측을 할 수 있는데, 상승기가 4~5배 오래 지속된다. 그러나 규칙적이 아니며 예측이 불가능

하다. <그림17>을 보면 매 5년마다 2번의 하락기가 있었다. 그래서 인제를 하락기로 파악하느냐가 과제인데 매우 어렵고 거의 불가능하다. 조지 소로스의 견해대로, 시스템에는 반사성(reflexivity)이 작용한다. 그것은 하락기가 올 것처럼 행동하면 주식을 매각함으로써 실제로 하락시장을 만들어내게 된다는 것이다. 경기순환이론을 살펴보면 매우 흥미롭다. 경기순환이론이 있지만 기본적으로 투자의 좋은 가이드가 되지는 못한다.

파생상품과 관련해서, 파생상품시장은 죽지 않았다. 여전히 잘 살아 있다. 홍콩에는 아주 재미있는 파생상품이 있다. 주가가 20달러인데 고객에게는 15달러에 판다. 그러나 주가가 떨어지기 시작하면 그 고객은 더 많이 사야 한다. 만약 주가가 시작점보다 20%이상 오르면 그 고객은 매입을 중단해야 한다. 어큐뮬레이터(accumulator)라고 불리는 파생상품의 일종이다. 홍콩에서는 ‘I kill you later’로 알려져 있다. 이처럼 파생상품은 여전히 번성하고 있다. 이미 언급한 바와 같이 시장규모가 600조 달러가 넘는다. 파생상품시장이 죽지 않을 것이라고 생각하는 이유는 많은 돈을 벌 수 있기 때문이다. 황금알을 낳는 거위를 왜 죽이고 싶겠는가? 전 세계의 은행이 파생상품으로 엄청난 돈을 벌고 있다. 한국 기업들에게 물어보면 모두가 통화나 금리헷지상품 매입을 권유받았다고 할 것이다. 이것들이 파생상품이다. 그 중 일부는 꽤 정직하고 유용하다. 파생상품이 농부들을 위해 사용하면서 시작되었다는 것을 기억하고 있을 줄 안다. 미국의 농부들은 수확할 밀의 가격을 미리 알고 싶어했고, 그래서 밀을 선물시장에 팔았으며 그 옵션을 사는 사람도 있었다. 과거에는 매우 유용했지만 지금은 매우 복잡해졌다. 본질적으로 도박수단이 돼버렸다.

한국과 신흥시장과의 관계에 있어서, 한국 사람들이 왜 더 이상 신흥시장으로 불려지는 것을 원치 않는지 이해가 안 간다. 신흥시장은 활

기차다. 1987년 분류기준을 만들 때, 세계의 중·저소득국가들을 포괄하여 신흥시장으로 분류했기 때문에 타당한 견해라고 생각한다. 그 기준은 1인당 소득이 1만 달러 미만이었다. 지금은 선진국의 평균 1인당 소득은 4만 달러이다. 한국은 약 2만 달러라고 알고 있다. 신흥시장 국가들 중 러시아가 1만 달러로 가장 높다. 한국은 바로 중간쯤에 있고 이 성장세를 유지한다면 조만간 4만 달러에 도달할 것이다. 그런 관점에서 한국은 선진국으로 분류될 수도 있다. 그러나 나는 1인당 소득수준보다는 성장률을 신흥시장의 척도로 삼고 싶다. 그런 관점에서 보면 올해 성장률만해도 5% 수준이니까 한국은 신흥시장국이다.

질문 귀하는 지금까지 항상 부차적인 시장으로 취급되어온 신흥시장에 대하여 매우 유용한 견해를 우리와 공유했다. 나는 시각을 약간 바꾸어 보겠다. 선진국들은 지난 몇 년간 금융위기를 통하여 세계를 떠들썩하게 했던 금융산업에 대하여 타협을 제대로 이루어내지 못하고 있다. 다행히 금융위기를 견디어 왔지만, 아직도 여파가 가시지 않았다. 아직 많은 후유증이 다 나타나지 않았고, 흑자는 은행들에 대하여 여러 형태의 추가적인 세금이 부과되고 규제도 강화되어야 하며 합의가 도출되어야 한다고 주장한다. 그리고 전 세계적으로 저축이 아시아 지역이나 다른 신흥시장 그룹에서 나와 재순환되기 때문에 효과가 떨어질 것이라고 한다. 내가 보기에 소위 선진시장은 앞으로 시들해질 것이며 신흥시장은 활발한 기회를 갖게 될 것이다. 그렇다면 한국은 선진국보다는 신흥그룹으로 분류되어야 한다고 생각한다. 둘 사이에 차이점은 전통적인 은행산업이 도박산업이 되도록 내버려두느냐, 또는 예금을 수취하고 단순하게 대출하는 전통적 메커니즘으로 은행을 유지시키느냐의 차이이다. 당신이 보기에는 선진국의 금융구조에 어떤 방식의 변화가 전개될 것 같은가? 둘째로, 지금까지 고아 취급되었지만 중국의 부상으로 게임의 주요플레이어로 되어가고 있는 신흥시장의 매력도에 선진국 금융구조의 변화가 어떤 효과를 주겠는가?

답변 세력기반이 신흥시장과 소위 BRICs로 쏠리고 있는 것은 의문의 여지가 없다. 내가 지적한 대로 신뢰도가 높아지고 있다. 선진국에

발생할 사태는 스스로 발목을 잡게 될 고세율 조치들이다. 미국과 유럽에서의 고세율 조치는 시장의 성장을 억압할 것이다. 흥미로운 것은 미국 행정부가 실업에 대한 전통적 견해를 바꾸었다는 것이다. 과거에 Larry Summers는 저세율이 고용을 촉진하기 때문에 낫다고 말하곤 했으나 지금은 고세율이 고용에 좋다고 얘기하고 있다. 이처럼 성장과 실업, 금융정책에 대한 워싱턴의 생각이 완전히 달라졌다.

투자자로서 전 세계의 기업들을 잘 선별해야겠다. 미국과 유럽의 회사들 중에, 전 세계를 무대로 사업을 하기 때문에 수익성 전망이 아주 좋은 기업들이 많이 있다. 미국 기업 중에서도 신흥시장에 발판을 두고 잘 운영되는 회사도 많다. 이런 기업들은 앞으로도 좋을 것이며, 따라서 선진국 기업들에게도 기회가 있기 때문에 선진국 시장을 완전히 포기하지는 않을 것이다. 미국과 영국이 당면한 문제는 규제를 어떻게 가져갈 것이냐 하는 것이다.

이 자리 계신 많은 분들은 Ayn Rand에 대해 들어봤을 것이다. 러시아에서 미국으로 이민 온 그녀는 공산주의를 미워해서, 모든 것이 자유로워야 하며 정부의 규제가 없는 완전한 자유경제가 이루어져야 한다고 믿었다. 그녀의 저서 중의 하나가 “Atlas Shrugged”이다. 매우 큰 영향력을 가지고 있던 그녀는 미국 연준 의장에게도 영향력을 미쳐 그를 완전자유시장의 완고한 신봉자로 만들었다. 그래서 Long Term Capital Management사가 붕괴할 때조차도 미국 연준은 시장에 규제를 도입하는 것을 거부했다. 그러한 철학이 오랫동안 미국 정부의 철학으로 풍미되었다. 최근 Greenspan은 의회에서 잘못을 시인하였지만 여타의 많은 인사들은 과오를 시인하기를 주저하고 있다. 여러 가지 경고들이 있었다. 선물위원회 위원장(Brooksley Born)도 Long Term Capital Management사가 붕괴되기 전에 경고를 했지만 Summers, Rubin 등의 인사들은 규제를 거부하였다. 지금은 그 선물위원장이 옳았음이 밝혀

졌다. 그러나 과생상품에 대한 규제를 반대하는 세력이 아직도 강력하며, 내 의견으로는 규제가 실제 도입되리라고 생각되지 않는다.

질문 BRICs에 대하여 매우 낙관적인 것 같은데, 어느 신흥시장과 프론티어 마켓이 금년도에 가장 유망한가?

답변 국가별 예측을 제시하기는 어려운데, 왜냐하면 우리는 바닥부터 시작해서 위로 올라가며 분석하는 투자자들이기 때문이다. 우리는 회사를 먼저 보지 국가나 산업 분야를 먼저 검토하지 않는다. 어떤 나라를 선호하는지를 알려면 우리의 투자종목이 속하는 나라 비중을 보는 것이 제일 낫겠다. 신흥시장국을 보면 브라질, 인도, 중국, 태국, 터키, 러시아 순이다. 프론티어 마켓 중에는 베트남, 우크라이나, 카자흐스탄 그리고 나이지리아를 선호한다. 신흥시장국 중에 한국은 중간에 속한다.

질문 한국 기업들 중에 어떤 회사를 선호하는가? 올해 한국 시장을 어떻게 예측하는가?

답변 역시 우리 회사의 투자종목 리스트를 보기 바란다. 우리는 해당기업의 5년간 재무실적을 집중적으로 분석하는 체제를 가지고 있다. 그리고 회사를 방문하여 질문을 하고, 마지막으로 향후 5년을 예측한다. 그런 연후에 얼마에 살 것인지를 결정한다. 그 회사 주식을 살 것인지 말 것인지는 주식시장에 시황에 달려있다. 우리 회사 투자종목 중 삼성전자가 가장 큰 비중을 차지한다. 환금성이 뛰어나고 우리가 살 때 가격도 싸다. 반드시 제일 선호하는 것은 아니며, 다른 주식도 사려고 있는데, 무슨 주식인지는 말하지 않겠다. 그러나 신흥시장이나 프론

티어 마켓에서 사업을 영위할 능력이 있어서 그곳으로 이전하는 한국 기업들에게 특히 관심이 있다. 한국 기업들은 인도처럼 어려운 환경에서 사업할 능력이 있는 회사가 많다. 어떤 회사들은 강인하고 인내심이 있으며 장기적인 시야를 가지고 있다. 이는 기업들에게 필요한 요건이며, 그렇게 할 때 기업들은 장기적으로 높은 이윤을 창출하게 될 것이다.

질문 첫째, 내가 여유 돈이 좀 있다면 한국에 투자하는 것이 좋은가, 아니면 중국펀드에 투자하는 것이 좋은가? 둘째, 파생상품에 대한 직접규제를 언급하였는데 앞으로 열릴 G-20 정상회의에서 새로운 국제금융체제에 대하여 진지한 논의가 이루어질 것이다. 개도국과 선진국 간 국제금융체제에 대한 이견도 있을 텐데 한국은 어느 편에 서야 하겠는가?

답변 첫째로 한국이나 중국이 아닌, 다변화된 신흥시장 펀드에 투자해라. 내가 터득하기로는 어떤 시장도 연이어 최고의 성적을 내진 않는다. 지난 20~30년간 홍콩만 2년간 최고성적을 낸 사례가 있는데 그것도 연이은 것은 아니었다. 전 세계적으로 분산시켜야 한다. 글로벌 펀드에 투자하는 것이 최선이다. 두 나라 간에 선택을 한다면 장기적으로는 중국이다. 그러나 분산투자를 해야 한다.

규제시스템과 관련해서는 금융체제가 완전히 엉망이 됐다고 생각된다. 금융질서를 바로 세우려면 인센티브를 생각해야 한다. 사람들은 돈을 받아야 하며 돈에 따라 행동한다. 조목 별로 살펴보자. 회계사와 감사부터 보면, 누가 이들을 선임하는가? 경영진이다. 회계사나 감사가 누구에게 잘 보이려 하겠는가? 경영진이다. 그래서 회계사와 감사는 이미 경영진에게 호의를 사려하고 투자자들에게 많은 정보를 감춘다. 인센티브가 바뀌어야 하고 회계사는 투자자들에게 보수를 받아야 한다. 신용평가기관을 보자. 왜 그들이 CDS에 AAA나 AA 등급을 주었을까?

까? 평가등급을 요구하는 사람들에게서 돈을 받기 때문이다. E나 D 등급을 줄 이유가 없지 않은가? 그런 평가를 해서 돈은 못 받는다. 규제 당국을 보자. 누가 감독관을 선임하는가? 정치인들이다. 정치인은 어떻게 선출되는가? 은행이나 돈 많은 사람들이 정치자금을 낸다. 따라서 정치인들은 규제를 하지 않고 제약을 가하지 않을 사람을 임명한다. 금융시장의 각 담당주체들을 분석해 봐야 한다. 누가 나쁘고 악마라는 얘기가 아니라, 각 담당주체들에 대한 인센티브 구조를 파악해야 한다는 것이다. 거기서 출발하지 않으면 부정의 싸이클은 끊이지 않고 문제가 자꾸 계속된다. 나는 역사가 반복되기 때문에 경제사를 좋아한다. 지금 스웨덴의 막대성냥을 독점했던 Ivar Kreuger라는 사람에 관한 책을 읽고 있다. 안전성냥(safety match)이라고 불리는 제품이다. 그의 제품은 유황을 성냥갑에 발라 분리시킴으로써 성냥끝의 끝에 유황이 묻어있는 독일성냥처럼 사람들의 면전에서 발화되지 않도록 만들었다. 이 사나이가 미국에 가서 사기금융(Ponzi scheme) 같은 것을 시작했다. 당시에 도 그런 것이 있었다. 그는 파생상품을 만들었고, 회계사에게 회계장부를 조작하도록 뇌물을 주었다. 당시 회계사는 Ernst & Ernst였다. Ernst 회계사 하나를 주지옥림에 빠뜨려 회계를 조작했다. 이런 일이 반복되고 있다. 우리 투자자들은 매우 조심하여야 한다. 감독당국이 당신을 보호해 줄 것으로 믿지 말아라. 자신이 스스로 지켜야 한다. 펀드매니저조차도 믿지 말아라.

질문 글라스-스티걸(Glass-Steagall)법의 폐지로 예금수취기관과 위험부담기관이 합병하는 길이 열렸다. 오늘날 많은 피해를 일으킨 근원이라고 생각한다. Glass-Steagall 법 같은 것을 다시 입법화해서 예금수취기관과 위험부담기관을 분리하는 방향으로 되돌려놓을 수 있는 가능성은 어떻게 보는가?

답변 글라스-스티걸법의 환생을 보고 싶지만, 그 고양이는 이미 자

루에서 나와 버렸다. 파생상품시장이 이미 600조 달러를 넘었다. 나는 불가능하다고 말하겠다. 볼커 룰(Volker rule)이 훌륭하지만 줄곧 무시당했다. 한국의 은행들은 엄격히 규제를 받고 있으며 이런 위험에서 벗어나기를 기대하지만, 파생상품 기제가 계속 작동하는 한 파생거래에서 많은 돈을 벌 수 있을 것처럼 보일 것이다. 그 때문에 떼돈을 버는 다른 은행을 닮고 싶어할 것이다. 내가 생각하는 응급처방으로서는 거래세 같은 것을 매겨 파생거래가 투명하고 청산이 가능하도록 하는 것이다. 그렇게 하면 최소한 시장가격이 존재하게 될 것이다. 20~30 bp의 낮은 세금이라도 도입된다면 정부재정에도 큰 기여를 하게 될 것이고 파생상품을 까발려서 투명하게 만들 수 있을 것이다. 내 생각엔 하나의 해답이 될 수 있을 것 같은데 채택될지는 알 수 없다.

Asia in the Global Economy*

Dominique Strauss-Kahn

I am very happy to have the opportunity to address an audience in Seoul after the meetings the IMF just held in Daejeon. Entitled *Asia 21*, these meetings included representatives of many of the governments in Asia, think tanks, and NGOs. In my view, these meetings were very successful in beginning to rebuild the relationship between the IMF and Asia – which I think is fair to say is not in good shape due to bad memories from the Asian financial crisis 12 years ago. At that time, I think the IMF did the job that it was mandated to do, but did it in a way that left behind bad memories and bad feelings. It is certainly time to take stock and begin to rebuild the relationship at a moment when the economies of Asia are buoyant, and it is impossible to consider the future of the global economy without considering Asia. I would like to share four or five points that I came away with from *Asia 21*.

The first point deals with the way in which Asian countries are recovering – and are in fact leading the global recovery – in comparison to other countries. In the view of the IMF, the recovery is rather strong and comes sooner than expected. The most recent update to the World Economic Outlook was released last week in Hong Kong

* Transcript of a speech given at the IGE/Prudential Business International Finance Lecture on Tuesday, July 13, 2010

with some revision upwards of the forecast. Predicted growth now stands at 4.5% for the global economy this year, which is rather strong. Of course, the main problem is that this is a multi-speed recovery. The situation is relatively good in Asia and in most countries of South America – including Brazil but also smaller countries like Chile and Peru. Africa is also doing relatively well, especially compared to how Africa fared in previous economic crises. The traditional lag between global recovery and recovery in Africa – which used to be about one year – has vanished. The reality is that African countries, at low levels of income of course, have recovered with rates of growth around 5% or 6%, which is good news for the continent.

As for the United States, the picture is uncertain. The IMF's forecast is for growth of slightly more than 3%, but it is difficult to know how accurate this is. The IMF is more optimistic than the consensus, and believes that the recovery in the United States is strong and that unemployment will eventually decrease at the end of this year. However, there is some uncertainty. The main problem in global growth remains primarily in European countries, where the forecast of the IMF is between 1% and 1.5% – for both the coming year and the year after that – which is obviously too low to bring down unemployment. This means that the European countries will remain in a problematic state for a period of time.

This multi-speed recovery is the reason why the exit strategy cannot be the same for every country. The way the crisis was tackled at its onset was nearly uniform. Following the advice of the IMF,

stimulus packages were enacted to avoid a crisis that could have been as severe as the Great Depression. Actions taken around the globe were almost identical on the fiscal side. But obviously the exit is a different game. The exit cannot be the same in Asia, where average growth is 7% this year, as it is in Europe, where average growth will be between 1% and 1.5%. So exit strategy has to be tailored to the country, and that is one of the reasons the G20 in Toronto was a bit messy. Following those meetings many negative comments were made, saying that the countries did not agree, with some nations pushing for continued support while others were pushing for an exit strategy and fiscal austerity. Well, it is natural that these nations have different opinions because they are facing different situations. Economic coordination does not mean that each nation has to do the same thing. It means that policy that will be implemented will be discussed with other nations and will fit the situation a country is facing.

The current recovery is fragile, and it is fragile because downside risks are still present. There is an ongoing discussion on the possibility of a double-dip recession, but the IMF does not believe there will be such a double-dip. The baseline scenario is a scenario in which the recovery continues. Of course, there is still some risk, and in the short-term no one can say that another crisis is absolutely impossible. The IMF does not believe it will happen, but it has to be considered – and those risks need to be attended to. There are two primary risks.

One of those risks is the fiscal situation of some countries. Of course, the example that immediately comes to mind is the case of

Greece, which is well-addressed today by the European Union with the support of the IMF. Yet, even if it is well-addressed, and even if I do not believe that any other European country could find itself in the same situation, one never knows how markets may react. The second risk has to do with emerging countries. A lot of liquidity still exists in the global economy, and at the same time the appetite for risk is returning. Of course, most investors are reluctant to invest in advanced economies, and so they focus on fast-growing emerging economies. This creates huge capital inflows for those nations. This is welcomed when those inflows go towards foreign direct investment (FDI), but it is more problematic when those investments are temporary. So the question for those countries is how to manage those capital inflows as they are likely to create asset bubbles and disrupt economic policy. The IMF does not believe that any kind of crisis could materialize through this risk, but it should not be discounted.

One of the lessons of this crisis is that there is no domestic solution in a globalized economy. Therefore, there need to be globalized solutions. Slow growth in Europe – which represents about 25% of the global economy – cannot be without consequences for Asia. This is especially true for exporting Asia, whose market is mostly in the United States and Europe. So no country can sit back and say that this is not its problem – that it is only concerned about its own economy and that of its neighbors. Nations must have in mind that the globalized economy makes it necessary that they depend on one another.

What is very remarkable is the resilience of the Asian economy

during the crisis. While the financial sector was not hit directly by the subprime problem – most Asian banks did not hold any kind of subprime assets – the economy has been hit by the downturn in the global economy. Part of the reason that the financial sector resisted the crisis so well is because of the cleansing of this sector done during the Asian crisis – even though it was done at a very high cost. It probably could have been done at a lower cost, but the result remains the same. This is true in Korea and in many other Asian countries. These banks navigated the current financial crisis without too many problems and were able to continue financing their recovery.

So, this concludes the first point. The global economy is not totally out of the woods, but the apex of the crisis has passed. There are still problems going forward, depending on which part of the world is examined, but it is clear that the Asian economies have been very resilient. It is obvious today that Asia is leading the recovery, the balance of power has changed, and the share in the global economy of Asian countries will increase in the coming decade.

My second point is that – in looking to the future – the continuing recovery of Asian nations needs to be closely watched. As I mentioned, many believe that this recovery cannot solely rely on exports. The idea is not to say that these nations should export less, but that they may export less in the future because of weaker demand in advanced economies. In this case, a second engine of growth will be needed. Obviously, the idea is that in some countries – primarily the large countries – there will be a shift from a model in which growth was mostly export-led to a model in which growth is fueled by do-

mestic consumption. Of course, this does not mean anything for small economies. Singapore cannot focus on its domestic market, but it is important for nations like China. The idea is certainly not to say that nations like China should back off from globalization to focus on the domestic economy and not be open to the rest of the world. Instead, these nations need to be aware that exports may not be as big as they previously were due to persistent weak growth in some parts of the world. In this case, these nations need to be able to ignite a new engine of growth, and this has to do with developing trade in Asia – especially trade in products that have final consumers in Asia. Much of the trade in Asia is currently in products whose final consumers are outside of Asia. How to establish this new engine depends on the country. In some countries, consumption is obviously the main target, which is the case for China. In most other Asian countries the question is about private investment and building on public investment and infrastructure. All of this means that strategies have to be tailored to the country. However, there are two caveats.

These two caveats have to do with inequalities – inequalities among countries and inequalities within countries. In Asia there are many low income nations, and the question is how to organize a transition from low income levels to emerging country status. That is not a given, and it will not happen by chance. Long ago Korea was a poor country, but it showed that it is possible to make that transition. However, it will not happen alone, and having all of the countries catching up is one of the problems Asia will have to address.

Inequality within nations remains a problem, even if much prog-

ress has been made. There is still a large proportion of poor living in Asia, so creating inclusive growth is an issue that needs to be addressed. When the 4 Asian dragons (Korea, Taiwan, Singapore, and Hong Kong) had high levels of growth it was inclusive growth. However, in the last 10 to 15 years the model has changed. In China, development has not done well in reducing inequalities. If Asia wants to have a smooth path of growth at high levels in the coming decade, these two inequalities need to be addressed, which leads to the third point.

With current rates of post-crisis growth – and what has been achieved before the crisis – the role of Asia in the global economy has changed. The question of how the voice of Asia can be heard is certainly an interesting one. The G20 – which is one of the most important events to take place during the crisis – includes 6 Asian nations, which shows that Asia is well represented. Of course, Korea is chairing the G20 this year, but the G20 is not everything. While it is an important body, and a formal one, it is yet to be seen how it will play out. In the G20 it may be a little easier for Asian to voice its opinion because of Korea's leadership. This is the first time that the G20 – at the level of head of state – will be chaired by an emerging country. It is a huge responsibility, and thus far Korea has handled it very well. I think the agenda which has been created by the Korean authorities is exactly what is needed.

The role of Asia is important and one of the core activities of the G20 – now that the worst of the crisis has passed – is to determine how coordinated growth can take place. Coordination was one of the

main features during the crisis, and now the question is if it will continue after the crisis. To do this the G20 has decided to set up what is called the Mutual Assessment Program (MAP), a framework that the IMF was asked to build. For this, the domestic forecasts which have been proposed by different countries are compiled to find if these domestic forecasts then add up to create a consistent global picture. If the picture is not consistent, the IMF is then tasked with making it more consistent by identifying the primary reasons for the initial inconsistencies. In Toronto, the IMF showed that coordinated action by the G20 members would increase growth by 2.5% over 5 years, which would represent more than 30 million jobs and bring 40 million people out of poverty. That is a goal that the leaders clearly endorsed in Toronto. To try to reach this common goal, the IMF needs to outline clear policies which need to be implemented country by country. It is well-understood that all nations can benefit – that it is a win-win game – if economic policies are coordinated among the G20 members. Again, the role of Asia in this is major. Representing nearly 30% of the global economy, it is impossible to achieve the goal I was mentioning without having the active participation of Asian countries.

My fourth point has to do with renewing the relationship between Asia and the IMF. In an institution like the IMF – the role of which has certainly been enhanced during this crisis – what is the role of Asia? I think it is understood that it is in the interest of Asia to have its say in the global economy, and to renew its relationship with the IMF. It is also in the interest of the IMF, which cannot be a multi-lateral institution dealing with the global economy without dealing di-

rectly with Asia. What does it mean? It means that the IMF needs to engage more – and in different ways – with Asian countries. But it also means that some old devils have to be laid to rest. For instance, I remember the IMF meeting in Hong Kong in 1998 when I was finance minister. There was an elephant in the room that no one wanted to address, and it was the idea – launched by the Japanese – of an Asian Monetary Fund (AMF). I was a young minister at this time, and did not understand exactly what was at stake. People were talking – including the IMF – about this possibility, saying that it was something that needed to be fought against, that there could be only one IMF. As always, when an international institution is built, it takes time. It is now 12 years later, and the Chiang Mai Initiative (CMI) has just arrived, which is possibly the beginning of the AMF.

Contrary to the idea that the IMF should actively oppose this, I think exactly the opposite. Regional arrangements are welcome, and there is no reason why the IMF could not work with regional entities when they exist. The IMF's cooperation with the European Union on the Greek case – which the IMF was happy not to face alone – proves the point. Initially, the Europeans were not happy to deal with the IMF, but finally the conclusion was reached that even if Europe has an organized, deeply integrated economy, it was not able to deal with the Greek case alone. The European Union needed access to the funds of the IMF, as well as experience and expertise that does not exist anywhere else, and finally came to the conclusion that the best way was to organize cooperation between the European Financial Stability Facility (EFSF) and the IMF. In the same way, I see the cooperation between CMI and the IMF to be rather easy, and it is the

right thing to do. In other parts of the world – like Latin America – if another kind of initiative goes in the same direction, I would be very happy to cooperate with them. So this is the kind of old problem that I think must disappear and is disappearing. There are enough current problems that extra problems do not need to be put on the agenda.

One of the current problems is the so-called problem of quota in-voice for Asian countries, which has to do with the representation of Asian countries in the IMF. As the Pittsburgh Communiqué requested, the IMF has committed to shifting 5% of the voting rights from advanced economies to dynamic, emerging economies – from over-represented countries to under-represented countries – by January 2011. I think it will be possible, at the request of the Korean Chairmanship of the G20, to complete it for the Seoul meeting in November. This will be a huge achievement. Clearly, this is not easy – shifting 5% means that some countries must see their voting power reduced. On my desk I have a long list of countries wanting to increase their share, but I have a very short list of countries wanting to decrease their share. The total has to add up to 100%. My only luck in this story is that I am not really in charge of this because it is a question to be handled among the membership. In fact, staff and management of the IMF are working with the membership to try to achieve this, but it is a rather difficult ball game. Nevertheless, I do believe it is possible.

More important than the quotas is to make the board of directors of the IMF more representative. There are 24 members on the board,

but the make-up needs to be reshuffled so that some of the anomalies will be eliminated. Currently, some larger economies are less represented than some smaller economies, which looks very odd. After the reorganization, 12 of the 24 board members will represent the 12 largest economies. It means that the share of Asian countries will increase which is an important step to make Asian nations feel more at home in the IMF.

I believe that the IMF has to become the second home for Asia. In order to feel at home, one needs to have enough room. To have enough room means that some countries, especially European countries, have to relinquish some portion of their voting rights to Asian nations, as well as to Brazil and a few others. It is a difficult deal but I think it can be accomplished. All of this is part of what I call the Daejeon deliverables – three points that resulted from *Asia 21* and need to be accomplished.

First, the analysis of the IMF has to be more useful and more available for Asian countries. This analysis has to do with early warnings – new kinds of early warnings that the IMF is currently constructing – as well as spillover analysis which looks at how events in one country may have consequences for other nations. The IMF also has to focus on producing more even-handed analysis because it has been said by most emerging countries – and I do not care if it is right or wrong but it cannot continue – that the IMF is not as tough with advanced economies as it is with emerging economies. When one sees Greek unions demonstrating in the street, I am not quite sure people can continue to say the same thing. If there is some perception

in Asia that the IMF is not even-handed enough then progress must be made on this. Of course, this has to do with increasing outreach, to repeatedly explain that the IMF is at the service of the member nations via technical assistance, crisis programs, and it always aims to help nations fix problems.

Second – and perhaps most importantly – is building the financial safety net that has been proposed by the Korean authorities. It relies on the idea that the IMF needs to renew its facility tool kit to be more closely related to problems that may occur in the current global economy. We built the Flexible Credit Line (FCL) program during the crisis, which has been very helpful but can be improved. Beyond the FCL, we may need a precautionary credit line for other countries – a set of 40 or 50 countries having rather good policy in place – that could possibly be hit by some form of systemic crisis. On a third level, an idea that has been discussed at length with the Korean authorities is that of a multicultural approach to working with the IMF. This is an important idea that would attempt to counteract the stigma which is still attached to a country dealing with the IMF. When a country comes to the IMF it means that the country has a problem. Having many countries – in the same region for instance – when facing the beginnings of a systemic crisis, approach the IMF and jointly request that the IMF put in place some form of safety net could effectively fight this stigma. This is being worked on, but is not yet completed. In fact, it is far from being completed as it is a difficult discussion within the board of the IMF, but I am confident that it will be done for the G20 meeting in Seoul. Finally, the last deliverable, which I spoke about already and will not elaborate further, has

to do with the quota invoice.

These three deliverables are the agenda which have been established in Daejeon, and to which the IMF is committed for the coming year. If all of these points are accomplished – and they must be accomplished for the Seoul summit – then one year from now it will be possible to say that the relationship between Asian and the IMF has not only changed, but that it has returned to normalcy. Asia – representing nearly one-third of the global economy – will have its voice and its correct representation in this global institution. But the leadership of Asia has to go beyond Korea’s chairmanship of the G20. For most Asian countries the G20 is a very important event, but life will go on after 2010. Thus, preparations need to be made for what will happen in the global economy in the coming 3 or 4 years. In the long term, as Keynes said, we are all dead. So, let’s focus on the coming three or four years. That will be enough.

Questions & Answers

Q Two questions: First, what is the IMF's strategic position towards the European Union, especially towards the financial crises of the so-called PIGS countries – Portugal, Ireland, Greece, and Spain. Is the IMF going to deal with the EU as a block or country by country? Second, do you think Korea's past experience with the IMF will help to solve the PIGS problem? Do you think the same strict conditionalities will be imposed or will the conditionalities vary by country?

A First I would strongly advise you to use the acronym GIPS rather than PIGS. This has become the internationally accepted way of referring to these nations. Moving on, the IMF membership is made up of individual countries and the European Union is not a member of the IMF. While I have nothing against bankers, the IMF is not a commercial bank. So it only assists a country when a request is made. This was the case for Greece, and the same would be true for any other country that may need support.

On the second point, experience from the past is certainly useful. The fact that conditions are necessary when support is given by the IMF is challenged by no one. When the IMF needs to work with a country, in most cases it is because there are things that need to be changed. The conditions are there to ensure that the changes agreed to by the IMF and the government will be implemented. But the experience of the past – particularly during the Asian crisis – is that the IMF tried to fix too many problems at the same time. If you take your car to the mechanic because of a problem with the wheel, you

want the mechanic to fix the wheel. You do not want the mechanic to also tell you that there is a problem with the engine, the steering column, and the windows. You are unable to pay for everything. So countries cannot deal with fixing all of the problems at the same time. With the best intentions, the IMF was trying to work with the countries to fix all of the problems, which is impossible. It makes it politically impossible, economically very difficult, and very painful socially. So the IMF has learned to be more focused on what is absolutely required to fix the problem at hand, and that largely comes from the lessons drawn from the Asian experience. However, the IMF is still the IMF, and that means that there is no way it could deal with a country without conditionalities because what needs to be done has to be done. I think the Greek program is well-adjusted. It is not too tough because it has to be implemented. It will be painful for the Greeks, but it cannot be too painful because then it will not be implemented. On the other hand, it has to be tough enough to address the problem. These kinds of measures and judgments draw heavily on the lessons from the Asian crisis.

Q Is there a chance that emerging economies will set up their own regional safety nets, and if they do, will the IMF support these safety nets?

A As in any institution there is a more conservative element that is reluctant to go forward, and sometimes that is useful because it avoids mistakes made in going too fast. The discussion which is now taking place among the board of the IMF regarding these safety nets is on improving the processes which were put in place. I am con-

fidant this will be delivered. The question is that if it does not happen, is there any solution at the regional level? Well, I said before how much in favor of regional arrangements I am, and I do believe that regional arrangements are very important. However, I do not believe those regional arrangements can work alone. The example of the European Union is an excellent one. There is nothing similar to the European Union in Asia. It took 40 years to build something as integrated as the EU, and even this arrangement was unable to deal with the Greek case alone. So I think there is no chance that regional arrangements will be enough due to the linkages of the global economy. On the other hand, I am not saying that the IMF alone will be enough. That is why the best solution is coordination. Having complementary institutions is the right way to go.

Q Rather than being located in one place, and waiting for a country to come knocking on the door, would it not be much better for the IMF – and the world – to have several locations around the globe? This would do much more to integrate the IMF into the world economy, allow the IMF to see problems before they happen, and allow for greater coordination.

A In a crisis period, the IMF cannot intervene in a country before being asked. Of course, on a day to day basis the IMF tries to be proactive. It carries out its core business – giving policy advice and technical assistance when needed – which flies under the radar because the IMF is only seen in the headlines during times of crisis. Half of the IMF's resources are devoted to building early warning systems, attempting to create a view of what might happen in the event of a crisis, looking at spillovers, etc. So this idea that the IMF

is just a bookkeeper waiting for nations to ask for support is not correct.

Having headquarters in Washington D.C. is clearly not ideal, and it would be much better if the IMF could have regional headquarters. However, in the treaty that established the IMF it clearly states that the headquarters of the IMF must reside in the territory of the largest shareholder. That is why when I was Finance Minister of France I fought strongly for a single chair for the European Union. The EU would have then been the main shareholder, and the headquarters could have been in Paris. But the real question is whether or not the IMF has enough people in direct contact with its members. Certainly, it would be very good for the IMF to have more people in the field. But it is a cost question and a strategy question. With regards to cost, there is a budget and there are budget constraints. It could be said that being too tough on the budget is ridiculous if a crisis can be avoided, and if the gain from avoiding that crisis is much greater than the cost of preventing it.

With regards to strategy, it is also difficult. It is very important for the IMF to be even-handed but also consistent. To be consistent the IMF needs people working together in the headquarters. That is one major difference with the World Bank. The World Bank is much larger than the IMF because the World Bank deals with projects in many different countries, and that requires that people be in the field. However, the IMF could not decentralize – with people meeting together from time to time – because then people may not have the same view of the global economy. So the IMF needs to be centralized.

Nevertheless, it could still have more people in the field. In most countries the government and the IMF representative work very well together, and the authorities are happy to be able to exchange ideas and discuss policy with the IMF representative. So we do need to try to be more present in the field.

Q What is your view on capital controls and the Tobin Tax?

A My view is very pragmatic on this. I previously spoke about large capital inflows, and how those inflows can be very disruptive for a country's economic policy. So what can the country do? The normal answer is to let the currency appreciate, but there is a limit. At some point in time the country may believe the currency to be at an appropriate level, that further appreciation will damage exports, and that this is not advantageous. The country then moves to the second line of defense which is to accumulate reserves and then sterilize those reserves – leaving them unsterilized can create problems with monetary policy. Yet, this cannot be done forever. The question then becomes one of monetary policy. There may also be a third line of defense dealing with prudential rules and the way in which capital markets and stock markets function. However, this also has its own limits. Then, when all the tools have been used, there may still be large capital inflows.

I think countries have to be pragmatic. Capital controls can be useful, but of course there are also drawbacks. It should only be done on a temporary basis, and it should not be expected to solve the

long-term problems. It cannot be a way to hide and avoid making needed structural reforms. But in the short-term, when experiencing capital inflows that are disruptive and may derail economic policy, capital controls are a pragmatic answer that countries cannot reject for only ideological reasons. Eight months ago Brazil decided to put capital controls in place, and they called the IMF. I told Brazil that it was not that I did not like it, but that I did not think it would be effective. Brazil enacted the control, a kind of Tobin Tax, and it was somewhat effective, but only for a very short period of time. That is a demonstration of the pragmatic view I was mentioning. If a policy is effective but has some drawbacks, but those drawbacks are less costly than doing nothing, then the policy should be implemented. If the drawbacks are more costly than the advantages then the policy should not be implemented. It really has to be seen pragmatically. In any case, that kind of policy can only be temporary. When there are prolonged capital inflows structural measures need to be taken.

세계경제와 아시아의 역할*

Dominique Strauss-Kahn

IMF가 대전에서 회의를 개최한 데 이어 서울에서 여러분들을 모시고 말씀드릴 기회를 갖게 되어 매우 기쁘다. ‘아시아21(Asia21)’이라고 명명된 이번 회의에는 아시아의 여러 정부대표와 연구기관, NGO들이 참석하였다. 내 견해로는 이번 회의를 통해서 IMF와 아시아의 관계를 다시 설정하는 기초작업이 성공적으로 시작되었다고 보는데, 솔직히 12년 전 아시아 금융위기에서 비롯된 나쁜 기억 때문에 좋은 관계는 아니었던 것으로 생각한다. 당시에 IMF는 협약에 따라 업무를 수행했지만, 그 방식에 있어서 나쁜 기억과 감정을 남긴 것으로 보인다. 지금은 분명히 반성을 하고 관계 재설정을 시작해야 할 시기이다. 아시아경제가 다시 부상하였으며, 아시아를 고려하지 않고서는 세계경제의 미래를 논할 수 없게 되었다. ‘아시아21’ 회의에서 얻어진 결론을 토대로 너댓가지 사안에 대해 언급하고자 한다.

첫 번째 포인트는 아시아경제의 회복 양상에 관한 것인데, 아시아는 사실상 세계경제 회복을 주도하고 있으며, 다른 나라들과 대조를 이루고 있다. IMF의 견해로는 회복세가 상당히 강력하고 예측보다 빠르게 진행되고 있다. 최근 전망치를 상향조정한 새로운 ‘세계경제전망(World Economic Outlook)’이 지난 주 홍콩에서 발표되었다. 이 발표에 의하면 금년도(2010년) 세계경제 성장률은 4.5%에 이를 것으로 전망되고 있는데 상당히 강세이다. 물론 중요한 문제는 회복의 속도가 지

* 이 글은 2010년 7월 13일 개최된 ‘IGE/Prudential 국제금융특강’ 내용을 녹취하여 번역·정리한 것으로 필자의 개인 의견을 밝혀둔다.

역에 따라서 크게 차이가 난다는 점이다. 아시아나 브라질, 칠레, 페루 등 남미국가들의 상황은 비교적 양호하고, 아프리카도 특히 과거의 경제위기들과 비교해 볼 때 잘하고 있다. 세계경제의 회복과 아프리카경제의 회복 간에는 통상 1년의 시차가 있었는데 그 시차가 사라진 것이다. 아프리카 국가들의 현실을 보면, 비록 소득수준은 낮지만 5~6%의 회복속도를 보임으로써, 아프리카대륙에 희소식이 되고 있다. 미국의 상황은 불확실하다. IMF는 성장률이 3%를 약간 넘을 것으로 예측하고 있지만, 그것이 얼마나 정확할지는 알기 어렵다. IMF의 전망은 다른 전망치들의 평균보다는 낙관적이며, 미국경제의 회복세가 강하여 금년 말이면 드디어 실업률도 감소할 것으로 믿고 있다. 그러나 상당한 불확실성이 존재한다. 세계경제의 성장에 가장 큰 걸림돌은 유럽국가들에게 있으며, 내년과 내후년에도 이들의 성장률이 1~1.5%에 머무를 것으로 IMF는 전망하고 있는데, 이는 실업률을 떨어뜨리기에는 너무나 낮은 수준이다. 이는 또한 유럽국가들이 당분간 어려운 상태에서 벗어나지 못한다는 것을 뜻한다.

이처럼 회복의 속도가 각기 다르기 때문에, 출구전략도 모든 국가가 같을 수는 없다. 처음에 경제위기에 대응하는 방식은 국가 간에 거의 동일했다. 대공황(Great Depression)과 맞먹을 정도로 심각했을 수도 있었던 위기를 피하기 위하여 각국은 거의 IMF가 권고한 경제부양책들을 채택하였기 때문이다. 특히 재정정책 측면에서의 부양책은 전 세계가 거의 유사했다. 그러나 출구전략은 명백히 다른 게임이다. 금년도 평균성장률이 7%인 아시아와 1~1.5%인 유럽의 출구전략은 같을 수가 없다. 그래서 출구전략은 각국의 사정에 맞추어 수정되어야 하고 그것이 바로 지난 토론토 G20회의가 약간 혼선을 빚었던 이유이다. 회의가 끝나고 나서도 여러 가지 부정적 평가가 있었는데, 어떤 국가들은 부양책의 지속을 주장하는 반면, 다른 국가들은 출구전략과 재정건전성을 내세우는 등 합의가 없었다는 것이다. 각국들이 서로 다른 현실에 처해

있었기 때문에 상이한 의견을 갖는 것은 자연스러운 것이 아닐까? 경제정책의 조율이란 모든 국가가 동일한 정책을 시행하는 것을 의미하지는 않는다. 그것은 각국이 채택한 경제정책을 다른 나라와 협의한다는 것을 의미하며, 각국이 처한 상황에 적합하면 되는 것이다.

현재의 경제회복 기조는 취약한데 그것은 하강위험이 상존하고 있기 때문이다. 지금도 더블딥(double dip)침체의 가능성이 논의되고 있다. 그러나 IMF는 더블딥이 오리라고는 믿지 않으며, 기본 시나리오는 경기회복이 지속되는 것이다. 물론 아직도 위험이 도사리고 있으며 단기간에 또 다른 위기가 절대로 오지 않을 것이라고 단언하지는 못한다. IMF는 그런 사태가 일어날 것으로 믿지 않지만 그러한 위험들을 경계할 필요가 있다. 두 가지 큰 위험이 존재한다.

하나는 일부 국가들의 재정상황에 대한 위험이다. 말할 나위 없이 즉각 떠오르는 사례가 그리스이다. 그리스에 대해서는 오늘도 IMF의 협조 하에 EU에서 대책을 논의했다. 오늘 대책이 수립되었고, 나로서는 다른 유럽국가가 그리스와 같은 어려운 상황에 빠져 있다고 믿지는 않지만 시장이 어떻게 반응할지는 아무도 모른다. 두 번째 위험은 신흥시장국가들과 관련이 있다. 세계경제에는 아직도 많은 유동성이 존재하고 동시에 위험감수성향이 다시 높아지고 있다. 물론 대부분의 투자자들은 선진국에 투자하는 것을 꺼려하면서 성장이 빠른 신흥시장국에 초점을 맞추고 있다. 그래서 신흥시장국으로 엄청난 자본이 유입되고 있다. 이 자본이 외국인직접투자(FDI)면 환영할 만하지만 단기투자라면 문제가 많다. 따라서 자산거품을 발생시킬 수도 있고 경제정책을 교란시킬 수 있는 자본유입을 이들 국가가 어떻게 잘 관리 할 수 있는냐 하는 것이 관건이다. IMF로서는 이러한 위험이 경제위기로 현실화 될 것으로 믿지 않지만, 결코 간과되어서는 안 된다.

이번 경제위기에서 얻을 수 있는 교훈 중의 하나는 세계화된 경제 속에서 국내적인 해법은 통하지 않는다는 것이다. 따라서 세계화된 해법이 필요하다. 세계경제의 약 25%를 점유하고 있는 유럽의 저(低)성장으로부터 아시아가 영향을 받지 않을 수 없다. 대부분 유럽시장에 의존하는 수출주도형 아시아국가들에게는 더 절실하다. 따라서 어느 나라도 뒷짐을 지고 이것은 내 문제가 아니라면서 자국과 이웃 나라들의 경제에만 관심을 가지면 된다고 말할 수는 없다. 모든 국가들은 세계화된 경제에서의 상호의존성을 명심해야 한다.

한 가지 매우 주목할 만한 사항은 경제위기 중에 보여준 아시아경제의 강인성(resilience)이다. 아시아 은행들은 대부분 서브프라임 류의 자산을 보유하지 않았기 때문에 금융부문이 서브프라임 문제에 직접적인 타격을 받지 않았지만, 아시아경제는 전 세계적 경제하강으로부터 타격을 받았다. 금번 금융위기에 아시아의 금융산업이 잘 버티어 낸 이유는 지난 아시아 경제위기 시 금융산업을 잘 정비하였기 때문이기도 하다. 비록 엄청난 비용을 지불했었고, 대가를 덜 치루고도 금융산업을 정비할 수 있었을 것이라는 아쉬움도 있지만, 아무튼 결과는 마찬가지이다. 이는 한국과 여러 아시아국가들에게 해당하는 이야기이다. 아시아의 은행들은 별문제 없이 이번 금융위기를 순항하였고 경제회복에 필요한 금융을 공급할 수 있었다.

이러한 것이 첫 번째 포인트의 결론이다. 세계경제가 아직 숲 속에서 완전히 빠져 나온 것은 아니지만, 그래도 위기의 정점은 지나왔다. 어느 나라를 검토해 보느냐에 따라 앞으로든 문제들이 있지만, 아시아경제가 강인하다는 것은 분명하다. 오늘날 아시아가 세계경제 회복을 주도하고 있는 것이 분명하고, 힘의 균형이 바뀌고 있으며, 향후 10년간 세계경제에서 아시아국가들이 차지하는 비중은 더 높아질 것이다.

두 번째 포인트는 미래지향적 시각에서 아시아국가들의 지속적인 회복은 면밀히 점검되어야 한다. 이미 언급한 대로 금번 경기회복은 수출에만 의존할 수 없다는 시각이 많다. 이러한 사고는 아시아국가들이 수출을 줄여야 한다는 것이 아니라 선진국들의 수요약화로 앞으로 수출을 적게 해야 할 상황이 될 수도 있다는 것이다. 이 경우 제2의 성장 엔진이 필요하게 될 것이다. 어떤 나라들, 특히 경제규모가 큰 나라들은 수출주도형 경제모델에서 국내소비가 성장을 이끄는 경제모델로의 전환이 분명히 일어날 것이라는 사고가 등장하고 있다. 물론 소규모 국가에게는 별 의미를 부여하지 않는다. 싱가포르의 국내시장에 초점을 맞출 수 없지만, 중국 같은 나라에게는 매우 의미심장하다. 이러한 새로운 사고는 중국 같은 나라가 국내경제에 주력하기 위하여 세계경제와 담을 쌓고 외부세계에 개방을 하지 말라는 것이 아님은 분명하다. 즉, 세계에는 저성장이 지속되는 국가들도 일부 있기 때문에 옛날처럼 수출규모가 클 수 없음을 인식해야 한다는 의미이다. 이 경우 수출주도형 국가들은 새로운 성장엔진을 점화(點火)해야 하는데, 아시아국가들 간 역내무역을 개발해야 하며, 특히 아시아가 최종소비지가 되는 상품들을 늘려야 한다. 지금의 아시아국가들 간 무역을 보면 최종소비가 아시아 밖인 제품들의 무역이 중심을 이루고 있다. 새로운 성장엔진을 만들어 내는 방법은 국가에 따라 다르다. 중국 같은 국가는 소비가 주요 타겟이 될 것이다. 대부분의 다른 아시아국가들에게는 민간투자과 공공투자 및 인프라 구축이 검토대상이다. 즉, 각국의 사정에 맞게 전략이 짜여져야 한다는 의미이다. 그러나 두 가지 경고사항이 있다.

이 두 가지 경고사항은 불균등과 관련된 것인데, 즉 국가 간 불균등과 국가 내 불균등의 문제이다. 아시아에는 저소득국가들이 있는데, 이들 저소득국가가 어떻게 신흥국가의 지위로 전환을 이루어내느냐 하는 것이 문제이다. 그것은 저절로 주어지지 않고 우연히 이루어지지 않을 것이다. 옛날에 한국은 가난한 나라였지만 전환을 이루는 것이 가

능하다는 것을 보여주었다. 그러나 한 나라의 힘만으로는 안되며, 모든 국가들이 동반자적 발전을 이루어내는 것이 아시아국가들이 다루어야 할 과제 중 하나이다.

경제발전이 이루어져도 국가 내의 불균등 문제는 사라지지 않는다. 아시아에는 아직도 빈곤층의 비중이 높으며, 동반성장의 이슈가 해결되어야 한다. 아시아 4용(한국, 대만, 싱가포르, 홍콩)이 고(高)성장을 하고 있을 때는 동반성장을 이룩했다. 그러나 지난 10~15년간 성장모델이 바뀌었다. 중국도 불균등을 줄이는 데는 성과를 거두지 못하고 있다. 만약 아시아가 앞으로 오는 10년에서도 높은 성장률을 순조롭게 달성하려면 두 가지 불균등 문제를 해결해야 한다. 세 번째 포인트로 가 보겠다.

경제위기 이전에 이룩한 성장과 경제위기 이후의 높은 성장률로 인해 세계경제에서 아시아의 역할은 달라졌다. 아시아의 목소리를 어떻게 청취할 것인가는 흥미로운 문제이다. 경제위기 동안에 있었던 가장 중요한 사건 중의 하나인 G20에 아시아지역에서 6개국이 포함됨으로써 아시아의 위상을 잘 나타내고 있다. 물론 한국이 금년 G20 의장국이긴 하지만 G20이 전부는 아니다. G20이 중요한 회의체이고 공식적인 것이긴 하지만, 앞으로 어떻게 운용될지는 두고 봐야 한다. G20에서는 한국의 지도력이 있기 때문에 아시아의 목소리를 반영하는 것이 다소 손쉬워질 것이다. 신흥국가가 G20 의장국이 된 것은 이번이 처음이다. 따라서 그 책임이 막중하며 지금까지 한국은 잘 해왔다. 내 견해로는 한국 당국이 제시한 의제도 매우 적절한 것이다.

아시아의 역할은 중요하다. 최악의 위기상황을 넘긴 지금의 G20 핵심활동 중 하나는 어떻게 공조적인 성장을 이루어내느냐 하는 것이다. 이번 위기 동안에 실천된 공조는 위기극복의 중요한 특징 중 하나였으

며, 위기 이후에도 과연 이를 지속시켜 나갈 수 있을 지가 주요 관건이다. 이를 위하여 G20은 이른바 상호평가프로그램(MAP: Mutual Assessment Program) 제도를 만들기로 결정하였으며, 그 구축의 책임이 IMF에게 부여되었다. 이를 위하여 각국이 제시한 개별국가의 경제전망이 하나로 취합되며, 이러한 각국별 전망을 합해서 볼 때 과연 일관성 있는 세계경제 그림에 부합하는지가 검토된다. 만약 그 그림이 제대로 맞지 않으면 IMF는 시작단계에서부터 불일치가 발생한 원인을 규명하는 작업을 하게 된다. 토론토 회의에서 IMF는 G20 국가들의 협조적 조치로 향후 5년간 2.5%의 성장률을 추가로 높일 수 있음을 보여주었으며, 이는 3천만 개의 새로운 일자리가 생기고 4천만이 가난에서 탈피할 수 있게 됨을 의미한다. 이것은 지난 토론토 G20회의에서 세계 지도자들이 분명하게 지지한 하나의 목표이기도 하다. 공동의 목표를 달성하자면 IMF가 국가별로 시행되어야 할 정책들을 명백하게 제시하여야 한다. 만약 G20 국가들의 경제정책이 잘 조정이 된다면, 윈-윈(win-win) 게임이 될 것이며 모든 국가들이 이익을 볼 것으로 기대되고 있다. 다시 말하지만 아시아의 역할이 가장 중요하다. 세계경제의 거의 30%를 차지하는 아시아국가들의 적극적인 참여 없이는 내가 언급한 목표가 달성될 수 없을 것이다.

네 번째 포인트는 아시아국가들과 IMF의 관계를 재정립하는 문제이다. 금번 위기기간 중에 IMF의 역할 비중이 확실히 커졌는데, IMF에서 아시아의 역할은 어떤 것일까? 세계경제에서 아시아의 발언권을 높이고 IMF와의 관계도 재정립하는 것이 아시아의 이익에 부합한다고 나는 생각한다. 이는 IMF의 이익에도 부합하는데, 아시아와의 직접적인 교섭 없이는 IMF가 세계경제를 관장하는 다국적기구가 될 수 없을 것이다. 이는 IMF와 아시아국가들이 다양한 방법으로 더 많은 교류가 이루어져야 함을 의미하며, 구시대의 악폐를 치워버려야 함을 의미하기도 한다. 예를 들면, 내가 재무장관이었던 1998년에 홍콩에서 개최된

IMF총회가 생각난다. 당시, 어느 누구도 언급하기를 꺼려하는 방안의 코끼리와 같은 거북스런 존재가 있었는데, 바로 일본이 구상했던 아시아통화기금(AMF: Asian Monetary Fund)이 그것이다. 나는 젊은 장관으로서 어떤 사안이 걸린 것인지를 정확하게 이해하지 못했다. IMF를 포함한 참석자들은 아시아통화기금의 가능성에 대하여, 이를 배격할 필요가 있으며, 하나의 IMF만 존재할 수 있다고 얘기를 했다. 늘 그러하듯이 어떤 국제기구가 만들어지려면 시간이 걸린다. 그로부터 12년이 지난 지금에서야 AMF의 단초가 될 수 있는 치앙마이 이니셔티브(CMI: Chiang Mai Initiative)가 나온 것이다.

IMF가 AMF 설립을 적극적으로 반대해야 한다는 생각에 대하여, 나는 정반대로 생각한다. 지역협정은 반가운 일이며, 지역협력체가 만들어지면 IMF가 이들과 협업하지 못할 이유가 없다. IMF가 혼자서 다루는 것을 꺼려하던 그리스 문제를 EU와 협력한 사례가 이러한 관점의 타당성을 보여준다. 처음에 EU는 IMF와의 공조를 꺼려했지만, 결국에는 아무리 EU가 조직화되고 경제가 통합되었다 하더라도 그리스사태를 EU 혼자 감당할 수 없었다. EU는 IMF의 자금과, 어디에서도 구할 수 없는 IMF의 전문성 및 경험을 필요로 했다. 그래서 결국 EU는 유럽금융안정자금(European Financial Stability Facility)과 IMF 간 협업체제를 구성하는 것이 최선이라는 결론에 도달하였다. 마찬가지로 CMI와 IMF의 협력은 어렵지 않은 문제이며, 또 응당 그렇게 해야 한다고 나는 생각한다. 세계 다른 지역, 즉 라틴아메리카에 그런 조직이 있다면 흔쾌히 그들과도 협력할 것이다. 따라서 지역통화협력기구에 대한 부정적 시각은 구시대의 문제로서 사라져야 하고 또 사라지고 있다. 지금도 현안 문제가 충분히 산적해 있기 때문에 한가한 문제들을 의제에 포함시킬 필요는 없다.

현재 당면한 문제 중의 하나는 이른바 아시아국가들의 지분(quota

invoice)문제인데, 이는 IMF에서 아시아국가들의 대표성과 관련이 있다. 피츠버그에서 개최된 2009년도 G20 정상회의 공동선언문에 의하면, IMF는 2011년 1월까지 선진국에서 역동적인 신흥시장국가로, 또한 과도한 대표성을 가진 국가들에서 과소대표를 가진 국가들로 5%의 투표권을 이양하도록 약속하였다. 나는 G20 의장국인 한국의 요청에 따라 올해 11월에 서울에서 열릴 예정인 G20 정상회의에서 이 문제가 완결될 가능성이 있다고 생각한다. 이는 엄청난 성과가 될 것이다. 5%의 투표권 이양은 특정 국가들의 투표권을 감소시켜야 하기 때문에 분명히 쉽지 않은 일이다. 투표권을 늘려달라는 국가들은 많지만, 줄이겠다는 나라들은 매우 적다. 이것이 100%로 맞아떨어져야 한다. 다행스러운 것은 내가 아니라 회원국들이 다루어야 할 문제라는 것이다. 실제로 IMF의 직원 및 경영진이 이 문제를 해결하기 위하여 회원들과 협력하고 있으며 상당히 어려운 작업이 될 것이다. 그러나 결국은 해결이 가능하리라고 믿는다.

지분문제보다 더 중요한 것은 IMF 이사회의 대표성을 강화하는 것이다. 이사회에 이사가 24명인데 비정상적인 모습이 제거되도록 구성을 바꿀 필요가 있다. 현재는 일부 경제규모가 큰 국가들이 경제규모가 작은 나라보다 대표성이 약한데 이는 매우 비정상이다. 개편이 이루어지면 24명 이사 중 12명은 12대 경제대국을 대표하게 될 것이다. 이렇게 되면 아시아국가들의 몫이 증가되고 아시아국가들의 IMF에 대한 불만을 줄이는 중요한 조치가 될 것이다.

나는 IMF가 아시아에게 제2의 자기집(second home)이 되어야 한다고 믿는다. 편안하게 느끼려면 방이 충분히 있어야 한다. 방을 충분히 제공하려면 어떤 국가들, 특히 유럽국가들이 아시아국가들이나 브라질 등의 국가에게 투표권의 일부를 양보해야 한다. 어려운 일이지만 나는 이루어질 수 있다고 생각한다. 이 모든 것들이 대전에서 개최된 ‘아시아

아21' 회의의 성과물이라 내가 일컫는 것의 일부이며, 특히 이번 회의에서 도출된 3개항은 앞으로 달성해야 할 과제들이다.

첫째는, IMF의 분석이 보다 유용해져야 하고 아시아국가들에게 더욱 손쉽게 제공되어야 한다는 것이다. 여기서 분석이라 함은 IMF가 최근 구축하고 있는 일종의 조기경보체제에 관련된 것인데, 어떤 국가에서 일어난 사건들이 다른 국가들에게 어떻게 파급되는가 하는 분석도 포함된다. 또한 IMF는 보다 공평한 분석을 내놓는데 주력해야 한다. 신흥시장국가들은 IMF가 선진국가들을 분석할 때 자신들보다 덜 신랄하게 다룬다고 얘기하고 있는데, 시시비비를 떠나서 이런 상황이 계속되어서는 안 된다고 나는 생각한다. 그리스의 노조들이 거리에서 데모를 하는 것을 보면, 사람들이 그와 같은 말을 계속 할 수 있을까 하는 생각이 든다. 만약에 아시아국가들 간에 IMF가 불공평하다는 인식이 있다고 하면 시정하도록 노력해야 할 것이다. 두말할 필요도 없이 IMF의 지원활동(outreach)을 증가시켜야 하며, 또 IMF가 기술원조, 위기프로그램 등을 통하여 회원국들에게 봉사하고 있음은 물론 회원국의 문제해결에도 도움을 주고 있다는 것을 지속적으로 설명해야 한다.

둘째는, 아마도 가장 중요한 사항으로서, 한국 당국이 제안한 금융안전망을 구축하는 과제이다. 이는 IMF가 지금의 세계경제에서 일어날 수 있는 문제들에 더욱 적합하도록 자금지원체제를 최신화해야 한다는 생각에 기초하고 있다. 우리는 먼저 위기기간 중에 변동신용라인(FCL)을 도입했는데 매우 유용했지만 개선의 여지가 있다. FCL 이외에, 건실한 경제정책을 채택하고 있음에도 불구하고 특정 형태의 체계적 위험에 피해를 볼 수 있는 40~50개 국가들에 잘 맞는 예방적 신용공급라인이 필요할 수도 있다. 그리고 이미 한국 당국자들과 장시간 논의한 바 있지만, IMF를 상대하는데 있어서 다자적 접근방법을 도입하는 것이다. IMF와 협상하는 국가에는 오명(stigma)이 따라 붙는 현실

에서, 이를 효과적으로 방지하려는 중요한 아이디어이다. 어떤 나라가 IMF에 접근한다는 것은 그 나라에 문제가 있음을 의미한다. 어떤 체계적 위험이 닥쳐올 때, 같은 지역의 여러 나라들이 합동으로 IMF에 접근해서 공동으로 어떤 안전조치를 요구한다면, 한 나라가 낙인 찍히는 상황을 효과적으로 방지할 수 있다. 이 건에 관하여는 작업이 이루어지고 있으나 완결되지 못하였다. IMF 이사회에서 논란이 심하기 때문에 아직 완성되려면 멀었지만, G20 서울회의 시까지는 결과가 나올 것으로 확신한다.

끝으로, 마지막 과제는 IMF의 지분배분과 관련된 것인데 이미 얘기했으므로 더 이상 부연 설명하지 않겠다.

이상의 세가지 과제가 이번 대전회의에서 도출해 낸 사안들이며, IMF도 앞으로 계속 다루어 나가기로 하였다. 여기 제시된 사항이 모두 달성되면, G20 서울정상회의에서 꼭 달성되어야겠지만, 지금부터 1년 후에는 IMF와 아시아국가들과의 관계는 개선되었을 뿐 아니라 정상화되었다고 얘기할 수 있게 될 것이다. 세계경제의 1/3 가까이를 점유하는 아시아는 IMF에서 제 목소리를 갖게 될 것이고 정당한 대표성을 확보하게 될 것이다. 그렇지만 아시아의 지도력은 G20에서 한국의 의장국 이후에도 발휘되어야 한다. 대부분의 아시아국가들에게 G20이 매우 중요한 사건이지만 2010년 이후에도 세상은 지속된다. 따라서 앞으로 3~4년 내에 세계경제에 무슨 일이 일어날지에 대한 대비가 필요하다. 케인즈가 말한 것처럼 장기적으로 보면, 우리는 모두 죽을 것이다. 그러므로 앞으로 3~4년에 초점을 맞추자. 그러면 충분할 것이다.

질의·응답

질문 두 가지 질문이 있다. 첫째로 EU에 대한 IMF의 전략적인 포지션은 어떤 것인가? 특히 최근 포르투갈, 아일랜드, 그리스, 스페인 이른바 PIGS 국가들의 금융위기에 대한 입장은? IMF는 EU를 하나의 집단으로 다루는가 또는 국가별로 다루는가? 둘째로 과거 한국과 IMF 간의 경험이 PIGS 국가들의 문제를 해결하는데 도움이 되리라고 보는가? 한국의 경우처럼 엄격한 조건을 요구할 것인가? 아니면 조건이 나라별로 달라질 수 있는 것인가?

답변 먼저 PIGS란 말보다는 반드시 GIPS라는 약어를 써주시기 바란다. GIPS가 이들 나라를 지칭하는 국제적으로 인정된 약어이다. 본론으로 들어가서 IMF의 회원권은 개별 국가들로 구성되며 EU는 IMF 회원이 아니다. 내가 은행가들에게 나쁜 감정을 가질 이유도 없지만, IMF는 상업적 은행이 아니다. 따라서 요청이 있을 때만 그 국가를 지원할 뿐이다. 그리스의 경우도 그러했고 도움을 원하는 어느 국가에도 마찬가지로 해당된다.

두 번째 질문과 관련하여, 과거의 경험은 분명히 유용하다. IMF의 지원을 받을 때에는 조건이 필요하다는 사실에 대해서 어느 누구도 반대하지 않는다. IMF가 어떤 나라와 작업을 할 필요가 있을 때는, 대부분의 경우 무언가 개혁해야 할 사항이 있기 때문이다. 조건은 IMF와 정부가 바람직한 변화를 가져오기 위해 이행하기로 합의하였기 때문에 있는 것이다. 과거의 경험, 특히 아시아 금융위기 시에는 IMF가 한꺼번에 너무 많은 문제를 고치려 시도하였다. 바퀴에 고장이 나서 자동차를 정비소에 가지고 가면 정비사가 바퀴를 고쳐주기를 원한다. 당신은 정비공이 엔진, 조향장치, 창문에도 문제가 있다고 말하는 것을 듣고 싶지 않을 것이다. 당신은 한꺼번에 모두 고칠 돈이 없다. 따라서 국가

들은 한꺼번에 모든 문제를 고치려는 협상을 하지 않는다. 아무리 좋은 뜻으로 IMF가 각국이 가진 모든 문제를 고치려 해도 그건 불가능하다. 그렇게 하는 것은 정치적으로 불가능하고, 경제적으로 매우 어려우며, 사회적으로 매우 고통스럽다. 그래서 IMF는 당장 절대적으로 고쳐야 할 사안에 대해서만 집중해야 한다는 것을 배웠고, 대부분이 아시아 금융위기 경험에서 배운 교훈이다. 그렇지만 IMF는 역시 IMF일 수 밖에 없으며, 이는 해야 할 일은 해야 되기 때문에 조건 없이는 어떤 국가와도 협상할 수는 없음을 의미한다. 내 견해로는 그리스의 프로그램은 잘 조정되어 있으며, 반드시 시행되어야 하는 것이기 때문에 그리 가혹하지 않다. 그리스인들에게는 고통스러울 수 밖에 없지만, 프로그램이 시행되지 못할 정도로 지나치게 고통스럽게 할 수는 없다. 다른 한편으로는 프로그램이 문제가 해결될 수 있는 수준으로 강력해야만 한다. 이러한 잣대나 판단은 아시아 경제위기의 교훈에 크게 의존하고 있다.

질문 신흥시장국가들이 자체적으로 지역적 안전망을 설립하려 할 가능성이 있나? 만약 그렇다면 IMF는 이러한 지역적 안전망을 지지할 것인가?

답변 어느 기구에서와 마찬가지로 앞으로 나아가기를 꺼려하는 보수적인 요소가 우세하지만, 그것이 때로는 너무 앞서가는 데서 생기는 과오를 피할 수 있기 때문에 유용하기도 하다. 안전망에 대하여 IMF에서 지금 논의되는 것은, 이미 있는 안전망의 운용과정을 개선하는데 있다. 무언가 결과가 나올 것으로 확신한다. 만약 결과가 안 나온다면 지역차원에서의 해법이 있겠느냐 하는 의문이 제기된다. 앞에서 나는 지역협정에 대한 호의적 입장을 언급한 바 있고, 지역협정은 매우 중요하다. 그렇지만 그런 지역협정이 홀로 작동할 수 있을 것으로는 믿지 않는다. EU가 좋은 사례이다. 아시아에는 EU와 비슷한 것이 없다. EU가 통합을 이루는 데는 40년이 걸렸으며, 그러한 지역적 체제임에도 그리

스문제에 단독으로 대처할 수 없었다. 결론적으로, 세계경제는 서로 얽혀있기 때문에 지역협정만으로서 충분할 가능성은 없다고 생각한다. 반면에 IMF가 단독으로 모든 것을 충분히 해낸다고 말하지는 않겠다. 그래서 최선의 해법은 협력이다. 보완적인 기구를 가지는 것이 바른 방향이다.

질문 IMF가 한 곳에만 있으면서, 국가들이 찾아와 노크를 해주기를 기다리기 보다는, 세계 여러 곳에 IMF를 두면 IMF가 더 잘할 수 있지 않을까? 그렇게 하면 IMF가 세계경제에 보다 더 잘 접합될 수 있으며, 문제가 터지기 전에 발견해 낼 수 있고, 조정도 더 잘될 수 있을 것으로 생각된다.

답변 위기대처에 있어서 각국이 요청하기 전에는 IMF가 어느 나라에도 개입할 수는 없다. 물론 매일매일 IMF는 행동지향적이 되려고 노력한다. 필요한 경우 정책자문을 하고 기술지원을 하는 등 핵심업무를 수행해나가고 있는데, IMF는 위기 시에만 헤드라인에 등장하고 평상시에는 레이다에 잡히지 않는다. IMF 자원의 절반은 위기가 발생하면 어떻게 해야 한다든지, 파급효과가 어떤 것이라든지에 대한 대비책을 강구하는 조기경보체제의 구축에 투입되고 있다. 따라서 IMF가 각국이 도움을 청하기를 기다리기만 하는 경리담당자에 불과하다는 생각은 옳지 않다.

워싱턴 D.C.에만 본부를 두는 것은 이상적이지는 않으며 지역본부를 둔다면 더 좋을 것이다. 그렇지만 IMF 설립협정에는 IMF의 최대지분을 가진 국가의 영토 내에 본부를 둔다고 명백하게 규정하고 있다. 내가 프랑스의 재무장관으로 있을 때 EU를 하나의 의석으로 인정해야 한다고 강력하게 싸운 것도 이 때문이었다. 그러면 EU가 최대지분국가 되고 IMF본부는 파리가 될 수 있을 것이다. 그러나 현실적 문제는

IMF가 회원국들과 직접 교류하기에 충분한 인력을 가지고 있느냐 하는 것이다. 분명히 IMF가 현장에 더 많은 인원을 배치한다면 좋겠지만, 비용문제와 전략적 문제가 있다. 비용에 대해서는 예산의 제약이 있다. 경제위기만 피할 수 있고, 위기를 주목하는데 드는 비용보다 회피하는데 따른 이익이 더 크다면, 예산에 대해 지나치게 엄격하게 하는 것은 어리석다고 말할 수도 있겠다.

전략적 측면에서도 어렵다. IMF로서는 공평하면서도 일관성을 유지하는 것이 매우 중요하다. 일관성을 유지하자면 직원들이 본부에서 협업하는 것이 요구된다. 이 점이 세계은행(World Bank)과 다른 점이다. 세계은행은 세계 각국에서 많은 프로젝트를 수행하고 현장에 사람이 필요하기 때문에 IMF보다 훨씬 크다. 그러나 세계경제에 대한 의견이 서로 다를 수도 있기 때문에 수시로 직원들이 회의를 해야 하는 관계로 IMF를 분산시킬 수가 없다. 그래서 IMF는 집중화되어야 한다. 그럼에도 불구하고 현장에 근무하는 직원들도 있다. 대다수 국가에서 정부와 IMF 파견관 간에 협력을 잘하고 있고 정부 당국은 흔쾌히 IMF 파견관과 의견을 교환하고 정책을 토의하고 있다. 그래서 IMF는 현장에 더 많이 주재하려 노력할 필요가 있다.

질문 자본통제와 토빈세(Tobin Tax)에 대해서는 어떻게 생각하는가?

답변 이 사안에 대하여 나는 매우 실용적 견해를 가지고 있다. 조금 전에 대규모 자본유입에 대해서 언급하면서 한 국가의 경제정책을 크게 교란시킬 수도 있다고 했다. 그러면 국가가 어떻게 할 수 있을까? 정상적인 해답은 화폐가 절상되도록 하는 것인데 거기에는 한계가 있다. 한 국가는 특정한 시점에서 통화 가치가 적정수준에 있으며 더 이상의 절상은 수출을 저해하고 유익하지 못하다고 믿을 수 있다. 그 나라

는 두 번째 방어선으로 옮겨가서, 보유고를 쌓고 불태화정책(sterilize)을 사용할 것이다. 그렇지 않으면 통화정책에 문제가 생길 테니까 말이다. 그러나 그것도 영원히 계속할 수는 없다. 그 문제는 결국 통화정책의 문제가 된다. 세 번째 방어선은 건전성 기준을 강화하고 자본시장과 주식시장의 기능을 제한하는 것이다. 그러나 여기에도 한계가 있다. 모든 정책수단이 소진되고 나면 더 많은 자본유입이 일어날 것이다.

나는 각국이 실용적(pragmatic)이어야 한다고 생각한다. 자본통제는 유용하지만 단점도 분명히 있다. 자본통제는 한시적으로 이루어져야 하며, 장기적 문제를 해결할 것으로 기대해서는 안 된다. 자본통제가 필요한 구조적 개혁을 회피하거나 은폐하는 수단이 되어서는 안 된다. 그러나 자본유입으로 경제를 교란하고 경제정책을 망칠 수 있는 단기적인 경우에는, 자본통제도 이념적 이유에서 배격할 수만은 없는 실용적인 해답이 될 수 있다. 8개월 전 브라질이 자본통제 도입을 결정하면서 IMF의 의견을 물어왔다. 나는 브라질 정부에게 자본통제를 좋아하지 않아서가 아니라 그것이 효과적이지 아니라는 견해를 얘기해주었다. 브라질은 일종의 토빈세인 자본통제를 도입했는데 어느 정도 효과를 보았지만 매우 단기간의 효험이 있었을 뿐이다. 내가 실용적 견해를 가졌다는 사례로 제시해 보았다. 어떤 정책이 효과적이면서 동시에 단점이 있다면, 그러나 아무 것도 하지 않는 것보다는 단점의 비용이 더 적다면, 그 정책은 도입되어야 한다. 반대로 단점의 비용이 이점보다 크다면 도입하지 말아야 한다. 진정으로 실용적인 견지에서 보아야 한다. 어떤 경우에도 그런 류의 정책은 한시적이어야 한다. 지속적인 자본유입이 발생한다면 구조적인 조치가 도입되어야 한다.

부 록

《세계경제연구원 발간자료 목록》

1. Occasional Paper Series

| | | |
|-------|-------------------------------|----------------------|
| 00-01 | 한미관계: 현황 및 향후 전망 | Stephen W. Bosworth |
| 00-02 | 글로벌 뉴 이코노미: 도전과 한국의 활로 | 양 수 길 |
| 00-03 | 금융감독의 세계적 조류 | 이 용 근 |
| 00-04 | 성장하는 아시아와 침체 속의 일본 | Kenneth S. Courtis |
| 00-05 | 세계금융체제의 미래와 우리의 대응 | Morris Goldstein |
| 00-06 | 시애틀 이후의 WTO와 한·미 FTA 전망 | Jeffrey Schott / 최인범 |
| 00-07 | 다자간 국제경제기구의 미래와 전망 | Anne O. Krueger |
| 00-08 | 남북한 관계: 현황과 전망 | Marcus Noland |
| 00-09 | Knowledge 시대의 외국인 직접투자 유치 | Andrew Fraser |
| 00-10 | 미국 新행정부 및 의회의 대외·경제 정책방향 | C. Fred Bergsten |
| 01-01 | 2001년 미국, 일본경제와 아시아 | Kenneth S. Courtis |
| 01-02 | 부시행정부의 對韓경제정책과 한국의 대응 | Marcus Noland |
| 01-03 | 3C를 극복하자 | Jeffrey D. Jones |
| 01-04 | 하이테크와 비즈니스, 그리고 세계경제 | John Naisbitt |
| 01-05 | 한국과 IMF | Stanley Fischer |
| 01-06 | 한국경제의 향후 10년 | Dominic Barton |
| 01-07 | 세계 달러본위제도와 동아시아 환율딜레마 | Ronald McKinnon |
| 01-08 | 新국제질서 속의 유럽과 한국 | Pierre Jacquet |
| 02-01 | 금융위기 再發, 어떻게 막나. 칠레의 경험을 중심으로 | Carlos Massad |
| 02-02 | 세계경제의 기회와 위험 | Martin Wolf |
| 02-03 | 미·일 경제현황과 한국의 대응 | Marcus Noland |
| 02-04 | 미국경제와 세계경제: 회복가능성과 위험 | Allen Sinai |

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

| | | |
|-------|-----------------------------|--------------------|
| 05-07 | 중국과 인도가 세계경제에 미치는 영향 | Wendy Dobson |
| 05-08 | 동아시아와 아·태지역 경제통합 | Robert Scollay |
| 06-01 | 고유가와 세계경제의 앞날 | Philip K. Verleger |
| 06-02 | 2006년 미국경제/세계경제와 금융시장 전망 | Allen Sinai |
| 06-03 | 한-미 FTA : 지속성장의 활로 | Alexander Vershbow |
| 06-04 | 일본의 대외경제정책과 한-일 FTA | Oshima Shotaro |
| 06-05 | 일본 경제회생과 한국경제 | Fukagawa Yukiko |
| 06-06 | 세계 M&A시장 현황과 전망 : 우리의 대응 | Robert F. Bruner |
| 07-01 | 한-미관계 : 새로운 동반자 시대를 지향하며 | Edwin J. Feulner |
| 07-02 | 통일 이후 독일 경제침체의 교훈 | Juergen B. Donges |
| 07-03 | 2007년 세계경제와 금융시장의 지각변동 | Allen Sinai |
| 07-04 | 급변하는 세계 경제환경, 어떻게 대처해야 하나 | Angel Gurria |
| 07-05 | 동아시아 FTA 가능한가? : 중국의 시각 | Zhang Yunling |
| 07-06 | 구조적 변화 맞고 있는 세계석유시장과 한국 | Fereidun Fesharaki |
| 07-07 | 변모하는 세계경제와 한국 | Anne O. Krueger |
| 07-08 | 되살아나는 일본경제 : 전망과 과제 | Fukagawa Yukiko |
| 07-09 | 디지털 네트워크 경제와 글로벌 기업 전략 | Ben Verwaayen |
| 07-10 | 한-미 FTA : 미국의 시각 | Jeffrey Schott |
| 07-11 | 한-미 FTA와 한국경제의 미래 | Barry Eichengreen |
| 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 |
| 09-01 | 2009년 한국 경제와 세계 및 아시아 경제 전망 | Subir Lall |

| | | |
|-------|----------------------------------|---------------------|
| 09-02 | 혼란과 전환기의 경쟁력 강화: 과제와 전망 | Deborah Wince-Smith |
| 09-03 | 위기 속의 미국 및 세계 경제와 금융: 전망과 정책대응 | Allen Sinai |
| 09-04 | 미국 오바마 행정부의 통상정책 | Jeffrey Schott |
| 09-05 | 하강하는 세계경제와 케인지언 정책처방의 실효성 | Justin Yifu Lin |
| 10-01 | 새로운 세계질서 속에 변화하는 EU: 한국의 기회는? | Jean-Pierre Lehmann |
| 10-02 | 위기 이후 미국 및 세계경제 전망, 그리고 유산과 정책과제 | Allen Sinai |

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 종 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 끝난 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 | 지하철과업과 다시 보는 노조전임자 문제 | 김 수 곤 |
| 99-03 | 금융구조조정과 중소기업금융 | 박 준 경 |
| 99-04 | 21세기를 향한 환경정책과제 | 김 종 기 |
| 99-05 | 소득분배 문제의 실상과 대응방향 | 김 광 석 |
| 00-01 | 2000년 경제전망 및 향후 과제 | 김 준 경 |
| 00-02 | 세계금융체제에 관한 논의, 어떻게 되고 있나 | 사공 일 |
| 00-03 | 아시아 금융위기와 한국경제의 미래 | 사공 일 |
| 00-04 | 高비용 低능률 구조의 부활 | 이 중 윤 |
| 00-05 | 아시아 경제회복, 지속될 것인가? | 사공 일 |
| 00-06 | 국제경제환경과 한국경제 | 조 윤 제 |
| 00-07 | 기업경영 감시를 위한 기관투자자의 역할 | 이 재 응 |
| 00-08 | 미국의 구조조정 경험과 교훈 | 이 영 세 |
| 01-01 | 한국산업의 경쟁력 위기와 향후 진로 | 김 도 훈 |
| 01-02 | 주 5일 근무제 도입 신중해야 | 박 영 범 |

3. 연구보고서 (세계경제 시리즈)

| | | |
|-------|----------------------------------|-----------|
| 94-01 | UR 이후 아·태경제협력의 과제와 한국의 선택 | 유 재 원 |
| 94-02 | 환경-무역관계가 한국 무역에 미치는 영향 | 김승진 / 나성린 |
| 94-03 | 円高에 따른 일본의 산업구조조정과 한국경제의 대응 | 이 중 윤 |
| 94-04 | 개방화에 따른 기업정책의 방향 | 김 종 석 |
| 95-01 | 국내 외국인직접투자 현황과 정책대응 | 주한광 / 김승진 |
| 95-02 | 비즈니스 리엔지니어링 기업: 한·일 기업의 수영가능성 비교 | 이 재 규 |
| 95-03 | WTO 체제와 우리의 대응 | 김 지 흥 |

| | | |
|-------|---|-----------------|
| 96-01 | 국내선물시장에 대한 구상과 전망 | 이 선 |
| 96-02 | 일본산업의 네트워크구조와 그 효율성 | 이 중 윤 |
| 97-01 | 루마니아의 경제현황과 주요개혁과제 | 김광석 / 김병주 / 고일동 |
| 98-01 | 우리경제의 成長要因과 成長潛在力 展望 | 김 광 석 |
| 98-02 | 한국과 ASEAN諸國間 무역구조의 변화추이와 대응방향 | 김 승 진 |
| 98-03 | The Global Trading System: Challenges Ahead | |
| | Wan-Soon Kim / Nakgyoon Choi | |
| 98-04 | 정보화의 세계적 추세와 우리의 대응방안 | 박 중 국 |
| 00-01 | Financial Crisis and Industry Policy in Korea | |
| | Young Sae Lee / 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. Hunn |
| 98-01 | 범 세계적 기업과 다자간 투자협정 | Edward M. Graham |
| 98-02 | 변화속의 안정: 새로운 한·미 관계의 모색 | W. Anthony Lake |
| 98-03 | 한국: 동북아의 새로운 협력중심으로 | Donald P. Gregg |
| 98-04 | 경제적 측면에서 본 독일 통일의 교훈 | Juergen B. Donges |
| 98-05 | 세계화와 종족화-20세기 말의 딜레마 | Guy Sorman |
| 99-01 | 북한의 정치·경제상황과 동북아 안보 | Marcus Noland |
| 99-02 | 엔-달러 환율과 국제금융시장 | Kenneth S. Courtis |
| 99-03 | 한국과 아시아 경제: 전망과 정책대응 | Donald Johnston / Hubert Neiss |
| 99-04 | 미국과 일본 경제의 비교 평가 | Hugh T. Patrick |
| 99-05 | 세계경제: 도전과 전망 | Rudiger Dornbusch |
| 00-01 | 금융세계화, 어떻게 대처하나 | James P. Rooney |
| 00-02 | 2000년 국제금융 및 신흥시장 전망 | Charles Dallara / Robert Hormats |

5. 전문가 진단

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

6. 기타 보고서

- The Global Economy and Korea 사공 일 編
- The Multilateral Trading and Financial System 사공 일 編
- Major Issues for the Global Trade and Financial System 사공 일 編
- 탈냉전시대 韓美 정치·경제협력관계 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
- 새로운 韓美 협력체제의 모색 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
- 세계화시대의 英美관계 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
- 한반도 통일 및 韓美 관계의 현황과 과제 사공 일 編
- International Next Generation Leaders' Foun(I) 세계경제연구원 編
- International Next Generation Leaders' Foun(II) 세계경제연구원 編
- International Next Generation Leaders' Foun(III) 세계경제연구원 編
- International Next Generation Leaders' Foun(IV) 세계경제연구원 編
- 세계반도체산업의 발전전망과 한국의 대응전략 세계경제연구원 編
- 한국의 금융개혁 세계경제연구원 編
- Policy Priorities for the Unified Korean Economy 사공 일 / 김광석 編
- The Fifty Year of the GATT/WTO: Past Performance and Future Challenges 사공 일 / 김광석 編
- 아시아 금융위기의 원인과 대책 사공 일 / 구영훈 編
- 아시아 금융위기와 한·미관계 세계경제연구원 編
- For Better Tomorrow: Asia-Europe Partnership in the 21st Century ASEM Vision Group
- 제6차 한·미 21세기 위원회 보고서 세계경제연구원 編
- 동북아시아포럼 2000 세계경제연구원 編
- Reforming the International Financial Architecture: Emerging Market Perspectives 사공 일 / 왕윤중
- 세계 자유무역 의제를 위한 여건조성 세계경제연구원 編
- Rebuilding the International Financial Architecture (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 Robert C. Pozen / Jeffrey R. Shafer
- Lessons from the Recent Global Financial Crisis: Its Implications for the World and Korea 세계경제연구원 編

• 2009 IGE/Prudential International Finance Lecture

Danny Leipziger / Anne O. Krueger

• 2009 IGE/삼성전자 Global Business Forum

Guy Sorman / Jeffrey J. Schott

• G-20 Reform Initiatives: Implications for the Future of Financial Regulation

세계경제연구원 編

• 2010 IGE/삼성전자 Global Business Forum

Yukiko Fukagawa / Danny Leipziger

• 2010 IGE/Prudential International Finance Lecture

Mark Mobius / Dominique Strauss-Kahn

**2010 IGE/Prudential
International Finance Lecture**

2010년 9월 6일 인쇄

2010년 9월 10일 발행

발행인 남종현

발행 세계경제연구원

서울시 강남구 삼성동 159

무역센터 2505호

인쇄 오름시스템(주) 2273-7011

ISBN 978-89-86828-66-5

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>



푸르덴셜생명의 파워브랜드는?

푸르덴셜생명의 파워브랜드는 사람입니다 1위를 만드는 사람들, 라이프플래너®

보험은 고객과의 약속이며, 함부로 팔 수 없습니다

불안전 판매비율 업계 최저 (출처: 한기대 2010년 7월 1일 보도기사, 2010년 3월 설계사 채널 기준)

보험은 고객의 인생을 끝까지 지켜야 하는 의무입니다

우수인증설계사 비율 3년 연속 1위 (출처: 금융감독원 2010년 6월 28일 보도자료, 2010년 3월 기준)

고객의 든든한 동반자가 되기 위해 항상 노력해야 합니다

MDRT 등록 설계사 비율 1위, 중신회원 비율 1위 (출처: MDRT협회 5월 말일자 산출 통계, 2009년 12월 말 기준)

푸르덴셜생명의 자부심, 남녀라이프플래너®를 모집합니다

• 자격대상: 정규 4년제 대졸자로서 직장 경력 2년 이상 •모집문의: 푸르덴셜생명 CS센터 1588-3374

*라이프플래너® (Life Planner)는 푸르덴셜생명 및 계열회사, 그 지회사 고유의 공식등록 상표로서 고객의 재정인정계획을 설계하는 생명보험 전문가 그룹을 지칭합니다

푸르덴셜생명은 난치병 아동들의 소원을 이뤄주는 '한국메이크어워시재단'을 후원하고 있습니다

푸르덴셜생명



Prudential

GE 세계경제연구원
Institute for Global Economics

서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505호
TEL : (02) 551-3334/7, FAX : (02) 551-3339
E-mail : igenet@igenet.com
(Website)http://www.igenet.com



정가 10,000원