

Proceedings

International Finance Conference  
November 10-11, 2009, Seoul, Korea



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

G-20 개혁과제:  
향후 금융감독 및 규제방향



 세계경제연구원  
Institute for Global Economics

 국제통화기금  
International Monetary Fund

후원  신한은행  
SHINHAN BANK





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

G-20 개혁과제:  
향후 금융감독 및 규제방향





---

## 머리말

지난 2008년 9월만 해도 거의 1930년대 대공황(The Great Depression)을 답습할 것으로 우려되었던 글로벌 경제위기가 2009년 상반기를 지나면서 크게 진정되어 현재에는 경기 대침체(The Great Recession) 정도로 끝날 공산이 커졌다. 이는 무엇보다 2008년 11월에 시작하여 지금까지 3차례에 걸쳐서 개최된 G-20 정상회의의 역할에 기인하는 바 크다. 이들 정상회의를 통해서 신속하게 경기부양을 위한 정책공조가 합의되어 과감하게 실천에 옮겨졌을 뿐만 아니라, 또 보호주의에 대한 유혹도 억제될 수 있었던 것이다.

하지만 G-20 국가들은 아직도 이번 위기를 불러온 가장 근본적인 원인, 즉 취약한 금융규제제도의 개혁에는 쉽게 접근하지 못하고 있다. 워낙 문제의 복잡성이 넓고 깊기 때문이다. 이 문제는 올해 6월 캐나다에서, 그리고 11월에는 한국에서 개최될 예정인 G-20 정상회의에서 여타 의제인 글로벌 불균형, 출구전략, 그리고 지속 가능한 성장 정책 등과 더불어 가장 중요한 의제로 다루어질 전망이다.

이에 저희 세계경제연구원(IGE)은 신한은행의 후원을 받아 국제통화기금(IMF)과 공동으로 “G-20 개혁과제: 향후 금융감독 및 규제방향”을 주제로 하여 지난 2009년 11월 10~11일 양일간 서울에서 국제금융컨퍼런스를 개최하였고, 이 보고서는 그 결과를 종합정리하고 또 한글 번역판도 함께 엮어서 만든 것이다. 이번 컨퍼런스에서는 특히 각 주제에 관한 세계적 전문가들이 참여하여 가장 앞선 정보 및 견해를 제시하고 있기 때문에 정책담당자들은 물론 금융기관종사자, 그리고 학계의 관련 전문가들에게도 매우 유익한 참고자료가 될 것으로

보인다.

이 보고서는 크게 4부분으로 구성되어 있다. 첫째 부분에는 기초연설과 특별강연이 포함되어 있고, 둘째 부분에는 ‘시스템 리스크 규제(System Risk Regulation)’란 소주제와 관련하여 3개의 논문이, 셋째 부분에는 ‘국가리스크 관리(Managing Cross-Border Risks)’란 소주제와 관련하여 3개의 논문이 각각 수록되어 있으며, 마지막 넷째 부분에서는 ‘출구전략과 도전과제(The Challenge of Unwinding Policy Interventions During the Crisis)’를 주제로 한 지정토론(Panel Discussion)의 내용이 수록되어 있다.

독자들의 이해를 돕기 위해서 발표된 내용들에 대해서 간단히 소개를 하고자 한다. 먼저 개회사를 통해서 이백순 신한은행 은행장은, 현재 예상을 뛰어 넘어 급속하게 안정을 되찾아가는 세계경제를 볼 때 앞으로 G-20 정상회의의 관심은 위기극복에서부터 또 다시 올지도 모르는 위기를 미연에 방지하는 쪽으로 이전될 것이며, 그 결과로 앞으로의 금융환경은 과거와는 사뭇 다른 “New Normal(새로운 기준)”이 출현할 것임을 지적하고 이번 IGE/IMF회의는 이에 대한 실마리를 제공하는 계기가 되었으면 하는 기대를 표명하였다.

기조연설은 현재 미국 피터슨국제경제연구소(Peterson Institute for International Economics)의 선임연구위원으로 재직 중인 Edwin M. Truman 박사가 “세계 경제 · 금융 위기가 주는 교훈”이란 주제로 하였는데, 그는 최근까지 미국 재무부 국제담당 차관보로 근무하였으며 지난 2009년 4월 런던에서 개최되었던 G-20 정상회의를 전후하여 미 재무부 자문관으로 위촉되어 금융개혁과 관련된 문제에 대해서 자문한 바 있다. 그는 기조연설을 통해서 먼저 이번 위기를 촉발하게 된

요인으로, (i) 거시경제의 실패, (ii) 금융감독과 규제정책의 실패, (iii) 금융 엔지니어링상의 실수, 그리고 (iv) 대형 민간금융기관의 불건전성 등에 대한 신중한 분석을 제공하고 있으며, 그 중 가장 중요한 요인으로 (i)과 (ii)를 지목하고 있다.

그는 또 앞으로 G-20 정상회의에서 금융규제개혁과 관련하여 중요한 쟁점이 될 수 있는 두 가지 사항에 대해서 깊이 있는 분석과 아울러 대처방안을 제시하고 있는데, 하나는 거시건전성(macroprudence) 정책에 관한 것이고, 다른 하나는 파산시키기에는 너무나 큰 (too big to fail) 금융기관에 관한 것이다. 그는 거시건전성 정책과 관련하여, 지금까지는 금융감독정책이 거시경제에 미치는 영향을 강조하는 반면 거시경제정책이 금융기관 및 금융시스템에 미치는 영향을 소홀히 다룬 측면이 있어 이를 바로 잡아야 할 것임을 강조하고 있다. 그리고 소위 대마불사(too big to fail)에 대한 대처방안으로는, (i) 금융기관의 규모에 대한 높은 관심, (ii) 특정활동에 대한 규제와 제한, (iii) 감독범위의 확장, 그리고 (iv) 시스템상 중요한 금융기관에 대한 정리제도 마련 등을 제시하고 있다.

특별강연은 현재 IMF 통화자본시장국 국장으로 있는 José Viñals 박사가 “최근 금융위기와 규제·감독당국의 대응”이란 주제로 하였는데, 그는 IMF에 오기 전에 스페인 중앙은행에서 부총재로 근무한 바 있다. 그는 강연을 통해서 최근 금융위기와 관련하여 주요국들이 얻은 교훈이 무엇인지 그것이 바로 개혁의제가 될 것임을 지적하고 있는데, 즉, (i) 은행들로 하여금 보다 높은 품질의 자본을 확보하도록 하고, (ii) 비은행 금융기관에 대해서도 위험도에 따라 규제와 감독의 범위를 확대하고, (iii) 은행은 물론 금융시스템 전반의 경기순응성(procyclicality) 문제를 고려하고, (iv) 각종 금융기관에 대한 정보의 효율적 공개를 촉

진하고, 그리고 (v) 초국경적 규제와 감독 및 효율적 정리제도의 도입 등이 바로 그것이다.

그는 또 경제위기에 당면하여 비록 비슷한 금융 및 규제 체도를 갖고 있는 나라라 하더라도 어떤 나라는 다른 나라보다 왜 타격이 적은가를 묻고, 그 답을 감독의 품질에서 찾고 있다. 특히, 감독관들의 경험과 자질, 능력, 그리고 운영상의 자주성과 지원제도 등의 중요성을 강조하고 있다. 끝으로 그는 세계적으로 위기관리의 기본 틀을 강화하기 위해서 IMF가 현재 검토하고 있는 몇 가지 사안들을 소개하고 있는데, 그것은 (i) 세계적 안정성에 영향을 줄 수 있는 각국의 거시경제를 평가하는 IMF의 업무 검토, (ii) 외환비축의 필요성과 세계적 불균형 문제를 해소하는데 IMF가 도움이 될 수 있는지의 평가, (iii) G-20 회원국들의 정책을 평가해 달라는 G-20 제안의 수용여부, 그리고 (iv) G-20가 합의하고 제안한 IMF 거버넌스 개혁업무의 추진 등을 포함하고 있다.

‘시스템 리스크 규제’와 관련하여 발표된 3편의 논문 중 첫번째 논문은 “누가 시스템 리스크를 규제할 것인가?”란 제목으로 현재 아시아개발은행연구원 원장으로 재직 중인 Masahiro Kawai 박사가 발표하였다. 그는 이 논문에서 시스템 리스크 규제의 최선의 방법은 불안정성의 원천을 찾아내 미연에 위기를 방지하자는 것이라고 주장하고, 여러 가지 형태의 규제기구에 대해서 장단점을 검토한 후 ‘협의회’ 방식을 가장 현실적인 방안으로 제시하고 있다. 구체적으로, 중앙은행, 금융규제 및 감독 당국, 그리고 재무부가 참여하여 강력한 실무팀의 지원을 받아 정보교환은 물론 정책공조를 할 수 있는 프레임워크를 만들게 하고 여기에 폭넓은 예방업무를 맡길 수 있다는 것이다. 그는 현재 미국, 일본, 그리고 영국이 이러한 협의회 형식으로 가려하고 있



다면서, 국가 차원에서 가칭 ‘시스템 안정성 규제협의회’를 창설할 것을 제안하고 있다.

두 번째 논문은 현재 IMF 통화자본시장국 국장보로 재직 중에 있는 Barry Johnston 박사가 “시스템상으로 중요한 기관, 시장, 금융상품을 어떻게 정의할 것인가?”란 제목으로 발표하였는데, 그는 여기서 시스템상 위험이란 무엇인지 또, 위험의 범주는 무엇인지에 대해서 상세히 설명하고, 시스템상 중요성을 띠는 기관, 시장 및 상품을 분별해내고 평가하기 위해서 어떤 기준을 사용할지에 대해서 검토하고 있다. 그의 설문조사에 의하면 이들 금융기관, 시장 및 상품의 규모와 상호연관성, 그리고 이들이 제공하는 서비스의 대체가능성의 여부가 중요한 기준으로 나타났다. 그는 또 시스템상 중요성을 측정할 때 고려하여야 할 중요한 사항들을 순위별로 제시하고 있는데, 여기서는 부채비율, 유동성, 만기불일치, 복잡성 지수, 그리고 정리제도와 같은 제도적 틀의 존재여부를 들고 있다. 그 밖에 시스템상 중요기관을 식별하는데 도움이 될만한 최근의 모델도 소개하고 있다. 끝으로, 그는 이번 금융위기를 통해서 제도권 밖의 비금융시스템에 의한 피해가 막심하였음을 지적하고, 시스템상 중요성을 평가할 때 규제대상의 기관뿐 아니라 규제 밖의 기관들도 살펴볼 필요가 있음을 강조하고 있다.

세 번째 논문은 현재 금융감독원 부원장으로 재직 중에 있는 이장영 박사가 “시스템 리스크 규제: 경기순응성, 레버리지, 그리고 자본부담금”이란 제목으로 발표하였는데, 그는 여기서 최근의 세계적 금융위기를 계기로 크게 부각된 시스템 리스크를 어떻게 완화해 나갈 수 있는지에 대해서 논의하고 있다. 그는 먼저 이러한 문제들에 대해서 바젤은행감독위원회와 G-20가 어떻게 접근하고 있는지 소개한 후 이들 문제들이 안고 있는 본질적인 문제에 대해서 언급하고 있다. 우선

경기순응성에 대한 대책으로 고려되고 있는 경기역행적 자본버퍼제도의 문제점을 상세히 평가하고 있으며 한국 금융감독원의 견해도 밝히고 있다. 그는 또 금융위기가 시스템 전체로 파급되는 효과를 줄이기 위해서 부채비율을 하나의 규제도구로 사용할 경우의 실효성을 심도 있게 논의하고 있으며, 그 밖에 시스템상 중요한 은행들을 식별하기 위한 투명한 기준 마련, 그리고 공동감시단이 민감한 정보를 공유할 수 있도록 감독 당국간의 긴밀한 협조 등이 절실하게 필요함을 강조하고 있다.

이어서 ‘국가리스크 관리’란 소주제와 관련하여 3편의 논문이 발표되었는데, 첫 번째 논문은 “국제공동감독단의 구성 및 역할”이란 제목으로 최근에 캐나다 금융감독원 원장을 역임한 John Palmer 박사가 발표하였는데, 그는 여기서 최근 금융위기를 통해서 그 취약성이 여실히 드러난 감독기능 중 특히 초국경적 금융그룹에 대한 감독을 강화할 수 있는 공동감독단(supervisory colleges)의 문제점과 개선방안을 다루고 있다. 그는 먼저 공동감독단이란 무엇이며 그것이 왜 필요한지를 상세히 설명한 후, 최근 G-20가 금융안정위원회(FSB)에 공동감독단의 설립과 활동에 대한 제안을 요구하여 FSB가 지난 2009년 9월 G-20에 보고한 내용에 대해서도 언급하고 있다. 그는 공동감독단이 성공하기 위해서는 초국경 금융기업들에 대한 기업전략, 재정상태, 규제상황, 리스크 노출과 관리 그리고 지불능력 등에 대한 분석능력이 중요하지만, 감독단 구성원 간의 협력을 담보하기 위해서 신뢰를 구축하는 것이 무엇보다 중요하다는 것을 강조하고 있다.

두 번째 논문은 현재 IMF 통화자본시장국 자문관으로 근무하고 있는 Luis Cortavarria-Checkley 박사가 “국제은행거래의 위기관리체제”란 제목으로 발표하였다. 이 논문을 통해서 그는 먼저 초국경(cross-

border) 뱅킹과 관련된 3가지 주요 이슈를 다루고 있는데, (i) 왜 은행들은 해외로 진출하는가? (ii) 초국경 은행들의 파산 시 이의 정리상의 문제점은 무엇인가?, 그리고 (iii) 금융국제화와 더불어 발생할 수 있는 초국경 위기에 대한 예방 및 해결방안은 무엇인가? 등이 바로 그것이다. 이러한 이슈들에 대해서 아직은 초보단계에 있긴 하지만 나름대로 심도 있는 분석과 함께 그가 생각하고 있는 답을 제시하고 있다. 흥미해 볼 가치가 있는 것으로 보인다.

세 번째 논문은 “외자흐름의 변동성을 어떻게 순화할 것인가?”란 제목으로 현재 한국은행 금융경제연구원 원장으로 근무하는 김경수 박사가 발표하였다. 그는 이 논문에서 경기순응적 자본이동에 따른 거품의 확대와 붕괴, 그리고 자본의 유출과 경기침체의 순환과정을 설명하고, 이러한 위기에 대응하기 위하여 그동안 신흥국들이 채택한 여러 가지 정책들을 이번 금융위기의 경험에 비추어 그 실효성을 평가하고 있으며 또 향후 정책방향도 제시하고 있다. 위기대응책으로 사용된 주요정책 중 외환보유고의 축적, 자본이동에 대한 직접규제, 그리고 금융기관의 외환건전성규제 등은 모두 나름대로의 한계점과 부작용을 갖고 있는 것으로 평가되었다. 따라서 성공적인 위기대응을 위해서는 좀 더 포괄적인 조치들이 필요한 바, 그는 (i) 위험비용을 내재화시켜 은행들 스스로 부담토록 하고, (ii) 금융시스템 전반의 위험요소를 완화하기 위한 거시건전성규제를 강화하고, 그리고 (iii) 국제적 자본이동의 위험을 줄이기 위한 국제공조체제를 구축할 것 등을 강력히 주장하고 있다.

이 보고서는 마지막으로 “출구전략과 도전과제”를 주제로 한 지정토론(Panel Discussion)의 결과를 담고 있다. 토론의 진행을 맡은 서강대학교 국제대학원 조윤제 원장은 토론에 앞서 몇 가지 쟁점사항을

제시하고 있는데, 즉 그는 토론자들에게 (i) 세계경제의 회복전망과 도전과제, (ii) 이번 경제위기 시 한국을 포함한 주요국들이 취한 정책대응에 대한 평가, (iii) 출구전략의 적정시기와 국제공조 문제, (iv) 그리고 2010년 11월에 개최될 G-20 정상회의에서 다루어져야 할 의제 등의 사안에 대해서 중점적으로 토론해 줄 것을 주문하였다.

위의 사안들 중 첫 번째와 두 번째 사안과 관련해서는, 비록 고용 및 금융 부문이 다소 불안한 모습을 보이고 있지만 세계경제가 점차 안정되어 가고 있고, 이번 위기에 대응하기 위해서 G-20 주요국들이 선택한 정책대응과 공조 또한 성공적인 것이었다는 점에 대해서 모든 토론자들이 대체로 공감하였다. 하지만, 출구전략과 차기 G-20 정상회의 의제와 관련해서는 토론자들 간에 다소 다른 의견들이 제시되었고, G-20 정상회의 의장국으로서 한국의 역할에 대해서는 모두가 높은 기대감을 나타냈다.

첫 번째 토론자로 나선 현오석 한국개발연구원 원장은 출구전략과 관련하여, 위기 중에 시행된 모든 정책들이 출구전략의 대상인만큼 출구전략을 단일 일정표에 따라 실행에 옮기기는 어려울 것으로 보았다. 그러나 한 나라의 정책기조 변화는 무역과 금융 채널을 통해 다른 나라에 큰 영향을 주기 때문에 출구전략을 집행하는 과정에서 어느 정도의 국제적 공조는 필요한 것으로 보고 있다. G-20 정상회의 의제와 관련해서는 거시경제적 안정과 금융개혁을 최우선 과제로 꼽았으며, 국제적 불균형 축소, 지속가능한 성장엔진과 일자리 창출을 지원하기 위한 구조개혁, 그리고 도하라운드의 완성 등을 주요 의제로 제시하였다.

두 번째 토론자인 Barry Johnston IMF 통화자본시장국 국장보는

출구시기를 결정함에 있어서 경기회복세의 지속여부를 보아야 하지만, 부양책을 해소할 때 재정부양책과 통화부양책의 시기가 서로 다를 수도 있으며, 이 경우 재정부양책은 시간이 지날수록 풀기가 어렵기 때문에 통화부양책보다는 재정부양책 중단을 먼저 검토하라고 조언하고 있다. 그러나, 통화부양책이 너무 오래 지속되면 자산가격 버블을 만들어 낼 위험이 있음도 지적하고 있다. 그리고 차기 G-20 정상회의 의제와 관련해서는 정책공조(policy coordination) 문제와 금융규제 구조(financial regulatory architecture)를 강화하자는 제안이 추진력을 얻도록 하는 것이 가장 중요하다고 주장하였다.

박원암 홍익대 교수는 세 번째 토론에서 출구전략과 관련하여, 한국 경제의 경우 빠른 회복전망이 나오면서 막대한 경기순응적 자본유입이 이루어지고 있기 때문에 통화정책에 어려움을 겪고 있음을 지적한 후, 재정 및 통화문제보다는 환율정책과 내수정책이 출구전략의 주요 쟁점이 되어야 한다고 주장했다. 또한 G-20 정상회의에서도 신흥시장 입장에서 자본유입 문제가 가장 중요한 의제 중 하나가 되어야 한다고 주장하고, 변동스러운 국제자본이동에 대한 토빈세(Tobin's tax) 부과문제도 주 의제로 제시하였다.

네 번째 토론자인 노대래 기획재정부 차관보는 경기회복이 굳건해진 후 출구전략을 실시해야 한다고 하면서, 경기회복이 확실해질 때까지 강력한 정책대응을 유지한다는 것이 피츠버그 G-20 정상회의의 공약임을 지적하였다. 한국의 출구전략과 관련해서는, 경기회복이 힘을 얻고는 있지만 민간부문 자력에 의한 경기회복의 탄력이 여전히 약하고 불확실성이 지배하고 있기 때문에 아직 때가 이르다고 했다. G-20 정상회의의 주요 의제로는 위기 이후 세계경영, 그리고 지속적인 회복과 성장잠재력 증진을 위한 정책공조 등이 중요하다고 주장하였다.

마지막 토론자로 나선 Richard Dobbs 맥킨지글로벌연구소(MGI) 소장은 먼저 현재는 물론 앞으로 세계경제가 당면하게 될 장기적인 문제들을 비교적 상세하게 검토하고 있는데, 그는 여기서 (i) 지속가능한 경제성장을 위한 생산성 증대문제, (ii) 경제위기로 크게 불어난 부채 축소문제, (iii) 손실된 부의 회복문제, (iv) 매우 부진한 신흥국들의 소비증대 문제, 그리고 (v) 달러화의 기축통화 문제 등을 거론하고 있으며, 이러한 장기적인 문제들은 이번 위기보다 훨씬 더 중요한 문제들을 지적하고 있다. 그렇기 때문에 G-20와 같이 위기에 대처하기 위해서 만들어진 기구는 이번 경제위기의 근원인 금융규제 및 감독문제 등을 다루어야 하지만 앞으로는 좀 더 장기적인 문제들을 다룰 수 있는 기구로 새롭게 자리매김되어야 한다고 주장했다.

아무쪼록 이 보고서가 곧 다가오는 G-20 정상회의를 준비하는 관계자는 물론 금융개혁을 준비하는 세계 모든 나라의 관계자들, 그리고 금융산업 종사자들에게 도움이 되었으면 하는 바람이다. 이번 컨퍼런스를 위해서 물심양면으로 지원을 아끼지 않으신 신한금융지주회사 신상훈 사장님과 신한은행 이백순 은행장님을 비롯한 여러 임직원들께 다시 한 번 깊은 감사를 드린다.

2010년 2월

세계경제연구원  
원장 남 중 현

---

## 차 례

머 리 말	3
<b>Opening Remarks</b>	17
<i>Baek Soon Lee</i>	
<b>Keynote Address: Lessons from Global Economic and Financial Crisis</b>	21
<i>Edwin (Ted) M. Truman</i>	
<b>Lessons Learned from Regulatory and Supervisory Responses to the Crisis</b>	43
<i>José Viñals</i>	
<b>I. Systemic Risk Regulation</b>	
<b>Who Should Regulate Systemic Risk?</b>	61
<i>Masahiro Kawai</i>	
<b>Defining Systemically Important Institutions, Markets, and Instruments</b>	71
<i>Barry Johnston</i>	
<b>Regulating Systemic Risk: Procyclicality, Leverage, and Capital Surcharges</b>	81
<i>Jang Yung Lee</i>	

## **II. Managing Cross-Border Risks**

### **Making Supervisory Colleges Work** 91

*John Palmer*

### **Cross-border Banking and Frameworks for Crisis Management and Resolution** 105

*Luis Cortavarria-Checkley*

### **How to Throw Sand in the Wheels of Foreign Capital Flows: Regulation, Institutional Building or Bail-out?** 117

*Kyung Soo Kim*

### **Panel Discussion: The Challenge of Unwinding Policy Interventions During the Crisis** 131

*Barry Johnston*

*Oh-Seok Hyun*

*Dae-Lae Noh*

*Richard Dobbs*

*Won-Am Park*

### **〈Appendix〉**

### **Guest Speaker** 169

*Il SaKong*

*Dong Soo Chin*

### **Program** 179



## 번역문

- 개 회 사 185  
이 백 순
- 기조연설: 세계경제 · 금융위기가 주는 교훈 189  
*Edwin (Ted) M. Truman*
- 최근 금융위기와 규제 · 감독당국의 대응 209  
*José Viñals*
- I. 시스템 리스크 규제**
- 누가 시스템 리스크를 규제할 것인가? 225  
*Masahiro Kawai*
- 시스템상으로 중요한 기관, 시장, 금융상품을 어떻게 정의할  
것인가? 235  
*Barry Johnston*
- 시스템 리스크 규제: 경기순응성, 레버리지, 그리고  
자본부담금 243  
이 장 영
- II. 국가리스크 관리**
- 국제공동감독단의 구성 및 역할 251  
*John Palmer*

국제은행거래의 위기관리체제 <i>Luis Cortavarria-Checkley</i>	263
외자흐름의 변동성을 어떻게 순화할 것인가: 규제, 제도, 구제금융? 김 경 수	273
지정토론: 출구전략과 도전과제 <i>Barry Johnston</i> 현 오 석 노 대 래 <i>Richard Dobbs</i> 박 원 암	285
〈부 록〉	
특별연설 사 공 일 진 동 수	317
프로그램	325

# Opening Remarks

*Baek Soon Lee\**

Good morning, Ladies and Gentlemen.

It is a pleasure to stand here before you this morning at the International Conference organized by IGE and IMF. It is an honor for Shinhan Financial Group and Shinhan Bank to partake in this conference. Also, I would like to take this opportunity to welcome all the distinguished panelists and speakers.

Certainly, a lot has happened since last time the IGE conference was held here in November of 2008. At that time, we seemed certain to be heading into the second Great Depression. But, to the surprise of many, the world economy is rapidly stabilizing this year.

One thing many of the pessimists have overlooked is that we are living in a much more interconnected world than during the 1930's. This crisis could not be solved independently from individual nation's perspective, rather a truly global coordinated response had to be mounted.

World leaders clearly recognized the scope and depth of the problem at hand, and came up with a solution to bring about cooperation

---

\* President & CEO, Shinhan Bank

between developed nations and emerging economies around the world. The G-8 was enlarged and transformed into G-20, which includes such nations as India, Brazil, China and Korea. Because of their joint monetary and fiscal response to the crisis, the world economy appears to have passed through the trough of the economic cycle.

Throughout it all, the G-20 proved itself to be a viable medium for discussing and coordinating economic collaboration on a global scale. As the world economy gradually recovers from the slowdown, the focus of the G-20 is shifting from overcoming the crisis to setting up procedures for preventing the repeat of the same mistakes in the future.

Consequently, there seems to be a settling trend of shoring up of capital, toughening up of oversight standards, and reviewing of employee compensation schemes for global financial institutions at the moment. Such a trend is certain to be a precursor to the post crisis regulatory regime that would be established through international discussions.

While it remains to be seen, the new financial landscape emerging after the global financial crisis is certain to be laden with more regulation and changes heretofore inexperienced. We will all be living under the “New Normal” conditions of the financial world. But, in the transformational process, every participant should be coming together to find a new balance under which a positive role of the financial industry would be restored.

We should all try to devise ways to limit the excesses of the past, and at the same time, come up with solutions not to hamper creative innovations in the financial industry. I cannot find a better opportunity to start discussions and exchange relevant ideas for financial regulatory reforms than the conference we are attending here today. I also believe the results of the conference will open up ways for constructive developments in the financial industry around the world.

Given the fact that Korea will host the G-20 Summit in the fall of 2010, we could not have chosen a better location for such a discussion.

I feel we owe our thanks to IGE, Chairman Pyung-Joo Kim, and President Chong-Hyun Nam for providing such an opportunity. I hope today's conference proves to be an insightful experience for all and hope to see you again next year.

Thank you.



**Keynote Address:**  
**Lessons from Global Economic and  
Financial Crisis\***

*Edwin M. Truman\*\**

My most recent visit to Seoul was in December of last year. The global economy faced its most serious threat since the Great Depression. For many countries, the threat was larger than the one eight decades ago. Fortunately, the contours of international economic and financial cooperation were better this time. We have been through a serious crisis, but authorities around the world have acted cooperatively and forcefully to address common problems in an unprecedented manner.

The challenge today is to sustain that cooperation and to learn and apply the lessons of the crisis. Over the next year, the government of the Republic of Korea, as host to the G-20 ministers, governors, and leaders, and the International Monetary Fund, as the premier in-

---

\* In drafting these remarks, I have benefitted from comments from my former colleagues Edward Ettin and Larry Promisel and my current colleagues Morris Goldstein and Steve Weisman. However, none of them should be held responsible for the views expressed.

\*\* Senior Fellow, Peterson Institute for International Economics / former Assistant Secretary of the US Treasury.

stitution of international monetary cooperation, will play crucial roles in shaping answers to that challenge. I am delighted to appear with José Viñals to assist via my participation in this conference.

It is an axiom of sound macroeconomic policymaking and analysis that policy should not be guided by looking in the rearview window. On the other hand, it is also essential to draw the right lessons from the past to inform future policies. Unfortunately, agreeing upon those lessons is easier said than done because there is, at best, a limited consensus on the causes of the economic and financial crisis of 2007~2009. There is no paucity of candidates. Many of them are plausible, and any reasonable narrative would include more than one causal factor. However, we lack sufficient information to discriminate among the many different narratives and to assign weights to their component parts. Thus, we are hampered in our discourse by the absence of a shared diagnosis of the origins of the crisis.

In my remarks this morning, I will first provide my own perspective on the factors contributing to the crisis. I will then turn my attention to two major issues in financial regulatory reform: construction of a framework of robust macroprudential policies and establishment of an approach to financial institutions that are too big to fail.

On the first, I argue that the framework for macroprudential policies should include equal parts of improved policies of supervision and regulation as they impact the performance of the macroeconomy and of improved macroeconomic policies as they impact the financial



system. At present, the discussion is too skewed toward prudential policies and their macroeconomic effects and away from macroeconomic policies and their effects on the prudential environment.

On the second, I argue that the too-big-to-fail problem is not amenable to a single silver-bullet solution. In the United States and other countries, we need a combination of approaches involving concern for the size of institutions, regulatory limitations on certain activities of financial institutions, expansion of the perimeter of supervision, and an effective resolution mechanism for all systemically important financial institutions.

On both of these global issues, cooperation and mutual understanding are essential to achieving significant progress — even if in different jurisdictions differences of emphasis remain.

## **Causes of the Crisis**

The candidate causes of the economic and financial crisis of 2007~2009 fall into four broad categories: (1) macroeconomic failures, which have three subcategories: monetary and fiscal policies, global imbalances, and housing booms; (2) failures of financial-sector supervision and regulatory policies and practices, which have innumerable subcategories; (3) excesses of poorly understood innovations in financial engineering, which have several subcategories: subprime mortgages, credit default swaps, and new forms of securitization to name a few; (4) excesses, or imprudence, on the part of large private finan-

cial institutions, in particular those with a global reach.

What consensus there is now on the causes of the crisis emphasizes the second category (failures of financial-sector supervision and regulation) and to a lesser extent on the third category (financial engineering gone bad). In my narrative, I lean against the wind of this early consensus and give more weight to macroeconomic policy failures in the United States and similarly situated countries.

In the United States, fiscal policy contributed to a decline in the US saving rate, and monetary policy was too easy for too long. In Japan the mix of monetary and fiscal policies distorted the global economy and financial system. Thus, monetary policy in Japan also was too easy for too long. Many other countries had very easy monetary policies, including other Asian countries, energy and commodity exporters, the United Kingdom, Switzerland, and — in terms of real interest rates — a number of countries within the euro area.

The policies of many countries, including Korea, resulted in the accumulation of impressive amounts of foreign exchange reserves. Those policies contributed to the emergence of global imbalances and distorted the international adjustment process. The recycled reserves took some pressure off of the macroeconomic policies in the United States and other countries. However, the phenomenon of global imbalances did not, in my view, play a significant role in causing the recent economic and financial crisis. Instead, the imbalances and the crisis were jointly caused by flaws in the design and implementation of macroeconomic policies around the world and by the resulting

global credit boom. The expansion of credit, some would say leverage, fueled housing booms in the United States and elsewhere as well as increases in the prices of equities and many other manifestations of financial excess.

Financial-sector supervision and regulation, or the lack thereof, did play a role in the crisis. But the sins of omission and commission were committed over several decades, not primarily during the past 10 years. Moreover, without the benign economic and financial conditions that prevailed in the wake of the dot-com boom, and the associated belief that “this time it is different,” the crisis would have taken a different form. Benign conditions lead to lax lending and credit standards, just as the night follows the day. In principle, financial-sector supervision could have helped to curb the excesses, but it did not do so in the United States or in many other countries.

New forms of financial engineering were part of the story, but innovations have been a feature of domestic and international finance for decades. In many cases, the associated innovations were poorly understood, resulting in a failure of risk recognition, which is a necessary precondition for good risk management. Financial engineering helped to distort incentives facing financial institutions and contributed to the market dynamics that intensified the crisis once it was underway, but financial innovation did not cause the crisis.

Finally, the large private financial institutions, in particular those with a global reach, deserve special mention. They were the center of the financial crisis, and many of them failed *de facto* if not *de*

jure. However, the institutions did not fail because they had multiple national supervisors and thereby escaped appropriate supervision. Size was a problem, and along with complexity led to some decisions to rescue particular institutions in whole or in part, but the global scope of the operations of these institutions was not a major contributing factor to the crisis per se. Each individual case was different, but in general the institutions became overextended. Their management was lulled into the belief that benign economic and financial conditions would continue forever, or at least until they could cover their positions. A large number of them were wrong.

Thus, the two major categories of causes of the global financial crisis of 2007~2009 were failures in macroeconomic policies and in financial supervision and regulation. The former category has received insufficient attention. However, this assessment is not inconsistent with the view that there were structural flaws in national and global financial regulatory and supervisory systems that should be corrected. Those flaws had been building for years and now should be addressed. It may well be that a crisis of this magnitude was necessary to uncover those flaws. History suggests that is normally the case.

You now have my narrative. You may or may not agree with it, but at least you know my point of departure. In the remainder of my remarks, I will discuss two of the many issues that have surfaced in this crisis and are relevant to the G-20 financial regulatory reform agenda: the design of appropriate macroprudential policies and the too-big-to-fail problem. Both topics are important. My concern is that

the collective authorities, as well as those of us on the sidelines offering free advice, may not be framing these issues correctly.

## **Macroprudential Policies**

For many, the term “macroprudential policies” is the new catchphrase spawned by the crisis. In my view, there is no consensus about the meaning of that phrase. As a result, the revised prudential framework under construction may well be flawed.

I define macroprudential policies as, first, policies affecting financial institutions and the financial system that have implications for the macroeconomy and as, second, policies affecting the macroeconomy that have implications for financial institutions and the financial system. This is my definition, and as far as I can determine there is no commonly accepted definition of macroprudential policies. However, most definitions I have seen emphasize the link between supervisory policies and their effects on the macroeconomy and leave out the reciprocal relationship.<sup>1)</sup>

---

1) The term macroprudential policies can be traced to the establishment in 1971 of the Eurocurrency Standing Committee of central bank representatives at the Bank for International Settlements. It is now called the Committee on the Global Financial System. Its updated mandate was approved by the G-10 central bank governors in February 1999. That mandate includes among its three objectives: “To seek to identify and assess potential sources of stress in the global financial environment through a regular and systematic monitoring of developments in financial markets and systems, including through an evaluation of macroeconomic

Consistent with the alternative, dominant narrative of the causes of the crisis, which stresses failures of financial sector supervision and regulation, most of the current discussion of macroprudential policies does not emphasize the two-way interaction of macroprudential policies. Instead, the focus is on the identification of systemic risks in the financial system itself under the heading of macroprudential regulation, or supervision and regulation.

Those risks are of two types: (1) large financial institutions whose activities, or the cessation of whose activities, could endanger the stability of the financial system; or (2) the activities of financial institutions that in combination could endanger the stability of the financial system. Those two types of systemic risk may, in turn, endanger the stability of the macroeconomy though this is not always the case. Thus, the causation may go from financial institutions and the financial system to the jobs, growth, and prosperity. But the reciprocal role of macroeconomic policies in impacting financial institutions is largely ignored. My point is not to deny the former causation. However, consistent with my preferred narrative about the global economic and financial crisis, I believe that the causation runs both ways.<sup>2)</sup>

---

developments.” (Emphasis added.) The full mandate is available at [www.bis.org](http://www.bis.org).

2) As Tobias Adrian and Hyun Song Shin put it in the last line of their recent paper on the crisis, “Monetary policy and policies toward financial stability are therefore two sides of the same coin.” *Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy*, paper delivered at the 2009 Federal Reserve Bank of Kansas City Conference at Jackson Hole. Available at [www.kansascityfed.org](http://www.kansascityfed.org).

What do I have in mind when I speak of macroeconomic policies? At the level of national economies, one example of macroprudential policies running from macroeconomic policies to the financial system is the debate about asset price bubbles. This example nicely illustrates some of the underlying analytical and philosophical issues.

Monetary policy purists argue that monetary policy should be focused narrowly on the stability of prices of goods and services and, thereby, maximize growth and employment over time. They argue that central bankers cannot easily identify asset price bubbles except after the fact and that even if they could identify bubbles, the use of interest rate policies to prick such bubbles would do more harm than good, distracting their attention from price stability. (They also argue that with one instrument — a policy interest rate — a central bank can achieve only one objective. However, in economic policy there are always more objectives than independent instruments. Policy is about tradeoffs.)

In light of developments during the past decade, the monetary policy purists now somewhat defensively advocate the use of other instruments, in particular supervisory and regulatory instruments, to influence the behavior of financial institutions and markets so that markets are less likely to produce asset price bubbles and contribute to other systemic risks. I say “somewhat defensively” because most, but not all, of the proposed new instruments implicitly accept the view that asset price bubbles can be identified or that there are similar market phenomena that are deserving of supervisory attention at the macro level. There are some exceptions, such as counter-cyclical pro-

visioning, but that is largely an untested policy instrument. Do not get me wrong, I favor using all instruments that are effective, but I include monetary policy among them.

The debate about the identification and pricking of asset price bubbles as a source of systemic risk largely misses the point. Focusing on bubbles allows people to argue whether bubbles exist and can be identified *ex ante*. My central point is that monetary policy, indexed by a short-term policy interest rate, may fuel a process that generates a credit boom. We do not necessarily know whether such a credit boom will manifest itself in a bubble somewhere, but we do know that credit booms occur and that their adverse consequences for the real economy can be severe when they bust.<sup>3)</sup> My view is not novel. William White has been preaching it for years.<sup>4)</sup> The staff the International Monetary Fund addressed the issue in its latest *World Economic Outlook*.<sup>5)</sup>

---

3) This view of the role of monetary policy is associated with Claudio Borio and his colleagues at the Bank for International Settlement, among others. See Claudio Borio. 2009. *Implementing the Macroprudential Approach to Financial Regulation and Supervision*. Banque de France Financial Stability Review. September. Available at [www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr). See also other papers at [www.bis.org](http://www.bis.org). Those papers include *The Systemic Importance of Financial Institutions*, which argues that large institutions generate more than proportional systemic risks. It is relevant to my second topic of Too Big to Fail (TBTF).

4) See William R. White. 2005. *Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stability Framework?* Kiel Economic Papers 2. September. See also William R. White. 2009. *Should Monetary Policy “Lean or Clean”?* That is the Question.

5) International Monetary Fund. 2009. *Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations*. Chapter 3 in *The World Economic Outlook*. September.



The objective is to limit the procyclicality of monetary policy on the upside. The challenge is to come up with indicators to help guide monetary policy in leaning against the wind of credit booms while not insisting that central banks identify in advance where the booms might manifest themselves in the economy and financial system.

In this context, consider a second example taken primarily from the domestic economic policy context. During the recent boom, central bankers from time to time expressed concerns about the underpricing of risk. However, they generally did not draw, or at least act upon, the obvious, relevant inference: the underpricing of risk has something to do with the level of, and expectations about, the policy interest rate.

It is true that we do not have robust empirical applications of theories of the term structure of interest rates or credit risk premiums. However, we do observe that increases in policy interest rates normally raise both term premiums and risk premiums. Of course, this link does not hold in all circumstances, and the relationships are complex, multidimensional, and imprecise. (Some of the analytical issues involved are connected with debates about the role of global imbalances in fueling the global economic and financial crisis. For example, did the large US current account deficit that was easily financed, though with a declining dollar, abnormally depress US long-term interest rates when the Federal Reserve was raising the federal funds rate? My answer is no.) I do not mean to suggest that the

economics profession has all the answers to these questions. I do mean to suggest that the consideration of such metrics could increase our understanding of monetary policy and its potential effects on the stability of the financial system.

These issues are important not only for national economic policy-makers and their citizens, but also at the global level. The pricing of risk, which includes country risk and sovereign risk, is relevant at the global level. The ready availability of credit also has an international dimension. For example, in the wake of this global economic and financial crisis, we again hear about the “addiction to foreign finance” by private and official borrowers. This addiction, it is argued, leads to an increase in foreign borrowing without regard to the macroeconomic implications for the borrowing country, including effects on domestic interest rates, exchange rates, other asset prices, and the aggregate flow of credit to the economy.

These debates, at the global level, have revived attention to capital account issues, in general, and about the use and effectiveness of policy tools to limit some or all capital flows, in particular. This is a manifestation of macroprudential policies running from macroeconomic policies to the financial system and back again.

More broadly, the macro in macroprudential policies involves not just the behavior of national economies but also the overall performance of the global economy. In the period before the outbreak of the crisis in the summer of 2007, and for some months thereafter, the performance of the global economy was “too good to be true.”

Policymakers in national governments, officials in international institutions, and leaders of private financial institutions knew that they were headed for a bust. They knew that the sweet music would stop, but in the words of Citigroup's Chuck Prince "as long as the music is playing, you've got to get up and dance."

As a result, there was a collective failure to sound an appropriate macroeconomic alarm, including about the overheating of the world economy. The generally benign conditions continued to fuel an unsustainable boom in private financial markets and in the global economy, including commodity prices. Who is to say that if we had better insights at the macroeconomic level, the ultimate consequences for financial systems and real economies would have been improved, but the consequences could hardly have been worse.

All countries have an interest in getting the framework and content of macroprudential policies right. Special responsibility for doing so lies with the G-20 countries, individually and collectively, and with the international institutions, such as the IMF and the Financial Stability Board. To date, the two-way interdependence of macroeconomic policies and supervisory policies in their effects on the aggregate economy is largely missing from discussions about macroprudential policies. Macro prudential policies are too much about the prudential and its impact on the macro rather than the macro and its impact on the prudential. This disconnect should be rectified. It is central to the case for central banks to have a major role in both aspects of macro-prudential policies.

## **Too Big To Fail**

Whether to use public money to rescue financial firms because they are too big, too complex, or too interconnected to be allowed to fail is not a new issue. However, in the financial and economic crisis of the last year and a half, the number and nature of such rescues in sophisticated financial markets and systems has dramatically increased the salience of the issue. It is summarized by the initials “TBTF,” or “too big to fail.” Precedents have been set. There is an understandable desire to limit the application of those precedents.

TBTF is not peculiarly a US issue. TBTF is a global issue as I will try to explain in a moment. First, however, I will consider the TBTF debate in the United States. The US Congress is considering remedies to impose limits on TBTF for the future. Each remedy comes with costs or with problems. No silver bullet will solve this problem. A combination of steps will be required. The TBTF issue in the US context is, first, a political issue. Citizens and their representatives see as unfair the “bailouts,” or rescues, of large financial institutions using financial resources that ultimately are provided by the taxpayers. They see Wall Street being bailed out by Main Street.

Taxpayers see little or no benefit to them of the rescues. For better or worse, they do not appreciate the adverse implications of financial market problems for the real economy. It is not enough that most shareholders of troubled institutions lose their stakes, many well-paid employees are laid off, and senior managers are fired. The wrongdoers should feel more pain. Whether taxpayers have assessed the net

benefits correctly is beside the point. (This attitude on the part of US taxpayers is similar to US taxpayer attitudes, for example, toward the assistance that was provided to the Korean government in 1997~1998 to help it meet its obligations to domestic and foreign banks.)

Certainly, going forward, the status quo prior to the crisis is not a viable option not only because of taxpayer revolt but also because of moral hazard considerations that were highlighted and exacerbated by government actions in the crisis. The impacts on the behavior of institutions that are not allowed to fail, or the behavior of their management, are more important than the issue of the cost of bailouts and who bears those costs. Size is just one ingredient in this calculus; the more important ingredient is the lack of the potential to fail. Moral hazard surely will affect behavior in the future even if it did not do so in the past.

If governments are expected to protect private institutions from failure, market discipline will be undermined along with what Schumpeter referred to as the desirable process of creative destruction. Competition is distorted. Capital is misallocated. Poor risk management or, if you like, the taking of excessive risk is rewarded. Losses are socialized. This is where the taxpayers come in, but those losses are only part of the equation. Implicitly or explicitly, governments are injected into the management of financial institutions. This changes the rules of the game. One result is a more concentrated structure of financial entities, more prone to take excessive risk and with little evidence of societal benefits, such as increased efficiency, lower costs, or greater availability of credit.

In the United States, remedies for the TBTF problem fall into four categories of proposals: (1) break up the systemically important institutions so that individually they are not too big and the consequences of any failure are eliminated; (2) separate riskier activities into unrelated institutions whose failure will not have the same direct adverse consequences for the economy and the financial system; (3) employ a combination of regulatory modifications that either discourage excessive risk-taking or establish cushions against its consequences; and (4) establish a special resolution mechanism so that the failure of systemically important financial institutions can be managed to minimize the damage to the financial system and economy without the need for a governmental rescue.

Each of these remedies has its merits and supporters, but also its problems and detractors.

The problems with the first category of remedies — the breakup approach — are several. This approach involves more than downsizing institutions by reducing their workforces and selling some of their businesses, as is being done in many countries with and without the encouragement of governments. This approach fully applied involves breaking up institutions into unique entities with their own shareholders and managements and capping their absolute size. We do not know enough to say how small is small, however, or which individual institutions could fail without adverse systemic consequences, in part, because those consequences depend on the circumstances at the time.

Moreover, if one large institution is broken up into, say, 5 or 25 smaller institutions, one can ask if the system really would be better off. If each of the smaller institutions follows the same or very similar investment strategies, known as herding, and has similar risk management policies, they may all experience similar stresses and losses. (Recall, in my discussion of macroprudential policies, the prudential case for aggregating similar risks in individual institutions.) The systemic effects of letting all similarly situated institutions fail could be nearly the same as the systemic effects of letting the one large institution fail. It is possible that institutions would not herd or that their smaller reduced size would limit some scope for excessive risk taking, but that is a conjecture — not an established fact.

The empirical evidence on the economies of scale and scope in very large financial institutions is at best ambiguous. However, even if there are no economies of scale in the behemoth size range, which I am willing to believe, we also know that today 4 of the 10 largest global financial institutions by market capitalization are chartered in China. These government-owned institutions are by their construction TBTF. Unless their size and status is altered, they would be in a position to distort global competition even if they and their home country do not benefit from economies of scale and scope. One of the major global economic problems with TBTF would remain.

My conclusion is that the break-up approach to TBTF does not have much to recommend it. Many large institutions probably should be encouraged to shrink, but the economic case for breaking them up is not sufficiently strong to overcome the opposing political and prac-

tical realities.

The problems with the second category of remedies — separating out riskier activities — are also several. Which activities are too risky? There is no consensus. Should the list of such activities be fixed for all time? Almost certainly, it should not be. In any case, what about institutions outside the perimeter of supervision which are, or become, large and interconnected? By ignoring them, we are merely relocating the TBTF problem and potentially making it worse, at least for the taxpayers, because what in effect may be institutional cross-subsidies in universal banks no longer would be available. One answer is to extend the perimeter of regulation and supervision in order to deal with regulatory arbitrage, the phenomenon of institutions seeking out the least onerous regulator. This answer brings us back to where we started.

My conclusion is that the separation approach to TBTF is an incomplete answer. On the other hand, regulatory modifications, such as capital charges on larger institutions based in part on the nature of their lines of business, and perhaps their size, should be used to rebalance incentives within large institutions away from an excessive concentration on riskier activities.

The problems with the third category of remedies — enhanced supervision and regulation — are again multiple. One example is the technical problem of designing retooled capital structures. Basel II, the revised set of international banking regulations promulgated in 2004, was more than a decade in the making and has not yet been



implemented in all jurisdictions, including the United States. Before Basel II can be fully implemented in all jurisdictions with any confidence, it must be substantially altered or augmented.

A second problem lies in ambiguities about the enforcement of regulations. What makes one so sure that this time it will be different? What is the right balance between rules established in advance and discretion left up to the regulators or supervisors? Can any enhanced regime of supervision and regulation effectively contain the economic, financial, and political costs of moral hazard and eliminate the TBTF problem?

My conclusion is that the regulatory approach to TBTF is more promising than the first two approaches, but the technical problems are substantial. Those problems are compounded by political resistance from the institutions to be regulated, at least in part because of curbs on their future activities that potentially would make them less profitable. Thus, whatever the merits of the first three approaches, large systemically important financial institutions are likely to be here to stay. In any future US regulatory regime, those institutions are likely to face failure, again posing an unattractive choice between an expensive rescue and a disruptive bankruptcy unless other alternatives are present.

Despite the likelihood of future failures of large systemically important financial institutions and the unattractive policy choices under the status quo, skepticism and controversy surround proposals in the United States to establish a special resolution mechanism for such in-

stitutions in the event of their potential failure. Some argue that such a mechanism merely would reinforce the notion that certain institutions are too big to fail. In other words, it sends the wrong signal and would exacerbate the basic problem of moral hazard. Others argue that such a mechanism would enhance market discipline while at the same time recognizing the reality that circumstances surrounding potential failures will differ, including the macroeconomic contexts in which the failures occur.<sup>6)</sup>

My conclusion is that a special resolution mechanism for large financial institutions is a necessary complement to any other approach to the TBTF problem, but is not a complete solution by itself.

Thus, all four proposed remedies to the TBTF problem in the United States have merits but also raise concerns. There is no silver bullet. It is preferable to craft a multi-faceted approach.

I favor an approach that involves: (1) somewhat more concern for the size of institutions; (2) regulations or limits on certain activities in institutions (but stopping well short of an arbitrary, permanent separation of activities); (3) an expansion of the perimeter of supervision along with other regulatory remedies; and (4) a new resolution mechanism for all systemically important financial institutions. Such a

---

6) See Rodgin Cohen and Morris Goldstein. 2009. The Case for an Orderly Resolution Regime for Systemically Important Financial Institutions. The Pew Financial Reform Task Force Briefing Paper 13. They argue cogently that such a regime will not increase moral hazard and that it is superior to the approach of amending the existing corporate bankruptcy code in the United States.

combination is likely to serve the United States reasonably well for a few decades; the regulated and the regulators will be more alert and cautious, aided in their caution by an improved alignment of compensation incentives.

Lest these views are dismissed as Panglossian, I must add a caveat: large US financial institutions, even now, are strongly arguing their case with the US Congress for minimal changes from the status quo before the crisis. Consequently, it is less than fully clear how significant and comprehensive US financial reforms will be. Nevertheless, I am optimistic.

This conference is about G-20 financial regulatory reform initiatives. Therefore it is appropriate, as with my discussion of macroprudential policies, to consider of the TBTF issue in a global perspective.

Does what the United States decides about TBTF matter to the rest of the world? History and analysis would suggest that it does. Throughout the world, the decision to allow Lehman Brothers to fail last year is regarded as the biggest mistake that the US authorities made over the 2007~2009 period. (I do not share that view, but that is a topic for another discussion.) The US challenge going forward is to limit the potential need to rescue large, systemically important financial institutions while minimizing the adverse consequences for the financial system, the economy, and the taxpayers if and when such a need occurs.

The US challenge is also a challenge for the rest of the world.

We lack a global resolution authority even as we lack global consensus on the other three categories of remedies for the TBTF problem. Recall, for example, the demises of the Bank of Credit and Commerce International (BCCI) in 1991 and Barings Bank in 1995. The activities of BCCI were spread around the world, and Barings was brought down by a single trader in Singapore. What would have been the consequences for the global financial system and economy if those events had unfolded in late 2008 or early 2009?

Finally, the problems posed by institutions that are too big to fail are closely linked to the issue of financial institutions that are too big for the country in which they are chartered to rescue alone. These problems are also associated with issues of the appropriate division between home and host supervision. None of these issues are easy.

The G-20 and the international financial community have their work cut out for them over the next year or so. The objective should not be to achieve ideal solutions in the areas that I have discussed but to promote solutions that are as mutually compatible and robust as possible from a global perspective. This conference can help to clarify some of the many complicated issues. I hope that my remarks this morning make a marginal contribution to this important process.

Thank you.

# Lessons Learned from Regulatory and Supervisory Responses to the Crisis

*José Viñals\**

## I. Introduction

Good morning, ladies and gentlemen, it is a pleasure to participate in this conference that we are organizing together with the Institute for Global Economics. Let me convey my thanks to the Honorable Il SaKong, President Chong-Hyun Nam, and Chairman Pyung-Joo Kim.

I am delighted to share what we believe have been some of the key lessons for regulation and supervision from the crisis. The crisis has generated a number of regulatory and supervisory responses. Countries directly affected by the crisis have had to take a number of immediate actions to support their institutions and financial markets. At the same time, the international community of regulators and supervisors is focusing on enhancements to regulatory policies to reduce the likelihood of future crises.

For some, there is a strong sense of déjà vu when we talk about

---

\* Financial Councillor and Director of the Monetary and Capital Market Department, International Monetary Fund

plans to improve the stability of the international financial system. Just over ten years ago, similar discussions took place in the aftermath of the Asian Financial Crisis that affected countries in this region including Korea. A host of measures was taken at both the national and international level in an effort to strengthen the international architecture. The IMF and World Bank, for example, introduced the Financial Sector Assessment Program to improve our capacity to identify risks and vulnerabilities in member countries' financial sector infrastructure. Subsequently, the Global Financial Stability Report was introduced as a key instrument of multilateral financial sector surveillance. The G-10 established the Financial Stability Forum (now the Financial Stability Board) to enhance cooperation among the various national and international supervisory bodies and international financial institutions so as to promote stability in the international financial system.

While these different initiatives have made valuable contributions to a better understanding of the trends and risks in the global financial sector, they have obviously not prevented crises. What we are learning is that each crisis has its own unique set of characteristics — that it is important as we develop regulatory responses that we not take a rear-view mirror approach and end up fighting the last war. For as we have learned at the Fund over a number of years, often the next crisis will emerge from a sector or a region where we least expect it. That may be the case, but it would be really unforgivable if the next crisis were to come from the same sources as the present one because we did not fix the problems at hand.

Nonetheless, there are a number of lessons from our analysis of past crises that are relevant today. Korea, too, has drawn from its experience a decade ago and worked to strengthen the crisis response and management framework in the country. I am pleased to note that economic activity in Korea has gathered strength over 2009. As our Regional Economic Outlook has observed, Asia is now rebounding fast after being hit hard by the crisis. Authorities in the region have moved quickly to deploy packages to boost government spending, reduce interest rates, and stabilize financial markets on the back of strong initial conditions in country economies and bank balance sheets. Asia is projected to grow by 5.75 percent in 2010, which is much higher than that predicted for the G-7 economies but short of that recorded in the region over the past decade. Given the region's heavy dependence on exports, continued weak global demand would have a considerable impact on Asia's future growth.

## **II. Taking stock of global policy responses**

Let me now look back at how other G-20 countries have responded over the past year and a half. Overall, G-20 governments have made extraordinary efforts to strengthen programs designed to address the fragility of the banking systems in their countries. Since October 2008, those G-20 governments directly affected by the crisis have publicly announced a series of actions to restore creditor confidence, stabilize markets and restructure the banking system. Even some of those G-20 countries not directly affected by the crisis have been reviewing their existing frameworks to ensure that they are suf-

ficiently robust.

In our view, policy actions during a financial crisis should be tied to three interrelated objectives. The first objective is containment – to halt any runs on banks by depositors and other creditors. The second objective is to identify and address weak and nonviable financial institutions through a process of restructuring and resolution. This requires loss identification, a diagnosis of banks' viability, the operational restructuring of weak but viable banks, and resolving of non-viable banks. The third objective is to address any overhang of problem assets that are too voluminous or complex to be left in the banks. The process of managing distressed assets, sometimes through stand-alone asset management companies, is a critical component of resolving the banks. Underlying these policy actions is the expectation of a framework of cooperation and coordination between the different agencies involved, as well as effective public communication of the policy objectives.

Now, let me briefly summarize the actions that countries have done to meet these three objectives. A number of policy measures were taken to address crisis containment and facilitate aggressive bank recapitalization. Twelve of the G-20 which were affected by the crisis responded with some form of containment measures, including enhanced depositor protection plans and debt guarantee programs. At the same time, close to \$400 billion (\$384 billion) was injected into the banking sector between September 2008 and February 2009.

Since then, public sector outlays for bank recapitalization have



been less frequent as many banks have successfully raised private equity in the capital markets. Nonetheless, many banking systems remain under capital pressure due to the continued deterioration in credit quality and the general agreement among bank supervisors of the need to raise both the quality and quantity of bank capital in the coming years.

As the immediate crisis waned, governments turned to the second phase of crisis management — bank restructuring. A key element of this stage is an evaluation of the health of the banking system. The use of supervisory stress tests to determine adequacy of bank capital has been a distinguishing feature of the national responses to this crisis. In early 2009, both the United Kingdom and the United States announced they had conducted stress tests for key banks and provided the appropriate measures to support the banks that needed further capital injections. In mid-2009, the Committee of European Banking Supervisors (CEBS), together with the ECB and the EC announced a coordinated, system-wide stress test. In addition, a number of individual G-20 countries have been undertaking stress tests of key domestic and global private financial institutions. Governments are now confronting the issue of how to deal with banks that are unable to meet the required capital.

The third related objective of addressing the underlying problems of bad assets in the banks, nonperforming and toxic assets, has proven more difficult. A few governments have moved to establish programs for managing impaired assets either thorough asset guarantees or shifting the assets out of the banks but progress in this area has

been more limited.

Finally, with respect to communications and cooperation, there is a continued need for ensuring good communication of policies among countries and a sensitivity to the consequences of actions in one country on other countries. The benefits are recognized, but domestic constraints have, at times, overshadowed efforts of such cooperation. The G-20 leaders forum has emerged as an important vehicle for coordinating policy, and the actions taken by the G-20 have helped to stabilize creditor expectations and recapitalize weakened financial institutions. Yet, the crisis management frameworks remain incomplete: formal policy cooperation remains at an early stage and has largely been through low-key and existing channels, which has had only a limited impact on public perceptions of the consistency of reform programs across countries.

### **III. Looking ahead – the financial sector reform agenda**

We share the view that inadequacies in regulatory policies contributed to the causes and propagation of this crisis, but the problems extended well beyond regulations. The current emphasis, which has been put on changing the regulatory agenda and enhancing regulation, is a necessary but, unfortunately, not a sufficient condition. We believe that the reform agenda must be broadened to focus on all four key pillars of financial system stability — (i) sound regulation, (ii) effective supervision, (iii) good governance and risk management in financial institutions; and (iv) appropriate resolution frameworks.

On the international front, the G-20 has been leading the global coordination of regulatory reform to mitigate the impact of future financial crises. In both domestic and international fora, wide-ranging debates and initiatives are proceeding to address the appropriate boundary and structure of regulation, raise capital and liquidity buffers, and reform standards for accounting and disclosure. These are to improve the behavior of credit ratings, adopt executive remuneration, and re-launch asset securitization on a more secure basis.

Much of the recent attention has been on regulatory reform. A distinguishing feature of this crisis has been the policy focus on introducing a macroprudential perspective to financial regulation. While sound regulation of individual financial institutions continues to be essential for systemic stability, there is now widespread recognition that regulation should look across both time and space in its quest for financial stability. In short, the focus of financial regulation should not only be the trees, but also include the forest – and, it should not only focus on the outcome today but take into account the effects through the economic cycle. Striking the right balance between making the financial systems safer and less risky while at the same time efficient and dynamic and able to meet the needs of all sectors of the economy will continue to be a challenge.

In our examination of the lessons from the crisis for regulation, we have identified the following priorities:

The first one is clear – the need for banks to hold more high quality capital and put more of a focus on adequate liquidity. If one looks

at the banking systems that have fared better during the crisis, those have been banking systems with better capital and less leverage than others. It is clear that simply monitoring liquidity risk is no longer sufficient: banks do need to hold sufficient liquid assets to provide insurance against funding shocks.

The second priority is that we have to think carefully about dealing with what has been called the “shadow banking system.” We need to expand the perimeter of financial sector oversight and regulation to get a complete picture of activities and risks being assumed by less regulated institutions and markets and to have a better idea of the exposure of regulated institutions to these shadow banking systems.

The third is addressing procyclicality in the banking system and the financial system in general. This is an area where a number of ideas are being considered, some of which are difficult and controversial. We support the introduction of ‘through the cycle’ regimes, but recognize that the operational and methodological aspects involved are not trivial. On balance, we would argue in favor of options that are simple even if at the cost of precision. It is better to be roughly right than precisely wrong. Solutions need to be understandable by markets and must be able to be implemented globally with ease.

Promoting more effective disclosure is the fourth area for reform. More and better disclosure is needed. Here I must stress that “better” is certainly more important than “more”. Disclosure is important for

market discipline, but we also need to ensure that disclosed information is both accurate and informative to all stakeholders involved. Requiring financial institutions to provide vast amounts of information can be just as ineffective as having too little information, if it is not presented in a useable format. The development of a common database of comparable financial statistics for all globally active banks would also be a substantial benefit to strengthening market discipline.

Finally — last but definitely not least — more effective cross-border regulation, supervision, and an effective resolution framework for internationally active financial institutions. We live in a world where financial institutions have become global players but where regulators remain national and uncooperative in many instances. Differences in approaches to resolution and deposit insurance can make supervision of a cross-border institution more complex and resolutions more costly. It is perhaps one of the most difficult areas to advance on as it will require actions on two fronts — coordinating preventive supervision and having countries agree on crisis management arrangements. In addition, the matter is further complicated because such frameworks are core parts of national regulatory and legal traditions. Nonetheless, we need concrete action in this field.

Having outlined these daunting regulatory challenges, something that Jose Ortega y Gasset wrote in 1927 comes to my mind: “Order is not pressure which is imposed on society from without, but an equilibrium which is set up from within”<sup>8</sup>). No state-of-the-art set of rules will prevent a future financial crisis from happening. We have

learned from this crisis that even when the banking system is heavily regulated, it may still be vulnerable.

### **Supervisory Pillar**

The virulent spread of the crisis across the globe raises an important question — why did some countries with similar financial and regulatory systems not fare as badly as others? While there is certainly more than one factor at play here, an important factor may simply be the quality of supervision. And this is an important policy taken away as we deliberate enhancements to the prudential framework.

We cannot rely on rules alone. Regulation has to be accompanied by a strong supervisory regime, the second pillar. Supervisors must ensure that institutions comply with the underlying objectives as well as the letter of the various regulations. Management must be fully aware of the risks and exposures that the institutions are taking on. Weaknesses in banks' systems must be identified and addressed appropriately and promptly to discourage weaknesses in one bank from becoming endemic. Broadly, a regime of effective supervision has to have the following components:

The supervisors need to have clear objectives and mandates, operational independence and adequate resources. Our work has shown us that a significant share of our membership has fallen short in

---

8) “El orden no es una presión el orden no es una presión impuesta a la sociedad desde afuera, sino un equilibrio establecido desde adentro” (José Ortega y Gasset, *Mirabeau: An Essay on the Nature of Statesmanship*)

meeting the minimum expectations laid out in the Basel Core Principles. Regulatory agencies may have explicit or implicit conflicting mandates in addition to the role as a prudential supervisor, for example, promoting financial access, allocating credit, and managing competition. This can lead to a confused approach towards taking timely supervisory action. Similarly, supervisors may lack access to sufficient resources and flexibility regarding compensation to hire, train and retain skilled supervisors. They may also lack protection from nuisance legal actions by supervised institutions. This can affect the operational independence of the supervisors and make them subject to industry or political pressure and make them less willing to take appropriate supervisory actions.

An appropriate mix of supervisory approaches and techniques, including on and off-site work focusing on identifying emerging risks at the firm-level and system-wide is important. While most countries have the appropriate supervisory tools, these were focused on individual institutions and failed to be alert to the build up of related risks in less regulated affiliates and off-shore entities that then had to be brought back on to the balance sheet as a result of the crisis. Going forward, supervision will have to reorient itself to allow for the macro dimension to be more thoroughly integrated into ongoing supervisory efforts.

A wide range of remedial actions that can be taken if regulated firms do not play by the rules. What we have seen here is that while countries generally have been given the appropriate legal authority for such sanctions, in practice these are not always taken in a timely

manner. Having in place an approach which combines rules-based actions with supervisory judgment, as available in some jurisdictions, will give greater comfort in the ability of supervisors to take timely and appropriate action, and also enhance their accountability.

### **Risk Management and Governance**

Even if we have good regulation and quality supervision, they alone would not be enough. Let's not forget that we need other ingredients. We also need institutions to behave properly. If one looks at the present crisis and those countries and institutions that got in trouble, of course, one can say that regulators and supervisors allowed inappropriate behavior to take place in terms of excessive risk taking. But, it was the institutions themselves that were making the decisions to take excessive risk and did not properly control the excessive risk that was being taken. Regulators and institutions allowed this to happen, but it was the institutions, the banks, the insurance companies that got in to trouble.

The third pillar that I mentioned is governance and risk management, which are closely interrelated. Institutions need robust risk management systems accompanied by a culture of strong corporate governance in the individual institutions. We must not allow the incipient recovery in some capital and financial markets to lead to a "this time it's different" environment where business goes back to normal and there are no longer incentives for risk managers to effectively rein in the build-up of risky exposures.

In the run up to the crisis, it is clear that some bank boards ap-



peared to have abandoned their oversight role. Board oversight of risk management policies and processes is the foundation of the bank's internal defense mechanism. The board is expected to determine the risk appetite of the firm, nurture the appropriate risk culture in the light of the firm's risk profile, and assure that the bank does not take on excessive risk. As the recently released report by the Senior Supervisor Group has shown, even one year after the crisis much remains to be done in this regard. There is a need to hold board members more accountable for the performance of the firms they oversee.

### **Resolution Mechanism**

The fourth pillar is having appropriate resolution mechanisms, particularly to deal with systemically important firms. While there is broad agreement on the undesirable moral hazard issues that very large systemic institutions pose, there is less agreement on how they should be dealt with both in preventing crises and in their resolution. There are many suggestions being made on this issue: regulators could find ways to "discourage" institutions from becoming "too important to fail" by either imposing additional capital requirements based on their contribution to systemic risk, or by applying a leverage ratio on a group wide basis and heightened supervisory oversight.

The issue becomes more complex because where systemic institutions have stability implications across borders, both supervision and resolution challenges are further complicated by national interests. The problem has become even more complicated because the process of addressing the crisis in some countries resulted in the creation of some very large institutions through assisted mergers and

acquisitions. One of the suggestions under discussion is that systemic institutions should be required to maintain a plan for an orderly breakup of the institution — approved by supervisors — so that group structures can be dismantled and penalties for failure are credible.

#### **IV. Emerging markets' concerns**

It is also clear to us, at the Fund, that the appropriate combination of measures will vary by country or region. There is always a trade-off that needs to be assessed for each policy mix.

Having learned from past experiences of international integration and fast contagion, many emerging countries including in the Asian region, already make careful evaluation of financial innovation and its impact on financial stability. Some emerging markets are now concerned that their institutions could face a surge of perhaps overly conservative regulatory action, even though their institutions did not take part in the frenzy that led to the collapse of many lending firms in developed countries. We are aware that there is a concern that the medication does not kill the patient — to integrate crisis-generated concerns into international recommendations may impose a costly and unneeded effort for emerging countries, sometimes with unwanted effects on the development of still incipient financial markets. An example is securitization — some emerging countries were in the process of a careful and cautious progression to developing their securitization markets, which has been derailed by the broad brush tainting of this financial activity in developed markets.

In some emerging market countries, branches of major banks may be viewed as systemically important to the local financial system but they are not significant to the overall parent firm. Were the parent bank to get into trouble, the home country supervisor may not always keep the host supervisor informed regarding developments and measures being taken regarding the parent. The same is true of the obligation of host countries to keep the supervisors of the home country informed of problems. This highlights the need for greater communication and cooperation among all supervisory bodies where a troubled institution has offices.

It is important for emerging market countries to monitor domestic and international market events on a continuous basis, to make timely interventions and adopt necessary regulatory enhancements as needed and as international recommendations evolve — using available national discretion to implement international recommendations in such a manner as to reflect domestic market conditions. The challenge is to combine this with a non-protectionist approach that can sustain the level of international cooperation achieved with the G-20 initiatives during the crisis.

## **V. Concluding remarks**

At the Fund, we are deeply involved with the ongoing global efforts to enhance the regulatory, supervisory and crisis management frameworks. We have worked with the Financial Stability Board in developing guidance on a framework for assessing the systemic importance of financial institutions, markets and instruments; and continue to partner with them in conducting a periodic Early Warning

Exercise. We are also collaborating with the Basel Committee and the World Bank to develop a framework for the cross-border resolution of insolvent financial institutions; and with the International Association of Deposit Insurers (IADI) to elaborate on the core principles for deposit insurance and to develop a methodology for assessing compliance with them.

The G-20 has also tasked us with expanding the FSAP and other surveillance tools to encompass the evolving regulatory frameworks. Accordingly, we are introducing a more nimble and modular version of the FSAP, and also developing a risk-based approach to financial standards assessments. At the same time, we recognize the need to provide strong capacity building and technical assistance, and will continue to devote proportionate resources to work with our member countries. We will continue to support the essential need to strengthen supervision — while recommending caution in the urge to write new, complex regulations ensure that the right balance is maintained between ease of implementation and risk sensitive design.

I would like to conclude today's talk by sharing with you the Fund's broader work agenda for the coming period. Our policy steering group, the IMFC, has asked us to address four major reform areas, which we call the "Istanbul Decisions," named after the historic city where the recently concluded Annual Meetings were held. These decisions will shape our work in the coming period and comprise the following:

- A review of the mandate of the IMF, to encompass the whole

range of macroeconomic and financial sector policies that affect global stability.

- An assessment of whether the Fund's enhanced financing instruments, such as the Flexible Credit Line, could help address the question of global imbalances by reducing the need for countries to self-insure against a crisis by building up large reserves.
- An endorsement of the G-20 proposal to help with their mutual assessment of policies, which represents a new kind of multilateral surveillance for the IMF.
- An endorsement of the proposed governance reform agreed by the G-20 which will shift quota shares toward dynamic emerging markets and developing countries by at least 5 percent from over-represented to under-represented countries, by January 2011.

In the context of the ongoing discussions on governance reform, it is a matter of great comfort to us that major emerging markets have now been given their rightful place in the international policy making and standard setting bodies like the FSB and the Basel Committee. This will enable the new members to provide valuable inputs, based on their experiences to the ongoing policy considerations. This is an important time for Korea to have taken on the chairmanship of the G-20 and we look forward to its stewardship as we emerge from this financial crisis.

Thank you.



# Who Should Regulate Systemic Risk?

*Masahiro Kawai*\*

I would like to thank the organizers of this conference to invite me to talk about this topic of who should regulate systemic risk. I am going to go over some crisis prevention management and resolution issues. I would like to define what I call a “systemic stability regulator” and then I would like to make a suggestion for creating a systemic stability regulation council at the country level.

By looking at various past crises, we find that there were almost always policy mistakes leading to financial vulnerabilities and systemic risks. Often these past crises were slow to unfold. The case of the US, as Ted Truman has emphasized, already showed strong signs of a crisis in 2007. This crisis could have been spotted in its early stages. So the question is what is needed to spot signs of systemic risk and prevent a systemic crisis. Who should do this? How should a country establish such an arrangement? I believe that this subject matter is quite relevant to Korea and many other countries.

Crisis prevention, management and resolution are all very important but in my presentation I will focus on crisis prevention. If we take a look at the US, there were policy mistakes behind the glob-

---

\* Dean, Asian Development Bank Institute (ADBI), Tokyo

al financial crisis. According to an IMF paper published earlier this year, there were three mistakes: the failure of macroeconomic policy, particularly monetary policy, to contain the build up of domestic financial vulnerabilities and systemic risk in the US; flaws in financial regulations and supervision; and the global financial architecture was weak.

In the context of the US, Bernard Bernanke wrote a paper in 2002 saying that the Fed cannot reliably identify bubbles in asset prices. Allen Greenspan, the former Chairman of the US Federal Reserve, believes that monetary policy should not pick asset price bubbles but should respond to the bursting of the bubble to mitigate its negative impact. The overall philosophy behind the Fed was that post-bubble response is important.

There are several excellent reviews of what went wrong in financial regulation and how to remedy the problem. The agreement among the experts, and mentioned today by Jose Vinals, is that — using Mr. Vinals’s words — supervisors and examiners were looking at the “trees” not the “forest.” According to the IMF, “A key failure during the boom was the inability to spot the big picture threat of a growing asset price bubble. Policymakers only focused on their own piece of the puzzle, overlooking the larger problem.”

In a sense financial regulation has been founded on a fallacy of composition — an assumption that making each bank or each financial institution safe would make the system as a whole safe. This is not quite correct. Not only do we have to look at the trees, but we



also need to look at the forest.

The global financial architecture was weak. Since the IMF is co-hosting this event, I would like to say that global financial institutions including the IMF, BIS, and FSF did not conduct effective macro-financial surveillance of systemically important economies (US, UK, the Euro Area) and did not provide compelling warnings. By looking at IMF papers there were expressions that they tried but did not provide warnings in a systematic way.

The discussion of “global payments imbalances,” which was very prominent, might have diverted attention away from the build up of US domestic financial vulnerabilities towards China’s exchange rate policy. The focus was wrong. International regulatory arrangements were not quite coordinated.

Crisis prevention is better than any cure. Every country needs an effective framework of macro-financial surveillance, which is a kind of a surveillance that focuses on macro-economic developments in the financial sector and the interaction of the developments, and macroprudential supervision. Both are important because they spot and trigger action to reduce economy-wide risk.

I make a distinction between macro-financial surveillance and macroprudential supervision. Macro-financial surveillance may be conducted without deep knowledge of individual financial institutions, but macroprudential supervision requires the integration of detailed information on banks, non-bank financial firms, corporations, house-

holds and financial markets. Both of these are designed to preserve systemic financial stability by identifying vulnerabilities in a country's financial system and calling for policy and regulatory actions in a timely and informed manner to prevent a crisis.

Macroprudential supervision takes a “top-down” approach that focuses on the economy-wide system in which financial market players operate and helps assess sources of risks and incentives. Microprudential supervision takes a “bottoms-up” approach that focuses on the health and stability of individual institutions. So, microprudential looks at the “trees” while macroprudential looks at the “forest” and macro-financial surveillance is a much wider exercise.

The core part of my presentation today is on systemic stability regulator. There are four principles of systemic stability regulation. There has to be clear regulatory objectives and mandates for crisis prevention, management and resolution. The regulatory structure has to be effective and has to preserve operational independence. In terms of structures, there are different views whether this stability regulator should be a single agency or a council (collective effort among different national authorities). This stability regulator also needs to have sufficient regulatory resources including political backing and legal, human and financial resources. Instruments and tools are also very important for effective regulatory implementation.

Some of the objectives and mandates of a systemic stability regulator are monitoring systemic risks; assessing the potential for deficiencies in risk management practices on the part of financial in-

stitutions and financial markets; analyzing possible spillovers between financial firms or between firms and markets; identifying possible regulatory gaps; curtailing systemic risks across the entire financial system through various types of actions (legislative action, prudential measures, advising on monetary policy, intervention in individual institutions); and issuing periodic reports on the stability of the financial system.

### **What sort of organization should this systemic stability regulator be?**

It has to be independent, credible and transparent. This systemic stability regulator should complement and include microprudential supervision, not displace it. As for the organizational structure, it could either be a single agency or a council. We can take a look at a fully consolidated model, the case of Singapore. In Singapore, the finance ministry does everything. The monetary authority of Singapore and the central bank is part of the ministry. Regulation, supervision, and the treasury function are all done by the ministry. It can take a very coherent approach. From the point of view of systemic stability regulation, it is an ideal organization. For many countries it is impossible because central banks have become independent of the government and the political process.

Another approach is to concentrate all the power into the central bank, a central bank-led model. In this case, the finance ministry does the treasury function. The presence of the finance ministry is very

important. Coordination between the central bank and the treasury finance ministry would be very important. One can think of establishing a complete national agency in charge of such a systemic stability regulation function.

One can also talk about the “council” approach. This is a coordinated framework with the central bank, financial regulator(s), supervisor(s), and finance ministry, and this should be supported by a powerful working group.

Sufficient regulatory resources should be given to a systemic stability regulator. Not only legal power but also financial resources because obtaining information is critical. How this systemic stability regulator can obtain information from financial institutions, from the corporate sector, from the household sector may vary across countries, but this regulator has to collect all sorts of information and use such information to form regulatory policy. Substantial analytical resources are needed to identify the types of information and to analyze the information obtained. Broad authority to obtain information is also important. This will require relying on the information, assessments, and supervisory and regulatory programs of existing financial supervisors and regulators whenever possible.

Effective implementation is very important. Talk is simply insufficient. Macroprudential measures may vary from issuing warnings of early signs of built-up vulnerabilities to stress tests (higher capital ratios and provisioning) to applying sector-targeted tools like tightening loans and underwriting standards, limiting loan-to-value ratios, and

limiting debt-to-income ratios. Also, monetary policy is important as a “leaning against the wind” tool to prevent a build up of systemic risk through the market because even though regulators and supervisors try to monitor the market, the whole market development might be difficult to capture from the perspective of regulators and supervisors. In that sense, a “shadow banking system” may continue to exist in the future. Monetary policy can effect the entire economy and is a tool to be used. Legislative initiatives such as insolvency regimes for non-viable financial institutions are also useful tools.

Let me talk more about a “council” approach to system stability regulation. Looking at the 84 countries listed in the table below: 30 have an integrated prudential supervision, 20 have supervisory agencies in charge of two types of financial intermediaries, and 34 have multiple sectoral supervisors.

Single Prudential Supervisor for the Financial System (year of establishment)		Agency Supervising Two Types of Intermediaries			Multiple Sectoral Supervisors (at least one each for banks, securities firms & insurers)	
		Banks and securities firms	Banks and insurers	Securities firms and insurers		
Australia (1998)	Malta* (2002)	Finland	Canada	Bolivia	Albania*	Lithuania*
Austria (2002)	Netherlands* (2004)	Luxembourg	Columbia	Bulgaria*	Argentina*	New Zealand*
Bahrain* (2002)	Nicaragua* (1999)	Mexico	Ecuador	Chile	Bahamas, The*	Panama
Belgium (2004)	Norway (1986)	Switzerland	El Salvador	Jamaica*	Barbados*	Philippines*
Bermuda* (2002)	Singapore* (1984)	Uruguay	Guatemala	Mauritius*	Botswana*	People's
Cayman Islands* (1997)	South Africa* (1990)	<b>Total - 5</b>	Malaysia*	Slovak Rep.* <sup>(b)</sup>	Brazil*	Republic of
Denmark (1988)	Sweden (1991)		Peru	Ukraine*	Croatia*	China
Estonia (1999)	Taipei, China (2004)		Venezuela, Rep. Bolivarian a de	<b>Total - 7</b>	Cyprus*	China (PRC)
Germany (2002)	United Arab Emirates* (2000)		<b>Total - 8</b>		Czech Republic <sup>(b)</sup>	Poland*
Gibraltar (1989)	United Kingdom (1997)				Dominican Rep*	Portugal*
Guernsey (1988)	Uruguay (1993)				Egypt*	Russia*
Hungary (2002)	<b>Total - 30</b>				France *	Slovenia*
Iceland (1988)					Greece *	Sri Lanka*
Ireland* (2002)					Hong Kong SAR *	Spain *
Japan (2001)					India *	Thailand *
Kazakhstan* (1998)					Indonesia *	Tunisia *
Korea, Rep. (1997)					Israel *	Uganda *
Latvia (1998)					Italy *	United States *
Maldives* (1998)					Jordan*	<b>Total - 34</b>

Central banks in 48 countries (close to 60% of the total) have the authority of banking supervision. Also, you can notice that the countries with multiple sector supervisors tend to have central banks with banking supervision authority. In all G-20 countries, the central bank is in charge of price stability and payment system stability. Most of the central banks publish financial stability reports, and close to half have financial stability committees. Price stability remains the central bank's main mandate but now financial stability is becoming an important mandate as well.

The “council” approach is one extreme. The US, Japan and the UK are now trying to come up with a council type of approach. These countries have crisis response frameworks including central banks, regulators, supervisors, and financial ministries. These existing frameworks could be expanded to broader crisis containment mandate including crisis prevention. The council approach requires national financial authorities including the central bank, regulators and supervisors, financial service commissions, and finance ministries. They work together collectively to perform the systemic stability regulator function. For such a council approach to be success, you need clear mandates and clear divisions of labor. Sufficient resources and capacity have to be given collectively. Macroprudential tools have to be established.

In the EU, this sort of arrangement is now emerging, but looking from a distance, mandates and tools are not very clear. We are a bit skeptical whether the EU initiatives will really create effective arrangements.

There are proposals in the US and the UK. In the case of the US, the Fed could wing power to monitor risks across the financial system and to examine any firm that could threaten financial stability even if the Fed would not normally supervise the institution and so going beyond the traditional supervision of the Fed. If all the requirements (clear mandates, clear division of labor, and sufficient resources) are there, such a council could potentially work.

The UK has a similar proposal to create a “Council for Financial Stability” to bring together the Bank of England, Financial Services Authority and HM Treasury. In the case of England, FSA will be in charge of macroprudential regulation — as well as microprudential supervisory powers — and address systemic risks such as rapid credit surges. An example of that would be the requirement of more bank capital. The Bank of England will have statutory responsibilities for financial stability and will be given new powers to deal with troubled banks. The Bank of England, however, objects that it does not have the tools it needs.

Different modes are perhaps possible, but a realistic approach is again to establish a workable council approach simply because nowadays central banks are independent and there are separate regulators and supervisors. Merging them can often create problems. Imagine if there were a merger between the Bank of Korea and the FSS. That would create an unmanageable problem. Independence of the central bank would be questioned. In this framework, the central bank, the finance ministry, and regulators/supervisors should act as if they formed a single systemic stability regulator. It is a team play. The

central bank usually has comparative advantage in macro-financial surveillance and may or may not have macroprudential authority. It could have authority but authority is not a must. If the central bank does not have the macroprudential authority, it could suggest the regulators/supervisors to take certain macroprudential actions (such as an increase in capital adequacy ratios, a reduction of loan-to-value ratios, ect) to contain a buildup of systemic risk. Similarly, there should be two-way communication. If regulators and supervisors find it difficult to contain a build-up of vulnerabilities, they can suggest the central bank to use monetary policy. Of course, the decision has to be left to the monetary policy committee.

In conclusion, the best way to contain a systemic financial crisis is to prevent a crisis by identifying and acting on sources of instability. Every country should have a systemic stability regulator. A realistic approach would be to take a council approach where the financial authorities work together in a coordinated manner including information exchange. This is very vital. In the case of Japan, there is a problem in information exchange because the information collected by FSA, which is part of the government cannot be transmitted to non-governmental entities including the Bank of Japan. Also, the central bank has a comparative advantage in conducting macro-financial surveillance while the regulators and supervisors may take macroprudential actions. Lastly, it is highly desirable for regulators and supervisors to consolidate their supervision over banks, non-bank financial institutions, and markets.



# Defining Systemically Important Institutions, Markets, and Instruments

*Barry Johnston*\*

I am going to address defining systemically important institutions, markets and instruments. The analysis of these systemically important institutions, markets and instruments got a strong impetus by the unprecedented reach of the financial crisis. The crisis highlighted the interconnectedness of financial institutions, markets and instruments. It has also highlighted the very large social costs of failures of such institutions and those costs have been reflected on both the impact on real GDP and also in the governments' bailout packages and ultimate costs paid by taxpayers. It has also highlighted the need for a much more macroprudential orientation of financial stability policy and I think a number of the speakers this morning have talked about the need to have a macroprudential approach, which looks across system-wide risks rather than looking at individual institutions. Reflecting these concerns, the G-20 leaders in their summit in London in April of last year asked the IMF and the FSB to produce guidelines to assess systemic importance of institutions, markets and instruments. We delivered a paper to the meeting of governors and finance ministers at their summit in St. Andrews over the weekend which provided the

---

\* Assistant Director, Monetary and Capital Market Department, International Monetary Fund

guidance and results of our work in this area. Today, I am going to present what is in that paper.

### **What is systemic risk?**

In the terminology of economists, it is what we call negative externalities, the risks which are not internalized into the individual institutions own risk assessment processes. They are risks which failure could significantly impact both the flow of financial services in the economy, but also as importantly, that would have spillovers into the real economy. So when there are failures in financial institutions, the disruption in the flow of services would have significant impact on the real economy.

### **What does systemic risk potentially cover?**

It clearly covers financial institutions, those involved in credit intermediation, risk management, payment systems, and supporting primary and secondary markets. It also covers financial markets and instruments and funding channels, the liquidity, and risk management. It covers financial infrastructure for clearing and settlement, trading and pricing as well. Arguably, all types of financial intermediaries are potentially systemically important to some extent.

When we started to analyze what factors we should take into account in such assessments, it became clear to us very quickly that

it was difficult to draw bright lines between what would be a systemic institution and a non-systemic institution. In other words, the assessment could not be binary. That is for a number of reasons. One is that these assessments are likely to be time varying and conditioned by the economic environment in which one conducts the assessment. For example, during weaker economic conditions there is a much higher probability that losses will be correlated and there is a high risk of contagion from less important segments of the financial system. The assessments would also be conditioned by the structure of the financial system and its robustness to withstand shocks of institutions or markets if they were to occur. This includes the frameworks which are used to deal with financial institution failures. Assessments could also be conditioned while conducting the assessment in the first place. The question is would be conducting these assessments in “normal times” when we might be using them to calibrate regulation and to help define the perimeter of regulation or would be using them in crisis times when we might actually be trying to decide which institutions would be intervened and in what form?

Finally, these assessments would be conditioned by the geographical context. Some institutions may be systemically important regionally, nationally or internationally. Therefore, the way we structure these assessments would depend on how we look at them and when we look at international assessments a high degree of cross-border cooperation would likely be involved. Because of the complexity of the issues that we are looking at in terms of making an assessment it has become obviously that a high degree of judgment is likely going to be needed and that it cannot be based simply on quantitative

indicators. A large element of qualitative analysis will require a system wide approach similar to that used in national financial stability analysis and FSAP assessments.

We then went on to look at what criteria would be used to assess which institutions, markets and institutions were systemically important. To help us in this, we conducted a survey involving the members of the financial stability board — Korea was one of the respondents to the survey — asking them both quantitative and qualitative questions about how they went about assessing which institutions, markets, and instruments were systemically important. From the survey information there were clearly certain criteria that were very important. Practically every country said that size and interconnectedness determined systemic importance. Interestingly, we also asked in the survey, “how would your answers change in pre and post financial crisis?” Post-financial crisis, most respondents said that interconnectedness took on a much more significant role in the way that they looked at systemic importance and that was, as we know, a result of issues such as Lehman Brothers where its interconnectedness in the financial system was a clear source of risk. When we looked at the assessment criteria, size was clearly important but it is even more so when it is linked with interconnectedness, when you have large institutions that are highly interconnected in the economies. It is also related to the complexities of their business models and structures. Size is also relevant to the question of clusters of institutions, those which may individually be small but when combined together their activities could lead to systemic risk. A shock to one institution would lead the markets to believe that there is fragility in the other institutions and that

could in itself create systemic importance. When looking at size, we not only consider individually large institutions but also those when as cluster could have systemic implications.

The second criterion was limited substitutability. How difficult is it to replace the services provided by a financial institution, market or instrument if it were to fail? Clearly, if that institution is a dominant player in certain segments and it were to fail that would have significant knock-on effects which could have systemic consequences across the financial system.

The third main criterion is interconnectedness. The financial distress in one institution or market raises the likelihood of distress in others through provisions of funds, services, funding, risk management, and confidence factors. Again, Lehman is a very clear example of how its interconnectedness really had broad systemic effects. When one thinks back, Lehman may not have been considered systemically important ex-ante to this crisis.

In addition to the main criteria, we have also ranked other ones that should be looked at to assess systemic importance. A group of these reflect vulnerabilities and the reason we have included vulnerabilities is because we are concerned not only with institutions that might have systemic effects in their field but which have a higher probabilities of failure. As this crisis has illustrated, governments have a tendency to bailout. There has been bias toward bailouts. One would want to ensure that institutions that might be potentially bailed out would actually be identified ex-ante and subject to appropriate

regulation to minimize the moral hazard concerns.

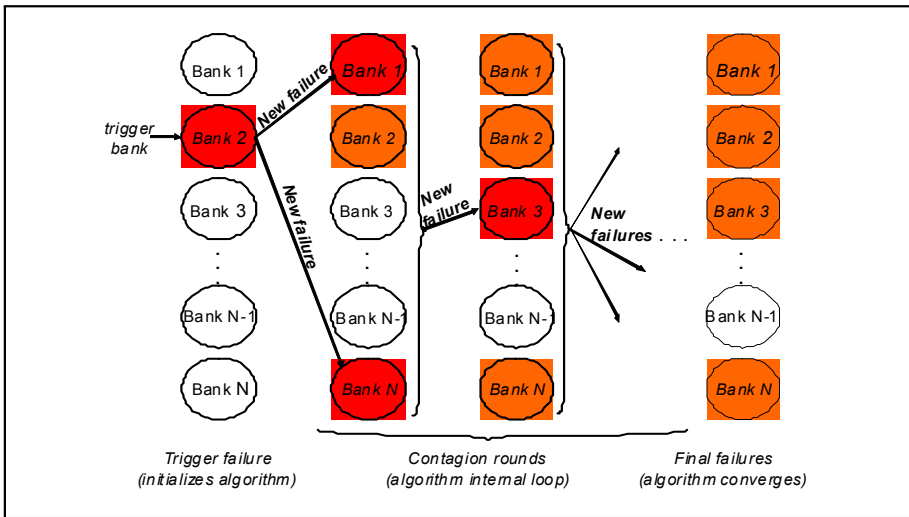
The indicators that came out in this analysis are leverage, liquidity and maturity mismatches, and complexity. High degrees of leverage is interesting because it also brings in groups such as hedge funds which could potentially have implications across financial systems. Liquidity and maturity mismatches, again, the crisis illustrated very clearly how maturity mismatches aggravated problems in the financial system. Banks with complex business models, complex legal structures, and complex cross-border arrangements create additional risks that need to be taken into account in these assessments.

The second contributing factor is the institutional framework. How is it able to deal with failures if they occur? In terms of institutions, do we have resolution frameworks? We did some case studies of different failures during the crisis. When we looked at the Northern Rock failure in the UK, one of the reasons that it became systemic was because the UK, at that time, did not have a well-defined resolution framework to solve the problems in Northern Rock when they occurred. If they had a well-defined resolution framework, Northern Rock may not have had the systemic consequences that it had. If countries have well-defined resolutions frameworks, they are better able to handle systemic important institutions. It is possible to think about ways to integrate these various dimensions together into getting some scoring of different type of institutions. I have mentioned that quantitative approaches really cannot be the whole answer but you can use different quantitative indicators to guide you when you are making these assessments. We have outlined in some detail types of

indicators that could be used to identify systemically importance. Indicators are useful in certain contexts but not in others. If systemic importance is reasonably stable they are probably better, but if you are dealing if evolving forms of systemic importance, they will not be as good at picking them up. They are not going to pick institutions that fall out the regulatory perimeter because we do not really have information on those on those which are ex-ante. Indicators would not function on legal forms but on functions performed. They are financial intermediation functions and risk control and management.

Over the last few years there has been quite a growth in the industry of models, developing models to help us identify systemically important institutions. One of the approaches is known as network analysis. This is used to measure the degree of interconnectedness between institutions based on a construction of a matrix of gross inter-institution exposures, most often inter-bank exposures. It is looking at the spillover effects between institutions and how one institution will affect others in the system. This is an illustration of what a network analysis looks like if there is a failure in bank 2 (figure below). It has impacts on other banks in the system. Those banks would impact other banks and so on.

The ultimate impact of the trigger bank can be magnified through the networks of its corresponding accounts, its inter-bank relationships, and its funding relationships. The network models are designed to distill the ultimate systemic risk of a certain institution. One of the drawbacks of the network analysis is getting the type of deal that we need to do this very detail information on linkages between institutions.



Another form of models that has become really developed in the last few years are portfolio models, trying to model what is the contribution of individual institutions to the aggregate risk in the financial system. This can measure the contribution of institutions to system-wide risk using a “bottom up” or “top down” approach. The difficulty with these models is that they are based on market information (CDS spreads and other information). Market information can change drastically between normal and crisis times. If you run these models during normal times, they may not pick up the types of correlations and systemic relations which can materialize during crisis times. There are limitations to these models.

The third approach is stress testing. Again given the contingent nature of systemic importance, we are running stress tests to look at how they would factor through systems. More sophisticated models include not only individual shocks to institutions but also network



shocks looking across financial institutions.

Countries usually use a variety approaches. They use indicator approaches and they also use network approaches. Some of the emerging markets are quite advanced in the approaches they are using to develop these analyses.

Finally, I'd like to touch on some of the development of guidelines that countries could follow if they were going to make their assessment of systemic importance. Given the complexity of the issues that I have just outlined, these are essentially to set up what would be appropriate institutional and government structures so that you get the right responses nationally. They would cover things such as the establishment of assessment. They would ask for system-wide analysis because we need not just look at the regulated institutions but we have also bring in the unregulated. We must be conscious of the shadow banking system, which did so much damage during this crisis. The guidelines would also outline what type of information countries should be collecting to make these assessments and what types of methodologies they could apply to the judgments.

Let's talk about what sort of information should be communicated. I think that there is a general consensus in the international community that the names of systemically important institutions should not be made public because of the moral hazard concerns. But, information could be provided on the types of techniques which are being used to make to those judgments. Finally, the guidelines would talk about the need for cross-border cooperation. Given that so many

systemically important institutions are important, not only in their own country, but also across borders, there will be a high premium on the exchange of information between national supervisors and central banks to make these judgments.

As I said, these guidelines were discussed at the St. Andrew's meeting of the G-20 ministers. They have welcomed them and endorsed them. Going forward, we will be looking at how we can apply them in our surveillance at the IMF and we also hope that national authorities begin to use these approaches in terms of developing their own supervisory, regulatory and crisis management frameworks.

Thank you.

# **Regulating Systemic Risk: Procyclicality, Leverage, and Capital Surcharges**

*Jang Yung Lee*\*

This global financial crisis has prompted active discussion on systemic risk at the IMF, BIS, and FSB with continuing progress in developing solutions to systemic risk. Today, I am here to add our thoughts to this important discussion. I have divided my presentation into two parts: addressing procyclicality and reducing systemic risk.

Let us now look at what is being discussed at the Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) where Korea has become a full member recently. To deal with procyclicality, the BCBS is considering countercyclical capital buffer, provisioning based on expected losses, and dampening cyclicity of minimum capital requirement. In controlling the system-wide spillover effect, the BCBS is looking at leverage ratios, mitigating risk of systemically important banks, and reducing risks from OTC derivatives. Concerns have been raised that the current risk-based Basel II framework amplifies procyclicality because it applies different risk rates according to borrower's credit worthiness. For instance, if the bank regulator steps up micro-

---

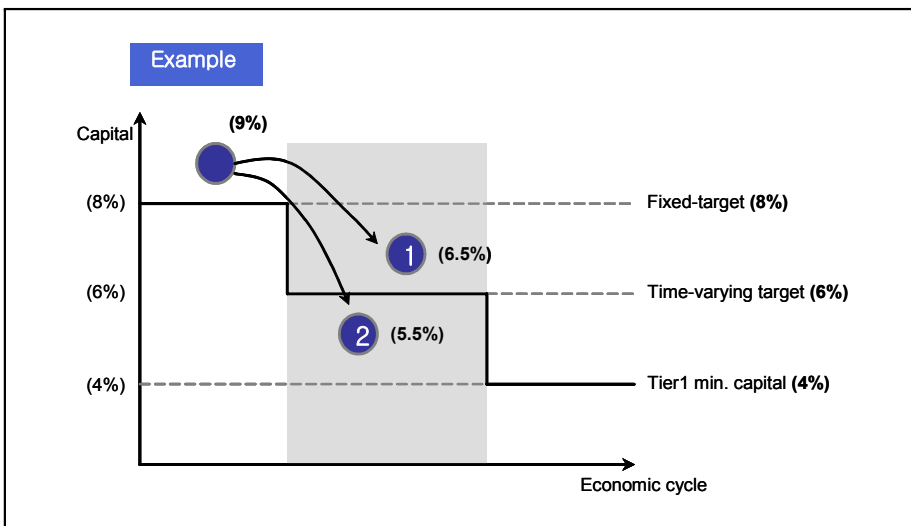
\* Vice Governor, Financial Supervisory Service

prudential supervision and demands higher capital with asset disposition in a cyclical downturn and then eases credit standards in a cyclical upturn, this could increase magnitude of business cycle. So the G-20 meeting in November of 2009 called for policy tools to reduce procyclicality. The BCBS, in turn, formed a working group on procyclicality to discuss this issue and plans to develop specific measures by the end of 2009, followed by the quantitative impact study for the first quarter of 2010.

Now, let me explain countercyclical capital buffer. The purpose of capital buffer is to absorb losses in times of stress using capital buffer built up in good times. There are some matters still under discussion. For example, how much capital buffer should be considered adequate? Which approach is more appropriate: fixed-target or time-varying? What kind of methodology should be developed to link stages in the economic cycle to the level of capital buffer? These are questions still being debated among bank regulators. One possibility is building up a fixed-target capital buffer from 0 to 4 percent and a time-varying buffer from 0 to 4 percent in addition to the 4 percent minimum tier I capital ratios.

As for countercyclical capital buffer, there are three major unresolved issues. The first is the composition of capital buffer. Particularly controversial is whether to include contingent capital such as reverse convertible bonds and regulatory hybrid securities. Reverse convertible bonds are liabilities during normal times but, in periods of stress, they convert into capital that can cushion losses. Most supervisory authorities agree that common equity or tier I

capital should make up the bulk of capital buffer because it has the best shock absorption capacity. But there are diverse views on contingent capital. The Korean FSS is reluctant to use contingent capital as capital buffer for several reasons. First, the Korean banking act limits investor share ownership and this also applies to contingent capital such as reverse convertible bonds. In addition, in times of distress, the funding costs for contingent capital maybe higher than subordinate debt issue. Therefore, a strong demand for equity investment is not likely without extra incentives. The second issue is the question of using a fixed-target approach or time-varying approach. The problem with the fixed-target approach is that it maybe taken as a new minimum requirement due to dividend restriction on banks when capital falls below the target. As for the time-varying target, one possible problem could be that the variables are unable to capture the temperature of economic or credit cycles (strong, average, or weak). Therefore, the ideal variables would be a proxy for the build-up of



risk in good times and the best leading indicators of future banking distress.

The difference between the fixed-target and the time-varying target can be explained with the following example.

In case one where Tier I capital ratio falls from 9 percent to 6.5 percent, a bank should build up 40 percent of its earnings as capital according to the fixed target approach. However, when we apply the time-varying target approach, supervisory intervention is not needed because the tier I capital ratio is still higher than the target ratio. In case two, where tier I ratio falls from 9 percent to 5.5 percent, the fixed target approach says that a bank should build up 80 percent of bank earnings as capital. Under the time-varying target approach, a bank should build up 60 percent of its earnings as capital and the degree of build up depends on the gap between the tier I ratio and the target ratio applied.

Third issue is how to choose the appropriate economic indicators with a time-varying approach. Currently, macroeconomic variables and banking sector variables are discussed as possible indicators. A joint study conducted by the BIS and the Bank of Spain suggests that the amount of credit extension, credit growth, or banking sector profit as appropriate indicators. However, further review is needed on this along with additional discussion on related issues such as how to adjust different macro indicators across jurisdictions in the light of a different structure of the financial and economic system.

Next, I would like to touch upon loan loss provisioning based on expected losses. This methodology is aimed at building up provisions in good times to cover expected losses on rainy days. To this end, two approaches are under discussion. One approach is through-the-cycle (TTC) provisioning which reflect the full business cycle. Such provisions have been supported by the IAS 39 revision which was recently announced after the November 2009 IASB meeting. Another is to remove the disincentives to provisioning in the current Basel II framework by first deducting provision shortfalls from Tier I when loan loss provisions are less than expected losses or second, recognizing the total amount of excess provisions as a tier II when loan loss provisions are greater than expected losses. Currently, the framework deducts 50% of the shortfall from tier I and 50% from tier II capital, and recognizes the excess provisions only up to 1.25 percent of tier II.

Let me elaborate on the expected loss approach to provisions by taking Spain as an example. Under Spain's dynamic provisions regulations total provisions consists of specific provisions and general provisions which in itself contains dynamic provisions. Depending on economic conditions, the size of dynamic provisions changes to maintain provisions at a certain level. So far, the dynamic provisioning regulation is credited with reducing procyclicality in Spain.

Next, I would like to touch on the third methodology which is to mitigate the procyclicality of Basel II risk-weight function. This methodology is not intended to introduce a new system; rather it is intended to mitigate procyclicality by making the existing Basel II

risk-weight function less sensitive to the economic cycle. Currently, two approaches are under consideration. First is to adjust the input variables such as through-the-cycle (TTC) probability of default when calculating the risk-weight asset. Second is to gradually smooth output variables such as the risk-weighted assets or capital charges, which can be called a top-down approach. Both approaches can be put into effect with relative ease as they do not require any fundamental changes in the current system.

I will take the case of the Committee of European Banking Supervisors (CEBS). The CEBS suggests adding a gap between the current PD (probability of default) and downturn PD to Pillar II capital, which is a discretionary capital add-on by each national authority. To give you a brief explanation, during an expansionary period the difference between the downturn PD and current PD is to be added to Pillar II capital charge. During a recession, the minimum capital requirement ratio is to be maintained.

Next is how to reduce the risk of system-wide spillover. First, I would like to talk about leverage ratio. System-wide spillover essentially refers to distress in a bank spreading to other banks and in the process creating a systemic risk. Because rapid balance sheet growth driven by high leverage can lead to funding and liquidity stresses, banks can end up posing spillover risks to the financial system. Actions by banking regulators may become inevitable then. Let me give you just one example, Lehman Brothers' leverage. The widely accepted leverage ratio for an average investment bank was 20 to 1. After the onset of the sub-prime mortgage crisis, in contrast, the



Lehman's leverage was close 30 to 1.

So now there is a debate on the need for leverage ratio requirements as a supplementary measure to the Basel II Framework in order to control leverage in the banking system. Already countries like Britain and Switzerland have proposed adopting leverage ratios with an eye to reducing procyclicality and better control of large banking entities. And, Korea, Canada, and the US already use some form of a leverage ratio as a regulatory tool. The G-20 proposed several principles regarding leverage such as transparency, risk-neutrality, international harmonization, and off-balance sheet consistency. Accordingly, the Basel Committee proposed tier I capital as the numerator for the leverage ratio. As for the total asset or denominator, it was proposed that banks' exposure should include all cash and cash equivalent assets, off balance sheet items applying 100 percent credit conversion factor, as well as securitization exposure using accounting approaches. For derivatives exposure, the baseline proposal was to consider accounting evaluations and current exposure method under the principle of no netting. Currently, there are two key issues concerning leverage ratios. One is difference in accounting approaches across countries that may make it difficult to come up with internationally consistent leverage ratios. This maybe especially true for securitization and derivative exposures. The other is whether Pillar I capital or Pillar II capital treatment should be used to regulate the leverage. In our view, Pillar I will prove more effective provided that international consensus can be derived on the appropriate level of leverage ratio.

Let me now discuss mitigating risk of systemically important

banks. After the November 2008 meeting, the G-20 recommended more effective supervision of systemically important banks. Since then, the FSB and BCBS have been working on the criteria for banks of systemic relevance and ways to impose additional capital surcharges for them.

There are two issues with respect to the supervision of systemically important banks. One is the expected resistance of the banks against additional capital charges. They claim that the post-crisis regulatory framework will significantly undermine their earnings potential as they will be required to hold a higher level of capital and high-quality liquidity assets. At the minimum, there is a need to come with objective and transparent selection criteria for systemically important banks. The other issue of interest is how to improve resolution mechanism for the systemically important banks. Related to this issue is the possibility of limited information exchange at the supervisory college for various reasons such as confidentiality and business secrecy when a crisis comes. The home country supervisors of the systemically important banks, for example, will probably be extremely hesitant to disclose and share sensitive information on the distressed bank as it may expedite supervisory intervention by host supervisors and thus the bankruptcy of overseas branches. This could significantly diminish the effectiveness of supervisory college. So bank supervisors will need to work closely and step up collaboration and cooperation to facilitate information exchange.

I would like to end my presentation with a passage from a discourse by Confucius. Roughly translated, it says, “It is only after the

weather turns to winter does one appreciate the unrelenting greens of a pine tree.” So you may say that we will come to appreciate the efforts now underway to strengthen the regulatory system the next time the financial system is threatened. There is now a general, shared understanding on the need to deal with systemic risk, particularly the need to supplement the existing oversight regime with effective macroprudential supervision.

Thank you very much.



# Making Supervisory Colleges Work

*John Palmer\**

My topic today is on the subject of supervisory colleges. This is the sole supervisory initiative of the G-20. The G-20 has studiously ignored the role that weak supervision played in the financial crisis. Weak supervision is one of a number of explanations for the financial crisis but it remains unaddressed for the most part. Yet, one important issue is being addressed and that is the issue of cooperation amongst supervisors who are responsible for supervising the national pieces of a global financial group. It is important that the cooperation amongst those supervisors improves a lot.

Today, I plan to discuss what supervisory colleges are and why they are needed. I will talk a little bit about the history of the efforts to enhance the supervision of global financial groups. Then, I will move on to the impact of the global financial crisis and the efforts to significantly enhance the supervision of financial groups, cross-border financial groups, as a result of the crisis. Next, I will drill down a bit deeper and look at the emerging guidelines for operating supervisory colleges and I will offer some unsolicited advice to any of you who are either home or host supervisors within a supervisory college.

---

\* Former Superintendent of Financial Institutions, Canada

## **What is a supervisory college?**

It is a group of supervisors working together to enhance the supervision of a cross-border, multi-jurisdictional financial group. It could be a single sector financial group like a banking group or it could be a cross-sector group like AIG with banking arms, insurance arms and capital market arms. A supervisory college is normally coordinated or led by the home supervisor. A key aspect of the group is that it meets regularly. To restate the obvious, cross-border financial groups are not managed according to the legal jurisdictions or legal entities through which they operate. They tend to be managed globally, centrally, and regionally. The way in which they are managed has nothing to do with the legal structure. So, national supervisors who have responsibility for a particular legal jurisdiction and whose powers do not normally extend beyond their national borders, are ill equipped to supervise the entity as a group and they are ill-equipped to supervise the national entity for which they are responsible because many of the key decisions about risk are likely to be made outside their particular jurisdiction. There really is no choice but for the supervisors, responsible for the pieces of the group, to work together and coordinate their activities.

The importance of national supervisors working together to supervise a cross-border group has been recognized for sometime. The Basel Committee has been issuing various guidelines for almost 25 years in this area, guidelines of ever increasing precision and force. I will not go through the guidelines in detail, but even going back to the minimum standards in 1992, you can find some very useful

guidance on the way in which home and host supervisors should work together. The Basel Core Principles (CP) themselves contain helpful guidance for home and host supervisors. For example, core principles CP23, CP24, and CP25 say that the home supervisor must supervise on a consolidated basis. He must also review the work of the host supervisor, evaluate their performance, and if not satisfied with the work that the host supervisors are doing in their particular jurisdictions, he needs to carry out supplementary activities in those jurisdictions. CP25 talks about the responsibilities of the host supervisor and requires, among those responsibilities, that the host supervisor assure himself that the home supervisor is supervising on a consolidated basis.

Now, despite all of this good guidance from the Basel Committee, up until recently the degree of cooperation amongst host and home banking supervisors has not been very good. What cooperation there has been has tended to be bilateral between particular agencies and up until the home-host information sharing document for Basel II implementation there was really very little on a multilateral basis. The Basel II implementation process changed that and it was the guidance published by the Basel II Accord Implementation Group that introduced and developed the term “supervisory colleges.” The supervisory colleges set up to implement Basel II were very limited in scope and were focused solely on Basel II implementation but I think that many who began to participate in those supervisory colleges saw the potential for the colleges to play a much broader role in terms of enhanced supervision and enhanced coordination amongst national supervisors.

I want to mention some other initiatives besides those of the Basel Committee. An important initiative took place in 1995 with the release of a report from what was then called the Tripartite Group of bank-insurance-security regulators. This group, which ultimately became the Joint Forum, was formed to respond to the growth of multi-sector conglomerates like Citi Bank, which had operations in banking, securities, and insurance. There was also a recognition that the sectoral supervisors needed to cooperate better, that their rules and processes were very different, and that there needed to be some convergence. The Tripartite Group published what was then a groundbreaking paper and it included a proposal that there be a lead supervisor, under which the home supervisor would play a leadership role in coordinating the group of supervisors that would work together to supervise the multi-sectoral conglomerate. That recommendation illustrates the difficulties in making supervisory colleges work because supervisors in a few major countries were not comfortable with the lead supervisor concept and made it clear that it would be difficult for them to take direction from a lead supervisor in another country if they happened to be the host supervisor of an entity within a financial group that was headquartered elsewhere. So, the Tripartite Group, which had become the Joint Forum went back to the drawing board and after four years of hard work came back with a much weaker proposal, the notion of a “convener.” A convener would host the meeting of supervisors responsible for the multi-sectoral conglomerate; offer sandwiches; and not much beyond that. This shows us the reluctance of national supervisors to accept leadership from supervisors in other countries. I think this will be a problem that will dog some of the supervisory colleges as they get under way or as



they try to enhance their field of activities.

The International Association of Insurance Supervisors (IAIS) has also been publishing guidelines on group supervision beginning with their core principles in 1999 and including a number of other documents. Those documents have generally lagged behind the Basel Committee guidance reflecting the weak commitment of insurance supervisors to group supervision — a weakness that still continues today. This weakness lies behind the failure of AIG.

Then we had the global financial crisis which spurred the G-20 into action. They made quite a strong recommendation on the establishment of supervisory colleges. Interestingly, the G-20 talks about efforts to strengthen the surveillance of cross-border firms, not supervision of cross-border firms. Surveillance is a weaker word than supervision. Surveillance takes place at 30,000 feet. Supervision takes place one foot above ground. So, it is not entirely clear how robust the G-20 expects that the new or enhanced supervisory colleges are going to be. However, despite that rather weak terminology, they do seem to be moving off in a hopeful direction. In the G-20 action plan they also call for contact between the supervisory colleges and the supervised group, something that was already taking place in the case of Basel II implementation and something that the G-20 believes should continue.

Who is going to make this happen? Who is going to make many of the other G-20 recommendations happen?

The G-20 upgraded the Financial Stability Forum into the Financial Stability Board and gave it broader responsibilities, one of which was to promote the development and the activity of supervisory colleges. In parallel with the work of the G-20, and stimulated by some of the same causes, we have seen other initiatives directed at creating a supervisory colleges and ensuring that they work effectively. For example, the Committee of European Banking Supervisors issued guidelines on the function of supervisory college at about the same time as the G-20 announcement. Shortly thereafter, the Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors published draft guidelines in July of this year. The IAIS finally got the message and embraced the group supervision concept without qualification. It published guidelines last month on the use of supervisory college. Whether these reflect the thinking of major insurance supervisors remains to be seen, but it is a document that is quite consistent with the thinking in the Basel Committee and within the banking supervisory community.

I would also like to mention cross-border cooperation and crisis management. As we think about supervisory colleges, we cannot divorce their roles from the need for cooperation on crisis management. Supervision and crisis management are not separate. They are simply part of a continuum and need to be seen together.

At the end of September, the Financial Stability Board made a report to the G-20 on supervisory colleges and other initiatives. They reported that more than 30 supervisory colleges had been formed to supervise systemically important global financial groups and they al-

so reported on a survey that had been conducted of the operation of the supervisory colleges which identified a number of issues that had to be addressed to make those colleges work more effectively. I will talk about those a little later.

### **What are the objectives of a supervisory college?**

I have taken the following objectives from a document published by the International Federation of Banks because these objections seem very complete.

- business strategy
- financial position
- legal and regulatory position
- risk exposures and risk management
- governance processes
- prudential situation
- solvency/capital adequacy on a group and solo basis

These objectives are probably more ambitious than some of the lead supervisors of supervisory colleges would now accept. I was reading a recent speech given by one of my successors at OSFI (The Office of the Superintendent of Financial Institutions) Canada who was introducing one of the first supervisory colleges for a Canadian bank with global operations. She singled out two objectives: building personal relationships amongst the supervisors and building greater cooperation. With these more modest objectives, I suspect that she

is reflecting the current state-of-the-art. My list of objectives contains high aspirations but is also logical. Supervisory colleges are not going to work unless the colleges themselves can develop a holistic and deep understanding of the cross-border group. They need to understand business strategy, financial position, risk exposures, and risk management. Risk exposures and risk management are often handled on a global basis and can only be understood globally. All of these are important for supervisory colleges to work on. However, it is not sufficient to simply develop an understanding of a global financial group. It is also important to take action and so a key aspect of the work of a supervisory college is to take action when the strengths and weaknesses of a cross-border financial group are understood. It is implicit that the action needs to be taken on a coordinated basis.

Next, I would like to talk about some of the operating principles of a supervisory college: organisation appropriate to financial group, communication of risk assessments among supervisors, cooperation among member supervisors based on agreements, leadership of the process by the consolidating supervisor (initiates, chairs, designs work plans). These are drawn from a document recently published by the Committee of European Banking Supervisors (CEBS). They make good sense and are reasonable for any host supervisor forming a supervisory college to take on board. First, the supervisory college needs to be organized in a way that is appropriate for the financial group. It means that if a financial group has components (subsidiaries or branches) in particular national jurisdictions, the supervisors from those jurisdictions need to be key members of the supervisory college. Another key principle is communication of risk assessments amongst

all of the supervisors in the college so that they develop a holistic view of the risk within the financial group. Then there is cooperation among member supervisors based on agreements. At present agreements amongst national supervisors tend to be bilateral MOUs but there is scope here for a multilateral agreement that would underpin a supervisory college. Another key principle is that the consolidating supervisor leads the process. “Leads the process” means more than providing sandwiches and coffee. It means initiating the college, setting the agenda, chairing meetings and most importantly, designing work plans.

There are several other operating principles as well. Colleges gather and share relevant and essential information in both going concern and in crisis situations. Colleges develop a common understanding of the risk profile of the group. Colleges coordinate supervisory reviews and risk assessments at the group level. Colleges establish supervisory plans for the mitigation of risks at the group level. Colleges regularly plan and coordinate on-site inspections, including joint supervisory examinations. When inspections take place, the findings need to be shared by the consolidating supervisor with other members of the college so that they understand more about the financial group. Colleges promote harmonisation of approaches and coordinate input to major supervisory decisions so that there is a group view, group strategy to the supervision of the cross-border editing.

There are varying degrees of commitment to the supervisory colleges from those who are already participating in them and there are lots of issues still to solve. One of the issues is whether the con-

solidating supervisor who is designated to lead the college is equipped to lead it. Without casting undeserved aspersions on the Swiss, think, by way of example, about UBS. The Swiss supervisor has a couple hundred employees supervising the entire Swiss financial system. In the case of UBS, the major risk-generating operations are taking place in London and New York. How well equipped are the Swiss authorities to exercise leadership over that college? How likely are the FSA and the Fed to accept leadership from the Swiss? Very likely what will emerge there is a kind of triumvirate. That may be a rational variation on the supervisory college model.

The lack of legal authority will continue to be a challenge, particularly in times of stress when we all begin to protect our own interests first. The lack of legal authority, I think, will be mitigated to some extent as bilateral and MOUs are entered into to underpin the supervisory colleges. The key to making them work is going to be mutual trust and confidence and that does not come overnight. It will take time to build up. One can conclude from this that supervisory colleges will not realize their full potential immediately.

Sharing information is crucial but there may be confidentiality issues that have to be addressed. Not every supervisory body may have the legal authority to protect the confidentiality of information received from another supervisor. Where that condition exists, there will be limitations on information sharing which will undercut the effectiveness of the supervisory college.

Then there is the issue of who to include. For example, HSBC,

I think, operates in something like 120 countries or legal jurisdictions around the world. If you are forming a supervisory college for HSBC, do you include the supervisors from all 120 jurisdictions? That does not make sense. It would be too large and too cumbersome. So as a practical matter, the lead supervisor needs to pick those national supervisors who are responsible for the material entities and operations within the group. They will likely become the core members of the supervisory college with those supervisors responsible for less material operations moving into another category.

Another issue that I should mention is whether supervisors of branches should be included. When supervisory colleges were originally designed for Basel II purposes branches were excluded because they do not have capital. In the case of supervisory colleges for broader purposes, branches should be included because material operations can be found in branches just as they can in subsidiaries.

Now for some practical advice: On the question of who should be included, a practical approach is to have a core group which includes supervisors of material operations/entities and then have some sub-colleges which may include groups of regional supervisors, including those supervisors who are responsible for less material groups.

There should be regular meetings. The lead supervisor should work hard to ensure that senior people attend. There will be a tendency over time for the participating supervisors to send more junior people, but the colleges will not work effectively unless senior people are part of it. As suggested by the G-20, there should be direct con-

tact with the supervised financial group.

If you are a home supervisor, it is going to be very important for the home supervisor to set the tone. To exercise leadership, generous information-sharing will be the key to establishing the trust and confidence that will underpin the operation of the supervisory colleges. The home supervisor will have to take the lead. We found, in the global financial crisis, that home supervisors often did not share information quickly or fully. They tended to be very slow to advise host supervisors about the extent of the problems of the entity that they were supervising. That is an issue that home supervisors will have to address.

For host supervisors, there is a need to accept leadership. There is a related need to share information generously with the home supervisor. Another tip that I learned while I was working in Singapore as host supervisor for many globally important entities is that you cannot wait for the home supervisor to warn you. You have to get on the plane regularly to stay in contact. To some extent you have to protect yourself.

The most important piece of advice is this: supervision is a relationship business. If you are going to make a supervisory college work, you have to build personal relationships with your colleagues in home/host supervisory bodies. Those personal relationships have saved me time and time again. They have enabled me to get information informally that I would never have received through formal channels. That, I think, is the ultimate key to making supervisory col-



leges work.

Thank you very much.



# Cross–border Banking and Frameworks for Crisis Management and Resolution

*Luis Cortavarria-Checkley\**

In this session of the conference, I would like to discuss key issues in cross-border banking and recent trends on crisis management and resolutions on global firms.

Let me begin by stressing that in the last two decades financial globalization has expanded at a rapid pace. Cross-border banks have also expanded in many emerging countries and now account for more than 40 percent of their total bank assets. Such expansion has brought positive results for both home and host countries.

Unfortunately, the global crisis that we are undergoing has cruelly reminded us that cross-border large banks can and do fail, creating a chain of undesired effects in a number of economies. We have seen that there are gaps in the supervision of cross-border financial firms that prevented the timely identification and response to the risk concentration. More importantly, the crisis has reminded us that cross-border expansion has occurred within an ineffective resolution framework.

---

\* Advisor, Monetary and Capital Market Department, International Monetary Fund

Today, I would like to discuss these issues from three dimensions. First, I will briefly discuss the main motivations for banks to go abroad and for home and host banking authorities to facilitate cross-border banking. Secondly, I will highlight the main challenges of resolving cross-border banks. Thirdly, I will share some considerations on financial globalization, cross-border crisis prevention and crisis resolution.

## **I. Why did banks expand overseas?**

An interesting question is why banks expanded their presence overseas rather than merely increasing international trade financing. Five possible reasons can be identified. First, banks wanted to stay close to key corporate clients. As corporate customers expanded abroad, banks followed their clients abroad. Banks opened subsidiaries and/or branches in the same markets to provide better service and to share in the income of their clients' expanding business without taking foreign exchange risks. Second, banks maximized brand value by participating in mature or emerging markets. The banks' main objectives were to maintain profitability, especially in the retail market. Retail banking requires a physical presence and an international "brand" that can attract retail clients. Third, banks expected to capitalize from the development of new financial products and risk management systems. A new market for products that have been successfully developed at home is always attractive, as no additional development cost is needed. Fourth, banks wanted to benefit from the widespread financial liberalization. The presence of political forces lifting barriers to

expand business abroad has also been a factor contributing to the expansion of cross-border banks. The fifth one is risk diversification. The possibility for banks to reduce their reliance on their home market to sustain growth and profitability has helped them to minimize market volatility arising from changes in the economic cycle in their home country.

These developments have had positive results. Foreign banks have increased market competition and expanded financial services. For emerging markets, the presence of cross-border banks strengthened market perception about the resilience of the banking systems. On the cross-border crisis prevention front, measures were adopted in an effort to avoid the repetition of such earlier cases as the BCCI failure, including consolidated supervision, adoption of sophisticated risk management procedures, and the establishment of supervisory MOUs. However, the current crisis has shown that such measures were not effective enough and gave us a false sense of security. The FSB and supervisory bodies are revisiting policies in an effort to further enhance cross-border crisis prevention such as the establishment of college of supervisors for large firms, which has already been covered by Mr. Palmer.

This crisis has also shown that the lack of consistent and effective resolution schemes at the national and international level limit the ability of both host and home supervisors to prevent, or adequately address, insolvency of a parent bank.

## **II. What are the main challenges that arise in the resolution of cross border banks?**

Over the years we have seen coordination problems and tension in the following three phases (early intervention measures, implementation of crises containment measures, and crisis resolution and bank restructuring) in addressing cross-border banking problems due to the lack of consistent and effective resolution schemes in countries and at the international level.

First, let us talk about early intervention measures. While communication, coordination and information sharing among supervisors are essential, their effectiveness is limited in a crisis. For instance, if a problematic parent bank is not systemic in the home country, its supervisor may take a tough line. However, if it has branches in foreign countries that are systemically important, host supervisors may try to delay any windup process. More importantly, different prompt corrective actions and triggers are also causes of tension between authorities. If different authorities intervene at different points in time using different tools, the resolution of a financial firm is unlikely to maximize the recovery for a creditors' best pay-off scenario.

Second is the implementation of crisis containment measures. The principle of parent responsibility (or home country control) in the supervision of branches and the treatment of subsidiaries as independent legal entities under the host country laws are generally-observed principles and often included in Memorandums of Understanding(MOU) between supervisory authorities in different countries. Nonetheless, in

a crisis situation the actual implementation of containment measures stipulated in the law becomes problematic when dealing with “lender of last resort facilities” and deposit insurance. In principle, in the case of liquidity problems, a home country is responsible for providing support to both the parent banks and their branches abroad. However, if the parent bank is distressed and its branches abroad are systemically important in the host countries, will the home country central bank provide liquidity to the branches abroad? On the other hand, will the host country authority be forced to provide liquidity to a systemically important branch or a subsidiary of an international bank?

Another area of potential conflict surrounds deposit insurance. Both branches and subsidiaries are generally subject to host country deposit guarantee schemes. The regime within the EU represents a notable exception where foreign branches are subject to the home country deposit guarantee scheme. However, if the deposit coverage at the home and host country is not similar, there is the risk of deposit migration. Moreover, there is a concern about the funding of the deposit guarantee scheme, as seen in the recent disagreement between the Icelandic and the Dutch and British governments concerning the honoring of the deposit insurance. If funding issues are not clear and limited, such disputes could be repeated elsewhere.

On crisis resolution, the tension between the home and host authorities arises on two fronts: the adoption of extraordinary measures and the resolution approach. As for the adoption of extraordinary measures, it seems unlikely that a home country’s authority will provide public support to foreign bank branches (for instance, providing

government guarantees or capital injection). In turn, it seems unlikely that the host authority will be able to sustain, with public funds, the survival of a branch of a foreign bank as such.

Secondly, there are two mutually exclusive approaches to resolving these difficulties: territorial approach and universal approach. Under the territorial approach, also known as “ring-fencing,” each country adjudicates claims against the assets within its borders for the benefit of the creditors of the insolvent local firm. This approach focuses on the primacy of national law although courts or administrators may cooperate with foreign proceedings. In general, the law, where the assets are located, controls their distribution. The supervisory response to the adoption of this approach is to force branches to act as quasi-subidiaries: maintain a certain level of assets above liabilities in the country or require the holding of the so-called “dotation capital”.

In contrast, the universal approach allows a single jurisdiction to adjudicate the worldwide claims against the debtor and its worldwide assets with the cooperation of courts or other authorities in each affected country. This approach effectively applies national law to all worldwide assets and claims.

Most nations currently apply a territorial approach to cross-border insolvencies. The primary exception is member countries of the European Union that follows the universal approach.

There are clear limitations to these approaches. First, the issue of



territoriality or universality refers only to the resolution of foreign branches. Subsidiaries are resolved within the host legal framework. In addition, neither approach applies to the resolution of cross-border financial groups, which has been the case of Fortis, Dexia, Lehman Brothers and the Icelandic banks. Hence, there is clearly a need at the national and international level for a more orderly and predictable framework for crisis management and the resolution of cross-border banks and financial groups.

### **III. Preliminary Consideration on the Development of Cross-Border Framework**

Let me start by stressing that actions are being taken to address the above-mentioned problems. In April 2009, the FSF (FSB) issued a set of “Principles for Cross-border Cooperation on Crisis Management,” which has been endorsed by the G-20 Leaders at the London Summit. Through these principles, relevant authorities — including supervisory agencies, central banks and finance ministries — commit to cooperate both in making advanced preparations for dealing with financial crises and in managing them. In September this year, the Basel Committee on Banking Supervision published a Consultative Document, titled “Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group”, prepared on the basis of lessons learned from the failure of Dexia, Fortis, Lehman Brothers and Kaupthing. This document proposes a middle ground between burden sharing and the ring-fencing approach for dealing with crises. The report’s main recommendations broadly cover crisis prevention, crisis management and resolution and

crisis exit. On October 20, 2009 the Commission of the European Communities published a Staff Working Paper for consultation on measures necessary for a new EU Framework for Cross-Border Crisis Management to the Banking Sector. This consultative communication stresses that a framework for bank resolution is needed at the EU-level and that this should address weaknesses identified in the ongoing crisis and be designed to fulfill a commonly agreed objectives about how to deal with ailing banks.

In the same vein, allow me to informally share with you some working ideas on the subject, which are still at very preliminary stage and do not represent a formal staff position yet.

### **General principles**

First, globalization means that it is important that there be effective surveillance of potentially cross-border systemic linkages. Therefore, enhancing our understanding and monitoring of global systemic linkages require undoubtedly stronger coordination, information and sharing agreements. Secondly, the discussion of the future of cross-border banking cannot be separated from proposals on how to handle “too big too fail” firms, including the unwinding of systemically important institutions. Thirdly, consideration should be given to the trade-offs between financial stability and efficient operations. Ring-fencing capital and liquidity may reduce the cost efficiency of cross-border institutions and may restrict cross-border bank lending. Fourth, financial groups operate through branches and subsidiaries, which are commonly interconnected. While strengthening coordination and information sharing is critical, in the case of resolution, the lack of a

consistent national resolution scheme and an internationally agreed framework is likely to limit the most optimal recovery level for all creditors and to remain a source of tension between national authorities.

### **Crisis prevention**

The establishment of a college of bank supervisors for the largest 30 financial conglomerates is welcomed news in the process of strengthening the supervision of cross-border firms. It is important that MOUs are as standardized as they are feasible and that steps are taken to ensure that they are binding in both normal and difficult times. A measure in that direction could be a condition to only allow cross-border banking if both home and host supervisors are legally and institutionally permitted to provide sufficient collaboration and coordination with their foreign counter-parties.

### **Crisis resolution**

Authorities need to blend aspiration with pragmatism. To preserve the benefits of global capital flows, continued progress should be sought on the sharing of information, alignment of the treatment of failing cross-border entities in national insolvency regimes, crisis management preparations, and optimally ex-ante agreements to share the burden of failing institutions. To this end, countries must work to establish effective bank resolution frameworks to deal with the failure of financial conglomerates and gradually move towards an internationally agreed resolution framework of large firms on the basis of broad and robust principles and implemented at the group level.

These broad and robust principles would provide the respective jurisdictions with the flexibility to tailor their regimes in line with their financial and judicial system. There should be a formal process to adopt such high-level principles by sovereignties across the membership.

However, we recognize that a uniform solution to resolution of cross-border banks through an international treaty raises many issues of national interests and national sovereignty.

Perhaps the best way forward is to begin talking about those measures where some level of consensus already exists. Some key features of national laws may be feasible to facilitate cross-border bank resolutions, including expanding insolvency toolkit so all countries have the same resolution options, agreeing on a common definition of insolvency, the triggers for the commencement of insolvency proceedings, netting & set-off of claims, and the enforcement of security interests.

Until these arrangements are sufficiently robust to survive a repetition of the international failures of 2008 and legally enforceable, ongoing efforts to plan on the basis that cross-border banks are “global in life but national in death” must be recognized. This will put pressure on host countries to limit the operations of cross-border groups that are systemic to subsidiaries with adequate capital and liquidity.

Finally, while coordinating efforts are clearly being made between home and relevant host bank authorities, consideration should be giv-

en that non-relevant components of a financial group may be systemically important in some host jurisdictions, so that the early engagement of their national authorities in the discussion of the future of a cross-border firm is highly recommended. In turn, the host authority must be legally able and willing to keep the home authority informed on the financial condition of branches and subsidiaries of foreign banks.

In closing, let me stress what Mr. Viñals has mentioned in his presentation, we at the Fund believe that banking resilience under a market economy resides in the effective functioning of four fundamental pillars: first, a well-targeted and calibrated regulatory framework; second, the presence in banks of a seasoned and highly-trained management team capable of identifying, measuring and addressing risks on a timely basis in the context of well-designed prudent policies, early warning alerts and strict governance rules; third, an efficient and rigorous supervisory arrangement — appropriately empowered with a strong toolbox of remedial measures — that ensures that banks are run soundly and safely on the basis of a comprehensive risk management system; and fourth an effective and proactive resolution framework in place that allows an orderly firm's exit (voluntarily or forcefully) while minimizing moral hazard and cost for creditors and ultimately taxpayers. We expect that the weaknesses uncovered by the crisis in all four pillars will be addressed so that potential delays in the structural strengthening of supervisory agencies and banks will not imply burdening the real sector with costly over-regulation that ends up having unintended consequences to financial globalization.



# How to Throw Sand in the Wheels of Foreign Capital Flows: Regulation, Institutional Building or Bail-out?

*Kyung Soo Kim*\*

## 1. Introduction

Capital inflows are pro-cyclical. They magnify the business cycle. Through financial intermediation capital inflows push up domestic liquidity and aggravate economic imbalances. Asset price inflation is a typical example. From time to time, the pro-cyclicality turns into a boom-bust cycle. Massive capital inflows end up with a sudden stop and a reversal of capital flows, and a severe economic contraction follows. As a matter of fact, small open economies, especially emerging market countries where the domestic financial markets are less developed, are very vulnerable to capital flows.

Since the South American and Asian crises in the 1990s, EMEs have implemented a variety of policy measures to respond to the sudden stop risk: securing lots of foreign reserves, regulating capital flows and imposing micro-prudential regulations on the foreign ex-

---

\* Deputy Governor, Institute for Monetary and Economic Research, Bank of Korea

change sector. Despite these policies, coupled with a sound economy and minimal direct exposure to sub-prime related assets, most emerging nations have recently experienced severe economic difficulties sparked by the interruption of capital inflows and subsequent massive capital outflows. Drawing lessons from the global financial crisis, this paper evaluates the limits of the current policy measures and discusses the implications for policy in the future.

## 2. Pro-cyclicality and Sudden Stop Risk

As I said, capital flows are pro-cyclical. Overall, as you see from Table 1, capital flows in the middle-high income countries, like Korea, and middle-low income countries are very pro-cyclical. In good times in middle-high income countries, net capital flows equivalent to 4.4 percent of GDP flowed in, but in bad times this decreased to 3 percent. So, this is quite different from what we have learned in textbooks.

〈Table 1〉 Amplitude of the Capital Flow Cycle

Countries	Net Capital Inflows/GDP		
	Good Times	Bad Times	Amplitude
	(1)	(2)	(1)-(2)
<b>OECD</b>	0.5	0.4	0.1
<b>Middle-High Income</b>	4.4	3.0	1.4
<b>Middle-Low Income</b>	4.2	3.0	1.2
<b>Low Income</b>	3.9	3.6	0.3

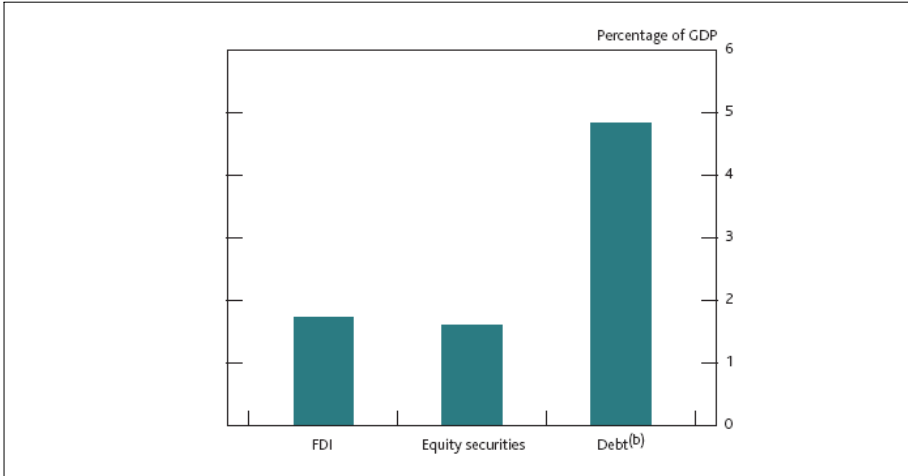
Notes: Capital inflows/GDP is expressed in percentage terms. Good (bad) times are defined as those years in which GDP growth is above (below) the median.

Source: Kaminsky *et al* (2004), "When It Rains, It Pours: Pro-cyclical Capital Flows and Policies," NBER Working Paper No. 10780.



Of course, pro-cyclicality depends on the specific type of capital flows. For example, the volatility of debt flows is much greater than that of equity or FDI flows. Moreover, there is a positive correlation between net liabilities and vulnerability to external shocks as seen in Figure 2. In this regard, it is crucial to construct an economic environment suitable to attract more stable sources of foreign capital. The internationalization of the currency is another factor that explains this relationship. Australia has a ratio of almost 60 percent foreign net liabilities to GDP but is much less vulnerable than Korea. Unlike Korea Australia is able to hedge its debts thanks to the internationalization of the Australian dollar.

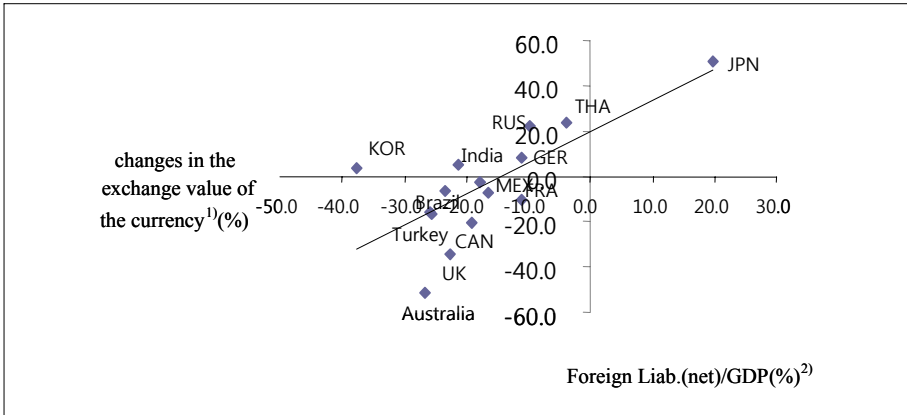
〈Figure 1〉 Volatility of Capital Flows to Emerging Economies in 1980-2006



Note: Debt consists mainly of debt securities and bank loans, but also includes trade credits, currency and deposits and loans by multilateral institutions.

Source: Felices *et al* (2008), "Capital Inflows into EMEs since the Millennium: Risks and the Potential Impact of a Reversal," Quarterly Bulletin, Vol. 1, Bank of England.

〈Figure 2〉 The correlation between foreign liabilities and response to external shock



Notes: 1) The appreciation(+) and depreciation(-) rate of the domestic currency against USD at Nov. 25, 2008 compared to the end of 2007.

2) In the second quarter of 2008 for Korea and the end of 2006 for others.

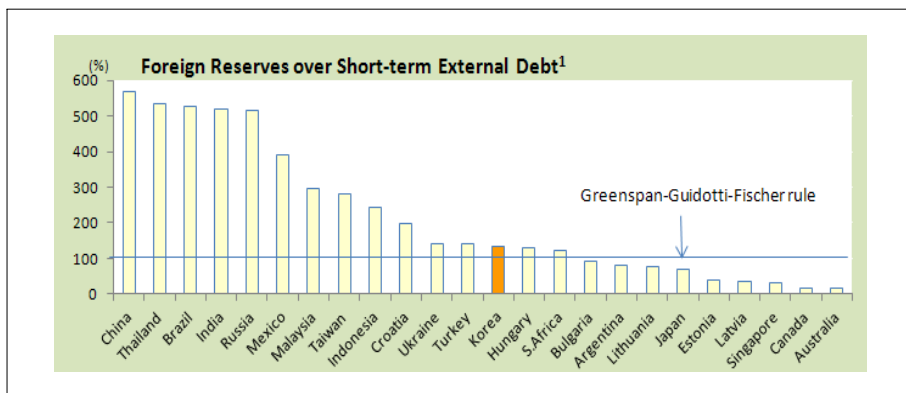
Source: IFS

### 3. Various policies to cope with sudden stops: an assessment of their effectiveness

#### Building up FX reserves

As for the various policy measures to deal with sudden stops, the first point concerns the building-up of foreign exchange reserves. Many emerging market countries have enlarged their foreign exchange reserves on a massive scale since the Asian crisis in 1997-1998. As of the end of 2008, the ratio of foreign exchange reserves to short-term debt exceeded the Greenspan-Guidotti-Fischer rule, which says that a central bank's foreign reserves should equal short-term external debt (one-year or less maturity).

〈Figure 3〉 Foreign Reserves over Short External Debt



Note: 1) International Reserves as a percentage of short-term external debt (Dec. 2008)

Source: IMF, Worldbank-BIS database

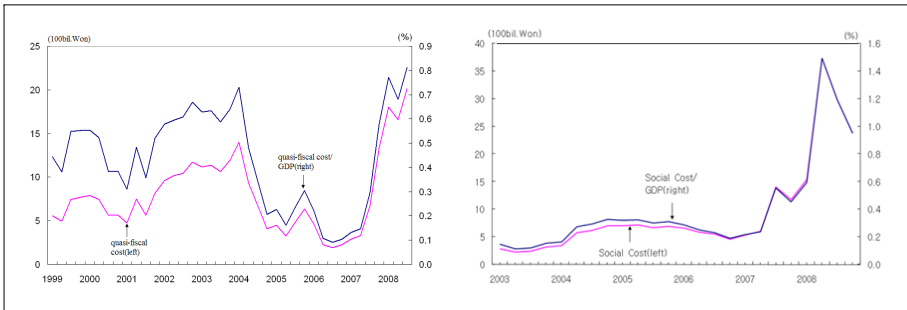
Though having more reserves than this guiding rule suggests, most countries still suffered from the crisis. That means the foreign exchange reserves build-up was still not enough to defend foreign exchange stability during the global crisis. In an actual crisis situation, the adequate scale of foreign exchange reserves greatly exceeds its level at normal times in view of the run-down of the foreign exchange reserves because of sudden stops.

In addition, this policy entails costs and negative side effects. The accumulation of foreign exchange reserves is accompanied with its own costs: quasi-fiscal and social costs, moral hazard problems, global imbalances, etc. The quasi-fiscal cost is the net cost of sterilization, but the social cost, I believe, is more important. The social cost is the difference between the cost of borrowing by the private sector and the return on the reserves held by the central bank, and that is much greater than the quasi-fiscal costs. Moreover, with the gen-

eration of a vicious circle (expanding foreign reserves  $\Rightarrow$  provoking moral hazard of financial institution  $\Rightarrow$  increasing short-term external debt), the acute volatility of capital flow may be heightened which implies that we might have a more serious capital inflows problem on our hands.

〈Figure 4〉 Quasi-fiscal costs of FX reserves

〈Figure 5〉 Social costs of FX reserves



Notes: 1) In Korea

2) Quasi-fiscal cost: sterilization cost - yield on reserves

3) Social cost: cost of private foreign borrowings - yield on reserves

### Regulation on capital flows

The second point concerns the direct regulations on capital flows. Some countries, including Brazil in 2009, implemented capital controls such as a VDR (variable deposit requirement), capital transaction tax, placing a ban on money transfers overseas, etc. As you can see from Tables 2 and 3, there are many instances of direct regulations imposed on capital flows. In regard to capital inflows, in addition to Brazil, Thailand, Colombia, and Chile imposed them in the 1990s. For outflows, the most recent case is Malaysia because after the East Asian crisis, instead of going to IMF, they controlled the capital flows.

〈Table 2〉 Regulation on Capital Inflow

Country	Period	Regulation
Chile	1991~98	VDR
Brazil	1993~97, 2009	Capital transaction tax
Colombia	1991~2000, 2007~08	VDR
Thailand	1995~97, 2006	Unremunerated reserve requirement

〈Table 3〉 Regulation on Capital Outflow

Country	Period	Regulation
Ireland	1992	Restriction on transactions with non-residents
Spain	1992	Deposit requirement on capital transactions between domestic banks and non-residents
Thailand	1997~98	Dual FX rate, regulation on FX position and remittances abroad
Hong Kong	1997~98	FX and stock market intervention
Malaysia	1998~2001	Regulations on FX position and remittance abroad

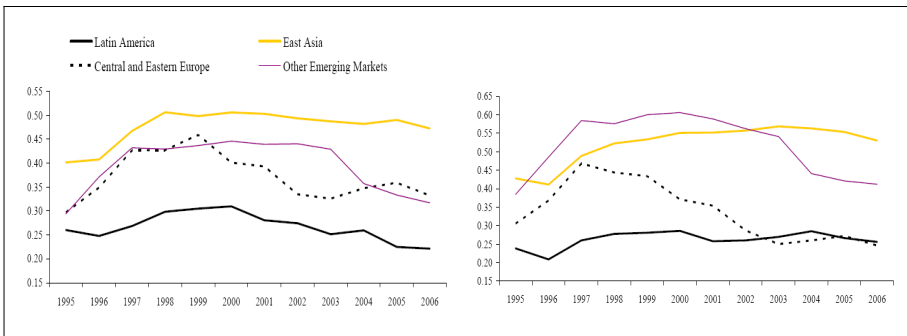
Source: Lee *et al* (2009), “Assessing Sudden-Stop Episodes and Policy Responses in Major Economies, and Their Implications,” International Department, Bank of Korea.

However, there is little evidence that capital controls are effective in achieving their macroeconomic objectives beyond a limited period. Controls on inflows hardly affected the volume of net flows in most countries, although it seems that they were able to temporarily tilt their composition toward longer maturities in a few cases such as Chile after 1991. Controls on outflows appeared to have reduced net capital flows and allowed a more independent monetary policy in

Malaysia after 1998, but there is little support for such outcomes in other countries.

Capital controls cannot be harmonized with financial globalization. While most capital control measures were withdrawn after being implemented for only a short period of time, many countries recently eased controls, in line with the general trend toward increased financial integration.

〈Figure 6〉 Capital controls on inflows 〈Figure 7〉 Capital controls on outflows



Note: A higher figure means more capital controls.

Source: Cardarelli *et al* (2009), “Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses,” IMF Working Paper 09/40.

My assessment is that capital controls may be useful within a very limited scope; for example, capital controls against highly speculative international flows. In this case, in order to avoid the ‘stigma-effect’ and enhance policy effectiveness, the controls should be imposed prudently while gaining international cooperation.

### **Regulation on FI's FX soundness**

Now, let us talk about the regulation of financial institutions' foreign exchange soundness. Emerging economies have been strengthening micro-prudential foreign exchange regulations such as the requirements on the ratios of foreign exchange positions and foreign exchange liquidity. Micro-prudential regulation has contributed greatly to reducing the exchange risk of individual financial institutions and corporations, but done little for risk management of the whole system.

The fallacy of composition explains why micro-prudentiality does not guarantee macro-stability. Even though the foreign exchange soundness of an individual financial institution is in a good shape, its index of macro-prudentiality in terms such as the structure of external debt and the risk of currency mismatch within the system as a whole could be aggravated. Not only that, the risk management of individual financial institution rests generally on normal distribution assumptions, running up against limits in managing 'fat tail risk' or risk transfer between financial institutions.

## **4. What are the policy lessons from this crisis?**

The dramatic changes during the recent global financial turmoil have raised policy issues in many dimensions. For a successful response to crisis, we need to take comprehensive approaches such as internalizing economic agents' risks, improving macro-prudential regulation, enhancing international financial cooperation, promoting cur-

rency internationalization, improving the quality of capital flows, and strengthening the domestic financial sector.

### **Internalizing Private Economic Agent's Risk**

As it would not have much effect if limited to unilateral regulation by the policy authority, the key is to establish an incentive mechanism that can harmonize individual economic players' optimizing activity in a way that does not detract from the soundness of the overall economy. Notably, in order to deal with the currency and maturity mismatches arising from the moral hazard of the banking sector, it is necessary to internalize the cost of raising short-term external debt.

### **Improving Macro-Prudential Regulation**

It is crucial to strengthen macro-prudential regulation taking a fresh perspective of finding and tackling the risk factors across the financial system as well as securing the soundness of individual financial institution. It is urgent to strengthen real-time monitoring of foreign exchange positions and liquidity conditions; to develop a risk index that can measure the foreign exchange soundness of the overall system; and to conduct regular stress testing using this index.

In this regard, the G-20 summit reached agreement on reforming the international framework in the following key areas to strengthen financial stability: eliminating shortcomings in the Basel II framework; implementing strong new risk management standards for financial institutions; improving weaknesses in accounting practices; developing sound compensation practices; introducing "central counter-parties" for the clearing of credit default swaps; to reduce the sys-



temic risk arising from this market; and developing stronger regimes for oversight of credit rating agencies.

### **Strengthening International Cooperation**

With the progress of financial globalization, it is not possible for an individual nation to fully manage cross-border risks on its own; therefore it is necessary to improve the financial framework to mitigate the risks by way of international cooperation. For example, the necessity of relying on FX reserves can be mitigated if international cooperation works well. In fact, Korea benefited during this crisis from bilateral currency swap arrangements with the US Federal Reserve. Financial cooperation between intra-regional nations by the setting up of multilateral funding and arranging of currency swaps can also serve as a safety net relevant to foreign currency liquidity. Meanwhile, working out systemic cooperative methods that do not bring a 'stigma effect' down on the recipient countries is very important.

### **Currency Internationalization**

We can eliminate 'original sin' related to foreign borrowing by internationalizing the currency at the point when the global crisis subsides. We observe from the case of advanced nations, which have progressed currency internationalization, that their shares of foreign reserve are relatively low and their exchange rate volatility when a global financial shock erupts is small.

As you can see from Tables 4 and 5, at the end of 2007 Korean reserves represented 27 percent of GDP. However, for countries in

the process of currency internationalization, the average is just 10 percent and the ratio for countries with an internationalized currency stands at 8.4 percent. In terms of volatility, the Korean won, measured in terms of standard deviation, was 4.43 last year, which is much higher than that of countries in the process of currency internationalization or with an internationalized currency.

〈Table 4〉 FX reserves compared to GDP<sup>1)</sup>

	Countries in process of currency internationalization					Countries with internationalized currency			
Korea	Australia	Canada	New Zealand	Switzerland	Average	Japan	UK	EURO	Average
27.0	2.7	2.9	13.2	22.0	10.2	21.8	1.8	1.8	8.4

Note: 1) in 2007

Source: IMF, IFS

〈Table 5〉 Volatility of FX rate<sup>1)</sup>

Period		Countries in process of currency internationalization				Countries with internationalized currency			
	Korean won	Australian dollar	Canadian dollar	New Zealand dollar	Swiss franc	Euro	Japanese yen	UK pound	US dollar
2001-07	1.45	1.92	1.64	2.10	0.81	1.21	1.69	1.04	1.49
2008	4.43	4.71	2.85	1.51	1.73	1.92	4.32 <sup>2)</sup>	1.19	2.40 <sup>2)</sup>

Note: 1) Standard deviation in changes of nominal effective FX rate (monthly avg.)

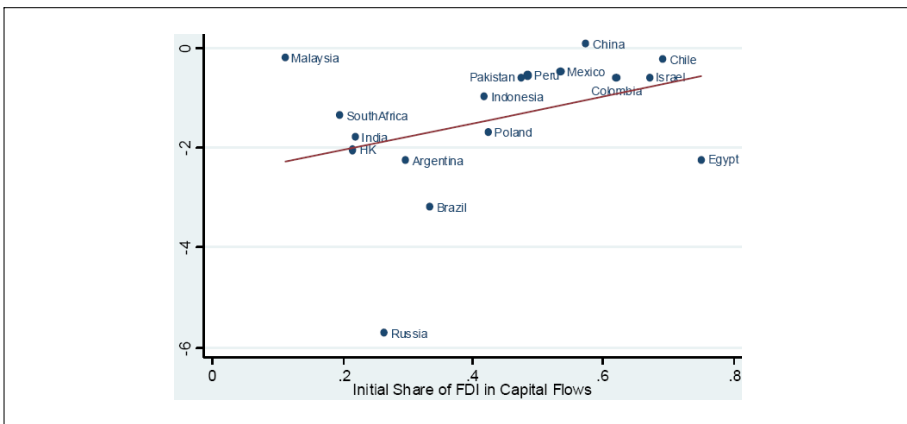
2) Originated from currency appreciation

Source: BIS

However, it will not be easy to attain currency internationalization in a short space of time, due to the hysteresis and network externalities of an international currency. Furthermore, countries in the early stages of currency internationalization tend to have even greater vul-

nerability to external financial shocks. Therefore, it should be implemented step by step, mainly focusing on expanding the use of group members' domestic currencies within the regional bloc at an early stage.

(Figure 8) The extent of capital flow reversals vs the initial share of FDI in capital flows



Note: On the Y-axis are changes in log(capital inflow /GDP) between 2007-2009, and on the X-axis the share of FDI in capital flows in 2007.

Source: Tong and Wei(2009), "The Composition Matters: Capital Inflows and Liquidity Crunch During a Global Economic Crisis," NBER Working Paper No. 15207.

### Improving the Quality of Capital Flows

As far as the capital inflow problem is concerned, FDI is a good one. As shown in Figure 8, the extent of capital flow reversals depends on the initial share of FDI in capital flows. A country with a greater proportion of FDI suffers less from the capital inflow problems.

### **Establishing Sound and Efficient Economic System**

By strengthening the linkages between the foreign exchange and financial markets, we can prevent market distortions which lead to the prolongation of windows for arbitrage transactions. It is also important to manage the conventional macroeconomic policies as the stability of the macro-economy ultimately matters for the prevention of dramatic surges in capital flows. With regard to central banks, pursuing only consumer price stability is not sufficient for guaranteeing macroeconomic stability. The recent global crisis has shown that CBs may need to play a bigger role in financial stabilization and macro-prudential policies.

Thank you.

# The Challenge of Unwinding Policy Interventions During the Crisis

(Panel Discussion)

**Yoon-Je Cho<sup>1</sup>**: I gave all the panelists four issues to think about before making their presentations today. First, what is the prospect of the global economic recovery and what are the risks and challenges? Second, how do we evaluate the policy responses of the major countries to the recent financial crisis? How about in the case of Korea? What are strong and weak points and the risks involved? Third, when would be the proper time to unwind the policy interventions carried out during the crisis, namely exit strategies? To what extent should the international coordination of exit strategies be emphasized considering that the recovery pace and business cycles are different among countries? Could the timing of the exit strategy for fiscal and monetary policies be different? When should Korea start tightening its monetary policy? Finally, what should be on the main agenda for the G-20 Summit in November of next year. Dr. Oh-Seok Hyun, would you mind starting first?

**Oh-Seok Hyun<sup>2</sup>**: Let me first start discussing the prospect of the global economic recovery. While the recession in advanced economies including the US begins to ameliorate, the global economy

---

1) Dean, GSIS, Sogang University / Senior Advisor, Institute for Global Economics

2) President, Korea Development Institute

shows signs of a burgeoning recovery especially among newly emerging economies.

Major international institutions such as the IMF have upwardly adjusted the growth rates of developing and emerging countries for both 2009 and 2010 as the economic conditions of these countries have improved faster than expected while estimating that the meaningful recovery of the global economy might be possible starting next year. The recent performance of major developed countries turned out higher-than-expected for the second quarter, a sign of moderation in the rapid decline. Reflecting such trends, the forecasts for economic growth rates of these countries and the world economy are likely to be adjusted upward.

Amid forecasts of the gradually recovering global economy, developing economies including China are projected to continue a relatively robust recovery phase, which implies that Korea's exports are likely to recover faster-than-expected. The OECD leading indicators, closely related to exports, are moving upward. Accordingly, the economic conditions of Korea's major export countries, including China, improved faster-than-expected.

However, there are still concerns over the possibility of a weakening recovery pace in the future centering on advanced economies, which are suffering from continuing instability in employment.

Given the fact that risk factors in the US financial market have not been eliminated completely, it is still too early to feel secure, but

the possibility of double-dip, causing financial instability that leads to a global economic recession as was seen in the fourth quarter of 2008, has been significantly reduced.

Nevertheless, it is very important to keep an eye on the changes in economic indicators such as housing prices and the ratio of non-performing loans of financial institutions including commercial banks.

I would now like to move to the second topic about policies. Recently, advanced economies are showing signs of a slower economic decline and also are hinting of potential recovery as their financial markets stabilize owing to the expansionary macroeconomic policies as well as emergency financial support measures. In this context, these policies, I believe, have brought very positive effects so far, but considering the remaining risk factors within the global financial markets, more in-depth evaluation can be made only after full-scale recovery is conclusively established. However, there is also a concern over the possibility of large-scale issuance of Treasury bonds by advanced countries, which might work to limit the liquidity supply for newly emerging economies and developing countries in the long run.

Although not an imminent concern, the Korean economy is projected to face a national debt of 50% of GDP in 2013, up from the current 35%, meaning that Korea's financial solvency could deteriorate faster than expected.

In retrospect, it is necessary to be mindful that the current ailments such as the chronic deficit problem, which the advanced economies are suffering from, were due to the rise in interest expenditures of government debts incurred by the aggressive economic stimulus policies during the First Oil Shock in the mid-1970s.

Now, moving on to the third topic, exit strategy, we have to consider two parts: one is how to implement the exit strategy and the other is dealing with international coordination. Also, when talking about exit strategy we have to take look at the timing, scale and sequence. In the case of a full-scale economic recovery, it is necessary to minimize the potential side effects, such as asset market bubbles and an overheated economy, which may occur in the economic recovery process when normalizing the emergency response measures. Exit strategy is a part of the normalization process for the diverse policies, which were inevitably implemented to respond to the pending crisis.

When considering that all diverse policies implemented during the crisis are subject to exit strategies, applying the strategy in a unified timetable frame will be most difficult. For example, the measures such as government's payment guarantee for banks can be normalized in two ways, either by maintaining or discontinuing them just like the "on-off" method. However, there is a clear difference for expansionary monetary and financial policies in the fact that these policies can be maintained throughout the normalization process by adjusting the degree of their policy implementation.



Meanwhile, the normalization of financial and monetary policies should be gradually implemented by carefully adjusting their stimulus impact to parallel the improvement progress of economic conditions, so that it will prolong the recovery pace and maintain a sustainable and steady economic growth in the medium run. On the other hand, since the change in the policy stance of a nation can have a significant impact on other countries through trade and financial channels, a certain degree of international cooperation is required in the process of implementing exit strategies.

Reflecting these possibilities, world leaders participating in the G-20 Summit reached an agreement on the principles of the global cooperation in implementing exit strategies, but no unified restrictions were made to determine the time schedule and the scale of exit strategy in each country.

Finally, I would like to say a few words about the G-20 Summit next year. Before we discuss agendas in the next G-20 summit, we should understand what changes are going on in the world economy.

There are four interrelated sets of drivers of change. The first driver of change is the shifting global demographic and economic balance. China is widely predicted to be the largest economy in early 2040 with the US economy in second place. Other emerging market economies, including Brazil, Indonesia and Russia, will be important economic players, while individual European countries will recede in importance. Continental Eurasia will be the new hub of global integration. The US will remain a superpower, but only one amongst many.

Second, the current financial and economic crisis - triggered by poor macroeconomic management and lax financial regulation - reflects the realities of long-term financial imbalances among key economies. It shows the difficulty of managing a highly interdependent global financial system in the absence of agreed-upon global financial surveillance, supervision and regulation. It is likely that the risks of global financial stress will continue in the coming decades.

Third, global disparities will increase as the rich and rapidly growing economies do well, while many poor and stagnating countries are left behind. There is potential for rising disparities within countries, too. These inequities will reinforce risks of domestic and cross-border conflict. At the same time, the industrialized countries face a progressive loss of traditional industries, jobs and wages.

Fourth, rising food and energy prices, environmental threats and the risks of global epidemics - reinforced by population pressures - particularly affect the poorest countries.

Growing global interdependency across borders and sectoral lines mean that individual countries can no longer address these threats alone and that a global response has to be coordinated across sectors.

There is a growing and widespread recognition that the current system of global governance has become increasingly fragmented, ineffective, outdated and resistant to change. This systemic weakness is reflected in the persistent stalemate on many of the pressing global

issues—most notably the Doha Trade Round—but also on poverty and climate change.

The G-20 summit has laid the first step towards international policy coordination. Agendas for the G-20 summit should have five main dimensions. The first two are the immediate priorities of macro-economic stability and financial reform. The third is the medium-term priority of reducing international imbalances. The fourth is the structural reform to support new engines of long-term growth including green growth, and to achieve the principles of sustainability including the creation of more jobs. The fifth priority is global governance in the international institutions including the completion of the Doha Round.

**Barry Johnston:** *What is the prospect for the global economic recovery and what would be the risks of uncertainty?* I think that there is a consensus that the global economy is stabilizing and returning to positive growth but it is uneven and still dependent on policy support. Certainly, in Western industrialized countries a batch of indicators are showing improvements in confidence and manufacturing and financial markets have broadly stabilized. But, there are also some pretty grim statistics out there. The unemployment rates are grim. The non-performing loans in banks are grim. As Jose Vinals said last night, we are only halfway through taking account of the potential losses on banks' balance sheets. So, there is still a long way to go in terms of the recovery.

In terms of risks and uncertainties, I think the central one is how

do we gauge the timing of exits from these exceptional policies so that we can achieve both economic and financial stability. It is becoming clear that it is going to be quite a difficult task because we are seeing, and this is not the first time, the speed of adjustment in financial markets is faster than the real sector. This is going to lead to quite difficult policy decisions. Leaving monetary stimulus in place too long risks creating new asset price bubbles; it is creating these issues of capital flows toward the emerging markets. On the other hand, taking monetary action against that is also going to slow down the recovery. But it does get to the point that, I think, Ted Truman was making in his comments this morning that if there were mistakes of microeconomic policy because we left stimulus in place too long and did not have the right approach to targeting monetary policy, we should be aware of those lessons now coming out of the crisis. Do we also need to think about how we calibrate our monetary policy? Is just looking at low price inflation the right way to think about monetary stimulus? There is a question about whether lax monetary policy in a country will lead to asset price bubbles and then when you adjust policy that leads to much larger corrections *ex ante*. I think that is a question that we will have to struggle with.

I think the other point about deciding when to move away from stimulus is that history may not be a good guide because there has been a considerable loss in potential output due to this crisis. Major sectors have taken hits. The construction and financial sectors, which were engines of employment and growth in a number of the advanced countries, are not going to be in the recovery. So, we have to ask questions about what is the potential output. We know from

past crises that you need significant restructuring of banking systems ex-post to deal with the problems and we have not yet seen that significant restructuring of the banking sectors in the advanced economies. So, there is a question: how do we actually know when we have hit a turning point and when we should take our foot off the accelerator in terms of stimulus?

*How do we evaluate policies responses of the major countries to the economic and financial crisis?* I think that the consensus is that exceptional policy measures have been successful at limiting the threat of a global financial depression. I think there are some congratulations to the speed of response in terms of how they have dealt with the problems: providing guarantees to financial institutions, recapitalizing weak banks, and the central banks providing exceptional liquidity support. These have gone a long way to stabilizing financial markets.

*What would be the appropriate timing of exits?* The conventional wisdom is that we should not take away any stimulus until the recovery is sustainable. Again, as I just pointed out, that is a difficult call because we are in an uncertain environment.

*Should we have international coordination of exit strategies? Should countries make their own judgments?* Countries will be on different exit paths because they have to reflect their own economic and financial conditions, but international cooperation will also be important. That is for the simple reason that national policies have spillover effects. We can have better global and national outcomes

through coordinated policies, but again policy coordination is quite elusive. It is not necessarily going to be that easy to achieve the types of policy coordination that we would like to see which could improve global outcomes. Areas where coordination would be good would be in the mix of monetary and fiscal policies across countries. While it has not been discussed in great detail there is a question of whether it would be better for global economic recovery if say the US were to have a tighter monetary policy, contrary to conventional wisdom, but it would be offset by laxer fiscal policies internationally. This actually might lead to better global outcomes because it might reduce the risk of new asset price bubbles, but it would be a trade-off that you would need to have laxer fiscal policies internationally if the US were to have a tighter monetary policy. However, are we in a position to reach that type of consensus internationally which might be better for the world economy? I not sure we are yet at that stage. That is an area where one could have a debate about the usefulness of international coordination. Clearly, it is going to be important to have coordination on exiting from the multiple guarantees that were put in place simply for the purpose of avoiding regulatory arbitrage and the fact that funds could move to countries which retain guarantees longer. I think coordination is generally good for promoting market confidence.

*Could the timing of exits be different between fiscal and monetary policies?* Yes. I think the advice is that removing the fiscal stimulus first could be considered essentially because it is going to be a more complex path and the scale of adjustment to achieve sustainable long-term debt-to-GDP ratios is quite significant. Thinking about re-

moving fiscal stimulus first is what is being considered internationally and also monetary policy tends to be more flexible than fiscal policy. Leaving monetary stimulus in place too long has its own risks. Also, I would say that it is not just a question of fiscal and monetary policy, a lot of the support of the operations was through the guarantees. Therefore, one has to think about how one also considers exiting from the large government guarantees at the same time.

*What issues should the authorities be mindful of when they prepare for exit strategies?* I think they have to be very conscious of the need to anchor expectations to achieve recovery, consumption and investment. Markets will be very sensitive to the policies that governments take. You cannot go into this process saying, "Please trust us, we'll get it right." They need to be forward looking in terms of how countries are going to exit the policies. So they need good communication strategies to minimize the uncertainty going forward. Also, the withdrawal of stimulus has to be state contingent. We need to be flexible. If things happen which we do not anticipate we need to be ready to adjust to them.

*Issues for the Next G-20 Summit.* One of the key issues going into the G-20 Summit is the question of policy coordination. The G-20 set out in their communiqué in St. Andrews a new framework for policy coordination. That will come to fruition at the November meeting that will be chaired by Korea and that is where the leaders will make decisions on whether they need to adjust their policy mix. There is going to be a lot of steps leading up to that.

The second issue is really to ensure that the initiatives to strengthen the financial regulatory architecture will have sufficient momentum. I think there is a question of whether complacency is becoming a concern. Korean chairmanship will have an important role in ensuring that we do not lose momentum in terms of achieving necessary regulatory reform and that is in many areas. We have talked here quite a bit about how to deal with systemic institutions and how to minimize moral hazards. I see that as a very important issue. Also, there are several others that will probably be included such as dealing with the perimeter of regulation, developing new capital and liquidity standards, and handling the shadow banking system. I think the Korean chairmanship will be quite critical in ensuring that this goes forward.

**Yoon-Je Cho:** Barry, thank you very much. When you were talking about policy coordination in the next G-20 Summit, you mentioned “policy mix.” What do you mean by “policy mix?” Is it to address global imbalance issues?

**Barry Johnston:** It is broader than the imbalance. Clearly, addressing the imbalance is one of the objectives of the policy coordination. The objectives that have been set out are balanced, sustainable growth. They are talking about how will the G-20 collectively ensure that over the next 3~5 years we will have balanced, sustainable, and high quality growth across the G-20 countries. The expectation of the policy mixes is that they will look across not only fiscal and monetary policies but the structural and financial policies as well. It will be quite a broad agenda. We have been asked in the IMF to assess the national policy proposals. The timetable is that these will be pro-



vided to us by the end of January next year, we will come back to the G-20 at the end of February and make an assessment of the consistency of these policy mixes that are being provided and propose alternative policies/stances which could help deal with possible inconsistencies in the policy mixes. This is going to be discussed at the Spring Meeting of Governors and this will ultimately go to the leaders meeting in Autumn.

**Yoon-Je Cho:** Thank you. Our next speaker will be Won-Am Park.

**Won-Am Park<sup>3)</sup>:** The first topic, the prospect of global economic recovery, is beyond my capacity since I am not a forecaster. Well, just summarizing what I have read in the newspapers and economic documents, other people and I distinguish three types of recovery: V-type, U-type and W-type. Most people agree that the most typical case is likely to be a U-type recovery. However, most emerging economies including Korea are closer to a V-type recovery.

Indeed, every quarter the Korean growth projection continues to be revised in a more positive way. For example, this year's economic growth is expected to be positive, rather than negative, and next year's growth is projected to be over 4 percent. In a sense, Korea is following a V-type recovery.

There is a general agreement that this type of recovery was due

---

3) Professor, Hong Ik University

to the extraordinary macroeconomic and financial support measures in Korea and in other countries. For example, one Korean professor estimates that Korea's extraordinary measures amount to the four percent of GDP growth in total. One percent is due to interest rate reduction and monetary expansion policies and the other three percent is fiscal expansion. In Korea, the fiscal expansion was about three times more powerful than monetary expansion. In that sense, there are some weak points. Fiscal expansion cannot be continued. Already fiscal policy is expected to begin tightening next year. Since the government does not plan to give the same size supplementary budget as it did for this year. Next year fiscal growth is likely to be negative in comparison to this year.

Secondly, our investment is expected to grow next year but it could be spurred by inventory investment, not facility or fixed investment. So there are some weaknesses in investment.

Next, I would like to discuss the capital inflow problem in Korea, the appreciation of the won and the damage caused by its appreciation. Under these conditions what would be the proper timing of the exit strategy? Well, no one can determine the proper timing. The G-20 Meeting of Finance Ministers last week agreed to set out national and regional policies, frameworks, programs, and projections by the end of January of next year and to conduct their initial phase of their cooperative mutual assessment process of their collective consistency of national and regional policies in April next year. How do they determine or assess collective consistency? The IMF provided some guidelines and I have no objections about that. The

guidelines are very basic, fiscal consolidation and flexible monetary policy. The question is how do they determine the proper timing and the general discipline of the fiscal consolidation and flexible monetary policy. The proper timing is still very controversial and will be discussed further next year in the G-20 meeting.

I am worried about that the discussion on the proper timing would convert to the exchange rate policy around the world. If the issue turns to global rebalancing, rather than monetary and fiscal policy, exchange policy would occupy the table. So, I think exchange rate policy, intervention and domestic demand policy, rather than fiscal and monetary issues, will dominate the issues.

This topic is still very important to the world and also to Korea. As you are all aware, Korea is suffering from a capital inflow problem to a certain extent. Korea's financial capital account surplus was US 6 billion in September. The financial account surplus has been increasing gradually since June of this year. This is because of the dollar carry trade. Behind that the prospects of the rapid economic recovery are looming large, procyclical capital flows in Korea are happening as stressed by Kyung Soo Kim. This situation really creates a dilemma for the Korean monetary policy. For example, Korea used to have some kind of dilemma at the beginning of the recovery. As Korea's economy begins to recover, foreign capital flows in, won appreciates and inflation problems do not appear. The central bank cannot do anything on the basis of inflation even though its economy recovered very rapidly before the capital inflow problem. Furthermore, if they increase their interest rate, then capital flows in more and

more. The interest rate differential exceeds the foreign exchange swap rate so that capital inflow problems expand. This type of incident was first experienced in Korea two years ago and more recently, just after the collapse of Lehman Brothers at the beginning of last year. Korea has been suffering from a dilemma in monetary tightening under capital inflows. I think the capital inflow problem should be one of the most important topics at the next G-20 meeting from an emerging market perspective.

*What should be the remedy for volatile capital movement?* Mostly the policy and the remedial actions are taken in the capital-receiving country, but I think some responsibility should be sought in the capital-providing institutions or countries too. For example, the UK Prime Minister, Gordon Brown, proposed a Tobin tax at the G-20 finance ministers meeting last week. The Tobin tax has many problems but I think that the Tobin tax looks like the green tax. When the green tax idea emerged, many people were opposed to it, but nowadays the green tax gets many responses from lots of people. If you think about the capital inflows problem and their collective irrationality such as the herding, just like the pollution and external diseconomy, then the Tobin tax could create some benefits. This kind of idea is one of the topics to be discussed.

Korea depends on foreign reserve accumulation to protect from volatile capital movement, but it creates many distortions and costs a lot. Furthermore, as you know, this does not help global rebalancing. We should attain some solution on the agenda of the procyclicality in capital flows to developing countries as well as the

procyclicality in bank lending in advanced countries.

**Yoon-Je Cho:** Thank you, Professor Park. He provided a very stimulating discussion. I think his point on the possible exchange rate war and the dilemma about monetary policy is very insightful. He also raised the Tobin tax issue. Many people say that it is no longer taboo and we should discuss it. After hearing the rest of the presentation, I would like to ask Barry what he thinks would be the IMF's position on the Tobin tax issue. The next speaker will be Mr. Noh.

**Dae-Lae Noh<sup>4</sup>:** Today, I would like to talk about the exit strategy and the agenda for the upcoming G-20 Summit. As for the proper timing of exit, we should implement an exit strategy after the recovery is firmly in place. The recovery should mainly come from the private sector. Despite the recent signs of global recovery, the current expansionary macroeconomic policy stance should be maintained for the time being considering risk factors such as the possible slowdown of the advanced economies, persistent financial strains, oil price hike and etc. I also would like to note the commitment at the G-20 Summit in Pittsburgh to sustain strong policy response until durable recovery is secure.

International coordination is very important. Collective optimization is likely to be superior to the individual one. We can recall the Great Depression when the individual beggar-thy-neighbor poli-

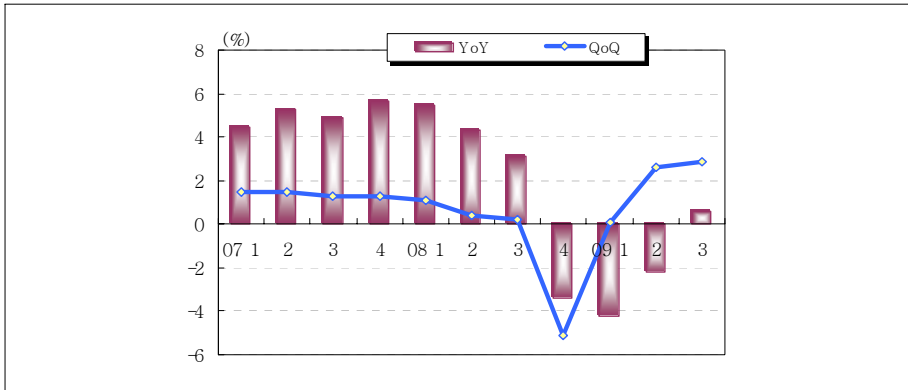
---

4) Deputy Minister, Ministry of Strategy and Finance

cies accelerated the recession. However, coordination does not mean uniform implementation. The individual countries can make their own choices on the timing. The sequence depends on the situation. When urgent fiscal consolidation is necessary, when inflation pressures are mild, and when there is a low possibility of asset bubbles, fiscal stimulus can be unwound first while monetary easing buffers the shock from the fiscal exit. On the other hand, when the inflationary pressures and asset bubbles are fiscally sound, a monetary exit can be taken first. The duration of each policy should also be considered. For example, the fiscal stance is normally decided once a year while the monetary policy can be changed in a more flexible way. Temporary measures have their own timelines. It would be better to change the combination of policies first. For example, the central bank could change its portfolio before it increases the interest rate. By fiscal policy, we can reduce long-term project expenditures and we can spend the money on job creation.

Two risks should be balanced when implementing exit strategy. If it is too early, it could harm the economic recovery. If it is too late, it could bring inflation and asset bubbles. The Korean government has informed its position on exit strategy whenever given the chance. Considering several indicators it is still early to implement an exit strategy in Korea. I would like to explain why it is not the right time based on some economic indicators. Some of the indicators are GDP, private investment and employment, price, asset bubble and speculation, and international coordination.

<GDP growth>



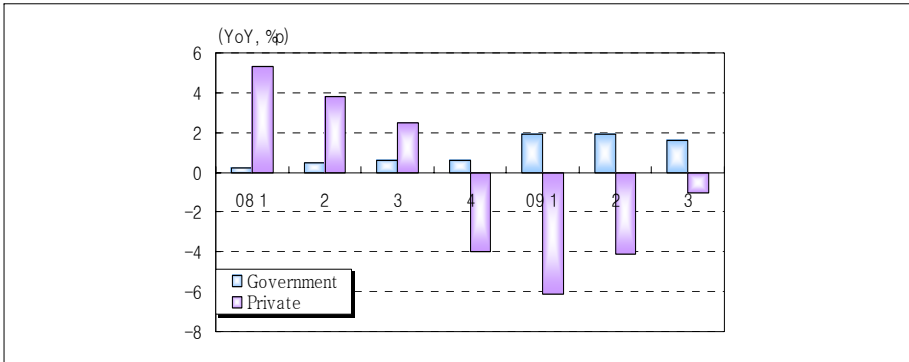
Although the recovery seems to be gaining strength, private investment and employment remain sluggish. Inflation has stabilized and the risk of an asset bubble is low. International coordination is still gearing towards an expansionary stance. However, self-sustaining, recovery momentum in the private sector is still weak and uncertainties prevail.

GDP rose 2.6 percent in the second quarter and 2.9 percent in the third. If annualized it was about 11-12 percent growth. However, the contribution to GDP growth from the private sector was still negative.

On the chart below, the purple bar, representing private sector contribution, bottomed out at the first quarter and has recovered very fast. However, it was mainly due to the tax incentives to buy a new car and the measure will be terminated at the end of this year. The blue bar, representing government contribution, posted 1.9 at the first and second quarter and then reduced to 1.6 percent at the third quarter. As the fiscal spending decreases after the first quarter, the

contribution from the government will be further reduced.

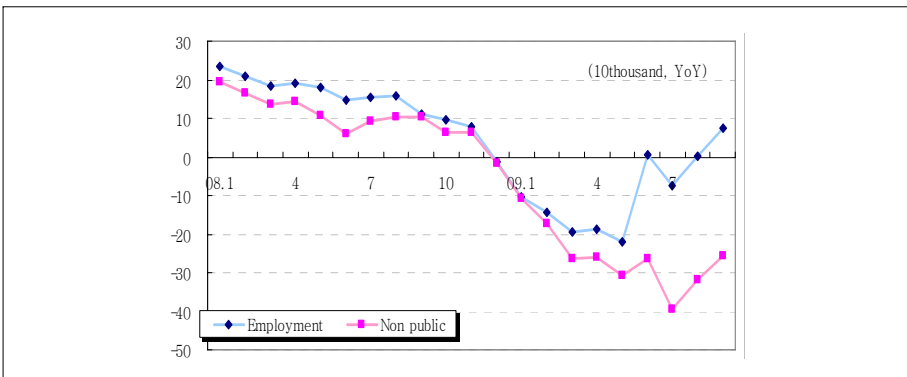
<Contributions to GDP growth>



Private investment remains in the negative territory. Employment is heavily dependent upon government initiatives. When the public sector is excluded, the number of created jobs drops down to a negative 250,000-job growth rate in September.

In the “Changes in Employment” chart, the difference between the blue and red line represents job creation in the public sector. The nor-

<Changes in Employment>





mal job creation in the public sector had been around 7,000 but it increased to around 32,000. The public sector employment will go back to normal this December and the job creation will turn negative.

Inflation stabilized below 3 percent year-on-year. Stronger won and deflation output gap are behind the decline. However, we can see rising prices in oil and raw materials. Since Korea heavily depends on oil and raw materials, these rising prices could slow its recovery pace.

Since mid-September the stock market, particularly the real estate market, has stabilized.

Finally, considering that international coordination is still gearing towards an expansionary stance, it is evident that it is too early to implement an exit strategy in Korea at this juncture.

Agenda for G-20 Summit. Post-crisis global management will be a key item on the agenda as the crisis mitigates next year. Policy coordination to maintain recovery and to enhance growth potential will also be an important issue. There has been much progress in the discussion on the financial system reform and it is time to wrap up things at the G-20 Summit.

There should be an in-depth discussion on how to support the developing and the least industrialized countries. Korea, as the first emerging country to host the G-20, will try to serve as a bridge between the advanced and developing countries.

**Yoon-Je Cho:** Mr. Noh, thank you very much for your presentation. The slides that you have shown are very helpful for our discussion. The final speaker will be Mr. Dobbs.

**Richard Dobbs<sup>5)</sup>:** I am going to cover three areas: an assessment of how the G-20 countries have done; a perspective on the outlook; and what this means for the G-20.

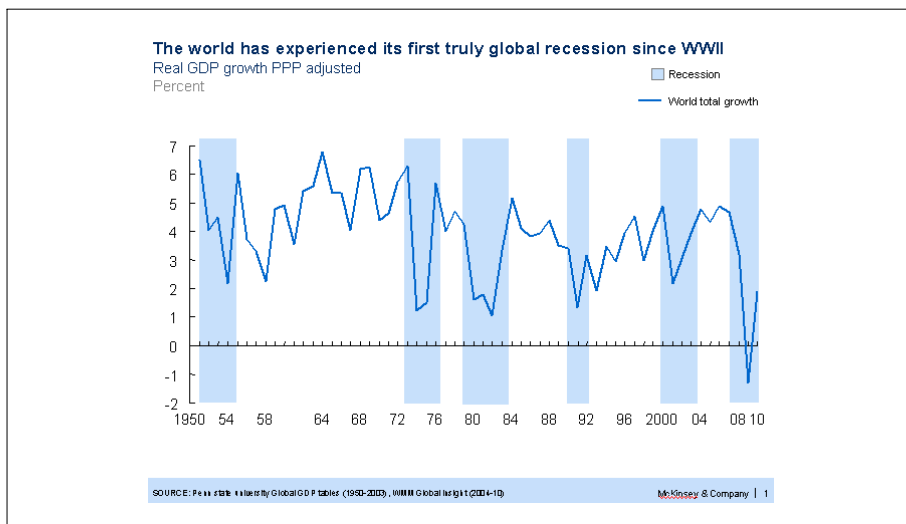
Korea and the other G-20 countries have done a fantastic job at addressing short-term performance issues around the crisis, but have much more to do to address those *health* issues that will determine how Korea and the G-20 sustain the level of performance turnaround going forward. Given this diagnosis, I would like to particularly congratulate the IMF and IGE for organizing this conference because this is a chance to think about how the G-20 can sustain the momentum of the recovery.

And I think that is particularly important because I hear the beginning of talk about whether the G-20 has already done enough. Questions have arisen like “Should the G-20 meet only once a year?” and “Should the G-20 be led more by finance ministers and deputy ministers rather than heads of state.” But I think that the issues that still need to be addressed by the G-20 are as big, or even bigger, than the crisis itself. The G-20 needs to move from dealing with this short-term crisis to addressing those issues that will determine long-term growth and prosperity

---

5) Director, McKinsey Global Institute, McKinsey & Company

<Figure 1>



As a quick reminder: the world economy has had its first recession since WWII (Figure 1). The previous crisis such as oil price shocks, did not drive the whole global economy into a recession. Globalization of the financial markets and traded goods has resulted in a global recession in this crisis. But we got through it remarkably well. We are not completely done, but we have achieved a huge, globally coordinated, stimulus program. We have not slipped into protectionism. I think that we should say “Well done” to the G-20 for that. It could have been much worse as the history of some of the earlier crises pre-WWII showed. The way that governments in the G-20 have worked together is fantastic.

Korea did very well too. Korea is now the fastest growing non-emerging G-20 country. I think that this good news was partially

down to skill and partially circumstances. The skill came from the fiscal stimulus and the support for the financial sector, as well as greater prudence before the crisis. The accident came from the currency devaluing last October, particularly at the time when the Japanese yen strengthened. For those of you who do not watch the yen/won exchange rate, it went from 8 to 16 at one point. Now, if you are an industry that has significant domestic manufacturing that is a huge shift in your competitiveness. According to the Wall Street Journal's calculations, Samsung Electronics last quarter was twice as profitable as the top 9 Japanese consumer electronics industry put together. That was an impact of this devaluation, among other things.

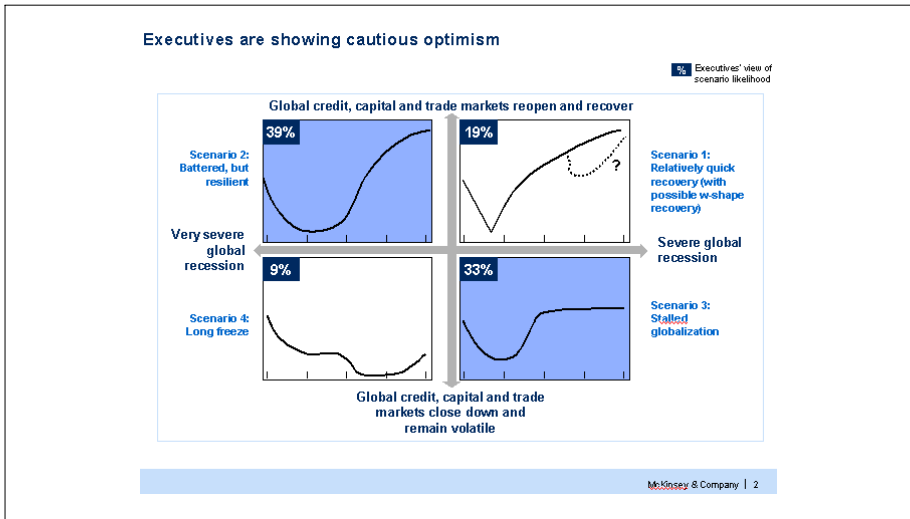
The liquidity mismatch in the Korean banking sector resulted in this currency collapse. But this had a huge accidental benefit for Korea. Now I am not suggesting that either McKinsey or the IMF would advise countries to have a slightly unstable banking system so that their currency automatically devalues in a global crisis and positions the country to export their way out of the crisis. But with the benefit of hindsight, the problems in the banking sector that resulted in the fall of the currency proved to be quite an advantage for Korea.

Let us now turn to what is going to happen going forward. McKinsey does not undertake global economic modeling but we do ask executives what they think and we have a set of different scenarios of how the world might evolve. The numbers show executives' assessment of the likelihood of each of the scenario (see Figure 2). We repeat this survey every couple of months and it has been quite noticeable how the executives' confidence has improved. There are

still quite a lot of them who worry that we are going to be stuck in a low growth era going forward. But confidence has improved among executives. This confidence is obviously important because business confidence drives a lot of investment activity.

However, there are a number of problems going forward for the world economy.

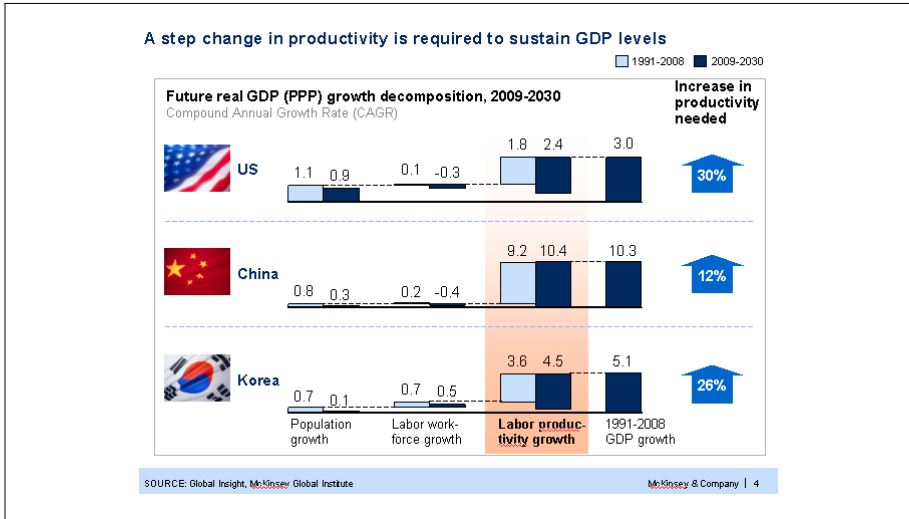
<Figure 2>



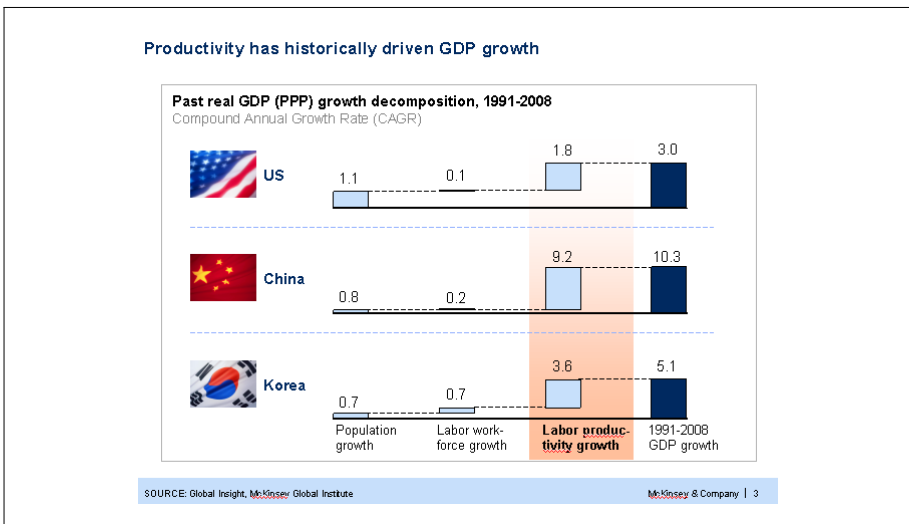
*Demographics.* Economic growth is driven by demographics and productivity. Figure 3 shows how historically the US, China and Korea have delivered economic growth since 1991. The problem is when you look forward: demographics will not help deliver growth as much (see Figure 3&4). US, China and Korea demographics get worse and if we were to look at Japan and the EU, it would be a worse picture. For the world economy to deliver the same level of

economic growth that we have seen over the last 15 years, there needs to be a step change increase in productivity going forward. The

<Figure 3>



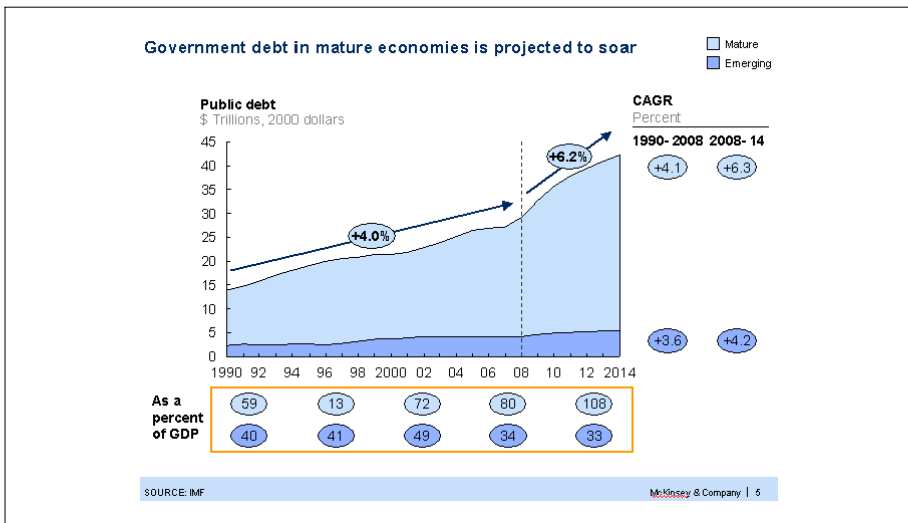
<Figure 4>



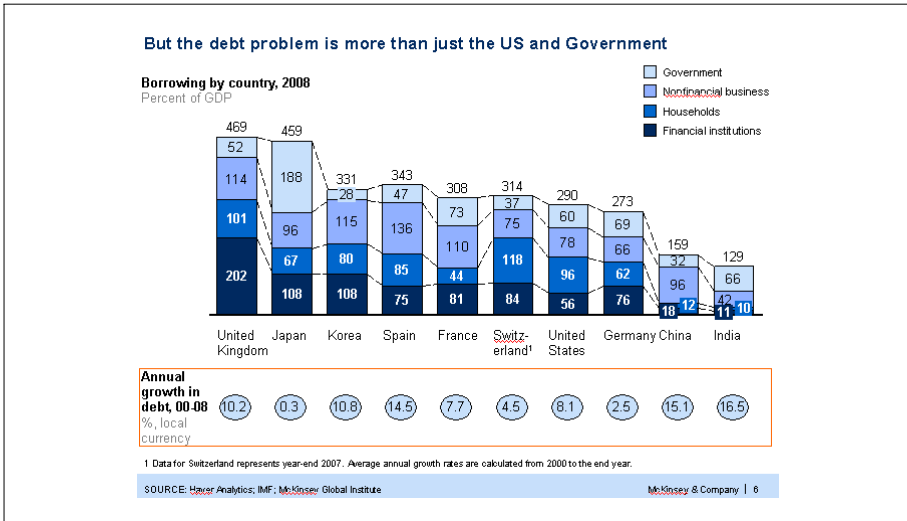
US needs to deliver 30 percent more productivity, China - where demographics is less of an issue- needs 12 percent high productivity growth going forward, and Korea needs 26 percent. Demographics are going to help us less. We need more productivity.

*Debt and deleveraging.* Figure 5 shows the IMF forecasts for growth in government debt. As you can see, it is growing quite substantially. But we don't just have a problem with government debt. We actually have an issue of debt across the global economy. Figure 6 shows our estimate on global debt. As you can see, it is highest in UK, Japan, Spain and Korea. Debt is just not a US problem and it is not just the financial sector. And after most previous financial crises the economy deleveraged substantially resulting in several years of lower economic growth. We need to work out how to reduce this risk.

(Figure 5)



(Figure 6)

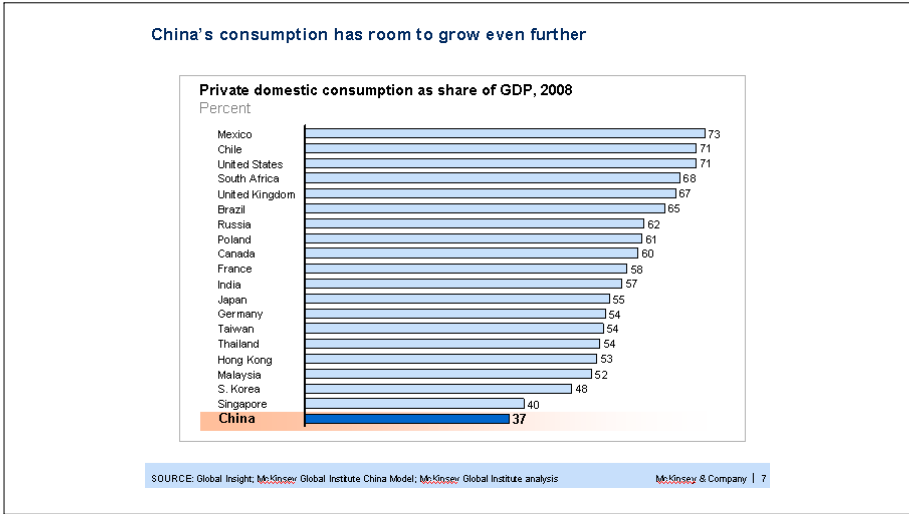


*Missing consumption.* The problem is that the growing economies are not going to be driving consumption, so helping the rest of the world grow. Many of you have seen this analysis in Figure 7 showing how little GDP in China flows through to consumption. MGI has looked at what would it take for China to change consumption from around 36 percent to something more in line with the rest of Asia – see Figure 8. It is going to require a lot of supply-side measures. This is not just a matter of just encouraging consumers to spend more. There is a need to make sure that the income reaches the consumers to make sure that consumption is not crowded out by what is going on elsewhere in the country. It will also be important to make sure that it is easy for them to spend money. For example, no second-hand car market means that people spend less on cars because you keep a car until it completely falls apart rather than you sell a car to someone less well-off and buy a new one. There are a whole

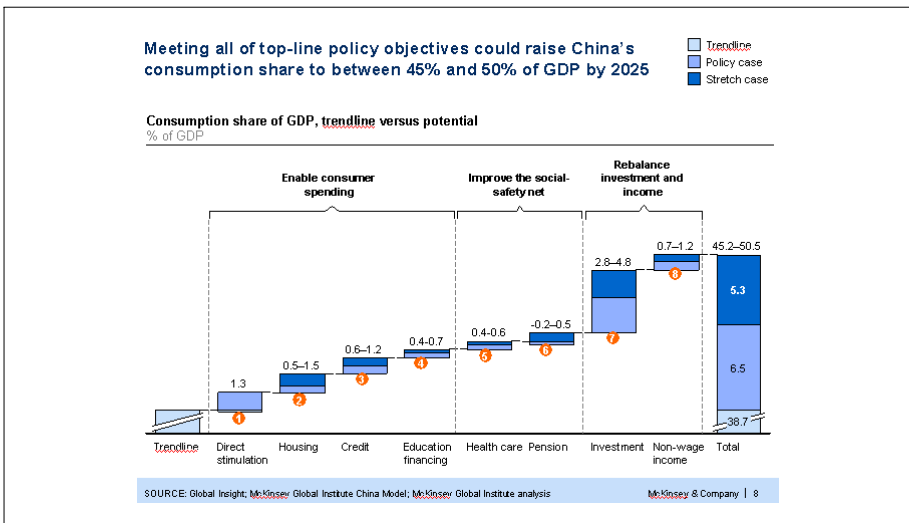


bunch of supply-side measures that are going to be required across China to make this change in consumption.

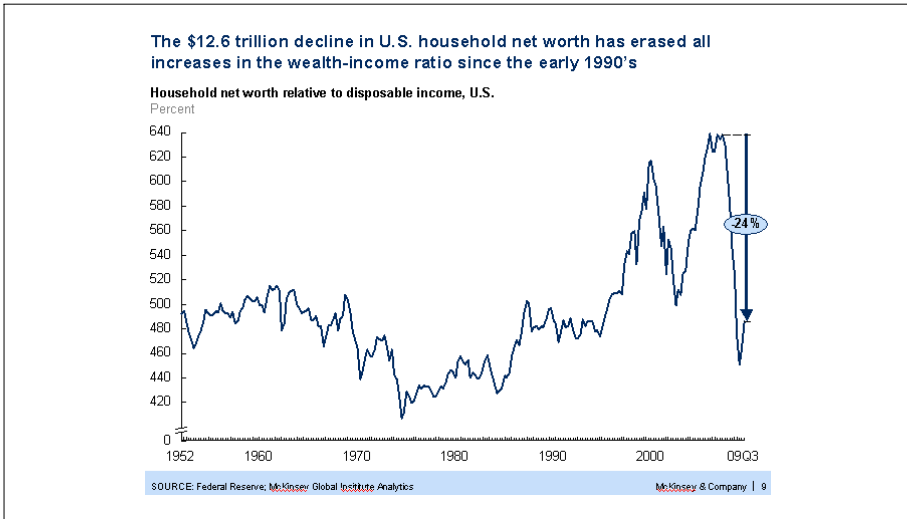
<Figure 7>



<Figure 8>



〈Figure 9〉

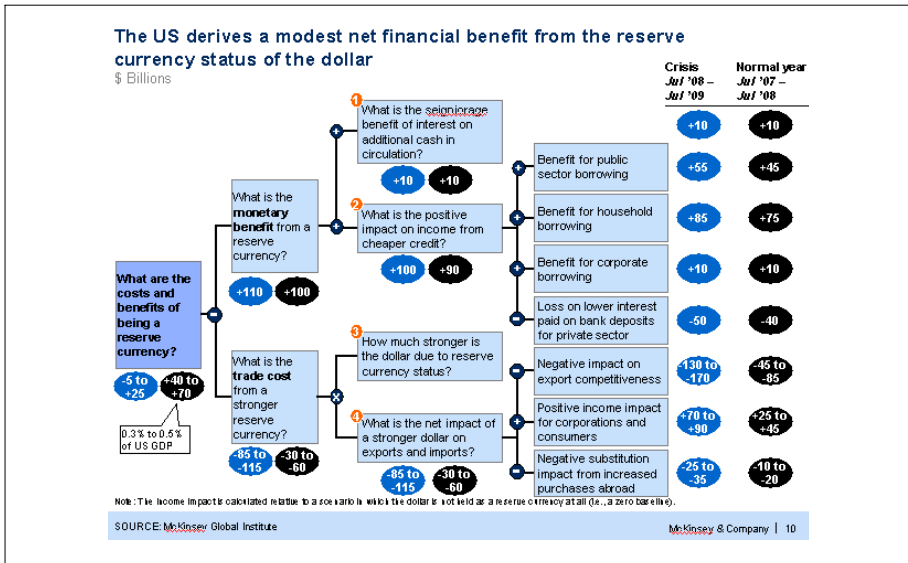


*Loss of wealth.* Figure 9 shows the US households net worth as a percentage of disposable income. The level of wealth is now depressingly back to the 1960s level. The baby boomers' when they got to their 40s~50s which is typically the period when people's saving ratio went up, failed to save more. They now have a substantially lower level of wealth. That is going to cause a problem because we have shifted the onus on paying for retirement to the consumer and the consumer does not have the wealth to pay for their retirement.

*Reserve currencies, the dollar and currency stability.* We have tried to work out for the US who benefits and who loses from being a reserve currency – see Figure 10. If you look at the bottom of the chart, the US could lose up to something like 100 billion dollars a year in terms of manufacturing from the higher exchange rate from being a reserve currency. True the government benefits from being

able to borrow more cheaply and from seigniorage, but the US manufacturing loses potentially to the extent of one million jobs. If this stronger dollar remains the case or strengthens, there is going to be growing questions in the US about whether it is acceptable to have this reduction in jobs, particularly as unemployment continues to rise, from being a reserve currency. Yes, while the country benefits in aggregate, we are concerned that there is going to be a growing call of the next few years from certain groups in the US saying, “We don’t want to remain a reserve currency.” This move to a more plural regime could result in increased currency volatility.

(Figure 10)



So, that is just a quick summary of some of the problems going forward for the global economy. There are plenty of things that the G-20 can help address. The management of the crisis has been

fantastic. It has forced the G-20 to come together, to work together. It's given the G-20 a sense of purpose by doing real work together. The key point for Korea and for Canada next year is to say, "Right, now we have the momentum from dealing with the crisis and we have now got to deal with the post-crisis world." When we look at the some of these global trends, they are actually going to impact our long-term prosperity much more so than the events that have gone on during the crisis.

The G-20 needs to start thinking about some of these longer-term trends and move to a new era of the G-20. The post-crisis era of the G-20 needs to address some of these long term issues.

The first of these is what is it going to take, for instance, for the G-20 to deliver the step change in productivity growth that I talked about? How are countries going to change the way the government and social sector work so as to improve productivity? For instance, how are governments going to change the way things like education gets delivered? How will health care get delivered for the aging population? If you can get the 20 or 30 percent change in productivity then we are going to be back on the same level of growth. Otherwise, we are globally going to have to face a lower level of growth.

The second area that I think the G-20 needs to think through is the overall global financial architecture. I have already flagged the pension problem. A big issue with pensions is how much of their investment return gets eaten up by fees. We have a fundamental problem that people do not have enough money in their pension pots and

much of the returns they do earn go in fees and costs. I think there is an element of sorting out the pension also is around finding a way to provide capital for long-term investment projects. As the banking sector becomes less viable in terms of provisions of large amounts of capital, we have to find other ways of providing capital on a more long-term basis. At the same time as part of this redesigning of the financial architecture, or so-called Bretton Woods II, there is the issue of currency volatility. It is very hard to run a business when you are dealing with this amount of currency volatility. The types of decisions that you would want to be able to make would be very hard. What is the way of dealing with that? Is it the Tobin tax? Is it about changing the reserve currency? Is it about building up more reserves so that you can actually stabilize the currencies? That is another type of G-20 issue.

The third G-20 issue is about how the G-20 works together. John Palmer talked a lot in his presentation about how regulators and supervisory colleges work and that the process is as important as the numbers. I think there are some big fundamental questions for the G-20 to just design some of the processes. They should think about the role of the OECD, the role of the IMF, the role of the G-8, the role of the UN, and design some of those processes for how countries work going forward.

To summarize, the world has dealt with this crisis remarkably well. The G-20 has shown that it can deliver at a time when we needed someone to deliver. However, this crisis is small in comparison to some of the long-term issues that we have to deal with such as

aging and the lack of saving over the last two decades. We have to deal with those problems too. We have an opportunity to reposition the G-20 now from just dealing with the crisis to dealing with those long-term issues. And it is how we address these long-term issues are the things that are actually going to determine our long-term wealth and prosperity much more so than this crisis.

**Yoon-Je Cho:** Thank you Mr. Dobbs. There have been some great suggestions for next year's G-20 meetings by all five panelists. We have certainly taken note of those suggestions and will pass them to Korean authorities who are preparing themselves as Korea becomes a chair country next year. It seems that there is almost consensus amongst the panelists that it is premature to start an exit strategy. They all said that we should be cautious.

In statistics, we learned type I error and type II error. Policy decisions are always exposed to type I error or type II error. Type I error rejects the null hypothesis when it is true. Type II error is when we accept the null hypothesis when it is false. Looking back, perhaps, the policy responses by major countries to the IT bubble burst or to 9/11 may have been type II errors. The impact of those two incidents may not have been that great, but we responded with strong expansionary policy responses that resulted in creating bubbles later. Now, it seems that we all agree that we avoided a type I error. I would like to ask the panelists, "How big is the probability of a type II error with regards to the financial crisis?"

Knowing that tomorrow there is going to be another monetary pol-

icy board meeting, I have a question in relation to this. If you were the governor, what would be your decision tomorrow morning? Finally, I'd like to hear from Barry about the Tobin tax.

**Barry Johnston:** I have to say that these are my own comments because the G-20 has asked the IMF to come up with proposals on tax regimes for the next meeting, so I would not want to prejudge anything the IMF might actually put forward during that meeting. The difficulty with a Tobin tax, and it is like many transaction taxes, is circumvention. These things, particularly with financial actions, can be relatively easily avoided. While it maybe good in theory, implementation is extremely difficult. Particularly on a transaction status, you need to have some international consensus on what it would be, how it would be implemented and what transactions it would be on because it could easily be circumvented through regulatory arbitrage across borders. I was reading an article that there are concerns that the transactions are going through a virtual game. So, they are not really money transactions, but they have these banking transactions going on within the virtual reality and regulators are getting concerned that this is now circumventing some the normal payment system's mechanisms. The scope for circumvention of these is really quite large and that would be a problem in this case.

As for type II errors, there is a serious concern that if the stimulus is withdrawn too early and we would move back with double-dips and other problems reemerging in the financial systems. What would we do as a policy response? One could say that we have already thrown the kitchen sink at this crisis as it is: the guarantees, capital

and the fiscal things. The risks if we were to take the stimulus off too early and go back to having recessionary fears would leave us with limited policy instruments. That is why I think in this case erring on the side of type II errors is the preferred policy response.

Again, we need to be mindful that at some point the balance will change, but I do not think we are there yet.

**Richard Dobbs:** I am actually going to disagree with that. I think that we should actually take the stimulus packages off as soon as possible because I think that the time it takes to turn these stimulus packages off is quite long. Even if we turn the taps off now, it will take some time to work through the system. Every month the stimulus packages run there is a huge implication in terms of the level of debt growing up. If you look at the incremental debt from running the fiscal stimulus it has a knock-on effect going forward. The third comment is that even if you switched it off and an economy slowed a bit, there are enough other things coming through, in terms of growth in China that we are going to have an inflation risk anyway. So the risk of turning it off too late may mean that we end up having to dampen stuff because of inflation. I realize there is a risk that we could double-dip but this debt burden is building up. I also think that it depends on the country. In Korea I would turn it off now. In bits of Europe I would switch it off slower. In the US I would switch it off faster.

**Oh-Seok Hyun:** I think that Professor Cho made an interesting point discussing type I and type II errors. I think we had better com-



pare the cost of risk. Early exit policies might have the risk of this so-called double-dip or higher unemployment and exiting too late might cause asset bubbles or higher debt ratios. I think that currently in Korea the unemployment issue is more serious than inflationary issues. So that means that we should be very cautious when adopting an exit policy.

Another remark is that we have been talking about the demand side. Some studies including the OECD have said that there might be some reduction in potential growth after the crisis. This means that we should call attention to supply side even after the crisis and look at how we can improve productivity.

**Won-Am Park:** I am not defending the Tobin tax but as I mentioned the Tobin tax is just like a green tax. How can we put a charge on pollution? Everyone circumvents the pollution tax. It is really hard but there are ways to go forward with the Tobin tax.

About the type I and type II errors, we cannot know which one is type I and type II, because we do not know which one is true hypothesis. There may be some confusion and problems in policy-making, but we basically trust the Korean Central Bank's inflation targeting. Our inflation targeting system has been very good. Under inflation targeting, I think that Korea can eliminate having a type I or type II error.



# Congratulatory Remarks

*The Honorable Il SaKong\**

Good evening, ladies and gentlemen.

Let me first of all congratulate the IGE, the IMF and Shinhan Bank for organizing and supporting this very timely conference. It is indeed a great privilege for me to have this opportunity to speak before the distinguished participants.

It has been a year since I gave a congratulatory remark at the meeting like this last year around the time when many experts were worried about the possibility of global economy falling into a “Depression-sized” prolonged recession.

Fortunately, however, the global economy is in much better shape now. I am sure most of us here would agree that what made the difference were the internationally concerted efforts. Of course, the G-20 Summit was at the center of the global cooperative endeavor and it still is.

At the last G-20 Summit held in Pittsburgh in September the G-20 leaders agreed to have the G-20 as the premier forum for interna-

---

\* Chairman, Presidential Committee for G-20 Summit, Office of the President, Republic of Korea

tional economic cooperation. Indeed, it was an historical event for global economic governance.

In fact, the leaders institutionalized the G-20 Summit by agreeing to hold the Summit annually. I recall the Washington Post wrote on the day of the first Summit held in Washington DC, November last year to say the Summit “marks a historic power shift.” To be more accurate, it is a clear manifestation of the recognition of the power shift already taken place, particularly on the part of G-7.

In any case, the G-20 will now on play the role of informal global steering committee for the global economy.

Today we live in a deeply globalized world. Consequently, globally concerted policy efforts are needed to deal with any kinds of major economic issues.

Also at the Pittsburgh Summit, the G-20 leaders decided to have Korea host the G-20 Summit in 2010. The decision itself carries much significance as Korea is the first emerging economy to host the G-20 Summit.

Undoubtedly, Korea is well-positioned to bridge the advanced world and the developing and emerging world. While Korea is a member of the OECD, it still has the first hand development experiences and a vivid memory of developmental pains and agony. So Korea can easily relate to developing economies. Secondly, Korea recently went through a financial crisis for its own mistakes and suc-

cessfully overcame it, in fact, faster than other crisis-hit countries. Naturally, Korea has a lot to share with the emerging and developing world in countering the financial crisis.

For these reasons, the developing and emerging world has very high expectations on Korea's presidency.

It is needless to say that we will make all our efforts to make the G-20 Summit another success. Another success is critical for the G-20 process itself towards further institutionalization.

We will not only utilize domestic resources but leading global think tanks and multilateral institutions. This conference is one of the first such endeavors.

I regret that I will not be able to join you tomorrow due to prior commitments but I will be most looking forward to reading the proceedings of the conference.

On this positive note, I wish the conference all success.

Thank you.



# The Future of Financial Regulation

*Dong-Soo Chin*\*

## I. Introductory Remarks

Good afternoon, ladies and gentlemen.

Let me first thank Chairman Kim Pyung-Joo and President Nam Chong-Hyun from the Institute for Global Economics (IGE), as well as Mr. José Viñals from the IMF, for inviting me to this occasion. Further, I wish to welcome all of you from Korea and abroad who have given your valuable time to attend this conference.

I'm happy to say that there now appears to be some light at the end of the long and dark tunnel of this crisis. I would like to express my gratitude to all of you in the financial sector and to the Korean people. It has been your efforts that have allowed Korea to recover so quickly.

Now it is time to refocus the international community's cooperation and commitment to future-minded financial reforms. I am confident that today's conference on the "G-20 Initiatives" will be a very meaningful occasion for this.

---

\* Chairman, Financial Services Commission

## **II. Lessons Learned from the Crisis**

Before the crisis, financial markets were plagued by excessive risk-taking under the assumption that the ‘market is always right’. We lost sight of fundamental principles such as the trade-off between risk and return. And our appetite for leverage seemed to have no limits.

Decades of relentless financial innovation alongside stable economic growth provided legitimacy for such an approach. But this crisis is demonstrating yet again that the financial industry must be developed under an appropriate regulatory framework.

We are now all well aware that, unlike other industries, the financial sector contains systemic externalities. Simply put, the problems of a single financial firm can bring down the entire market. And this systemic risk has become even more potent due to the complex and interconnected global financial system we have today. Unfortunately, regulators were not sufficiently ready for this when the latest crisis broke out. Their focus on firm-specific micro prudential regulation failed to halt the spread of risk throughout the markets until it was too late.

## **III. Constructing a Post-Crisis Financial System**

Now, the international community must embark on building a new financial system that doesn’t tolerate reckless leverage build-ups or excessive risk-taking. Externalities that can lead to market failures



must be contained by tightening the relevant ex-ante regulations. Further, regulatory authorities must keep better track of systemic risk and be given the capacity and means of controlling it.

Thankfully, the work of reforming the financial system is being carried out now at the global level, centered on the G-20 and the FSB. The FSB is exploring ways of handling economic disruptions and systemic risk through macro prudential regulation. And given how inadequate existing prudential regulations were shown to be, an overhaul of them is being conducted as well.

In addition, efforts are being made to close regulatory loopholes and to better link compensation to long-term performance. In all, we are tackling financial market reform across a great many areas, from ratings agency reform to improving accounting standards. And if the international community succeeds in these efforts, then I fully believe we will win back trust in the global financial system.

As a host nation for the next G-20 summit, Korea is actively taking part in these efforts. Unfortunately, most of the issues under discussion at present are more of interest to the advanced markets. As of yet, emerging markets are not able to have their voices heard loudly enough.

One issue of particular concern is that foreign currency liquidity problems can create systemic risk in emerging markets. Korea and other emerging economies went through much hardship during the crisis as a result of this. Without alternative mechanisms in place,

emerging nations are forced to build up their foreign reserves, which can worsen global imbalances.

So clearly, this calls for solutions at the global level. In this respect, our government has continuously brought up the necessity of developing stability mechanisms for emerging market currencies. And we welcome the global consensus that has emerged at the G-20 and the FSB towards making diverse efforts on this. We will continue to call upon the international community to consider the concerns of emerging economies.

#### **IV. Concluding Remarks**

History tells us that crises keep occurring. And each time they do, they spur momentum for reform. Yet this initial embrace of change too often loses steam soon after. But this crisis has hit us particularly hard, and I expect all nations to be sincerely committed to financial system reform.

At the same time, however, we must watch out that regulatory tightening is not excessive so that healthy innovation can be accomplished. In this respect, regulators and the markets will have to work together on the optimal system for balancing innovation with stability.

With that, let me conclude by expressing my hope that this conference serves as an invaluable opportunity to share our experiences and

insights on these issues.

Thank you so much.



# *Program*

## Tuesday, November 10, 2009

6:30 p.m. Reception and Dinner

### Welcoming Remarks

*Chong-Hyun Nam*, President, Institute for Global Economics

*José Viñals*, Financial Counsellor and Director of the Monetary and Capital Market Department, International Monetary Fund

### Congratulatory Remarks

*The Honorable Il SaKong*, Chairman, G-20 Summit Korea Coordinating Committee

## Wednesday, November 11, 2009

8:30-9:00 a.m. Registration

### A. Morning Session

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

9:00-9:10 a.m. Opening Remarks

*Baek Soon Lee*, President & CEO, Shinhan Bank

9:10-9:50 a.m. Keynote Address: Lessons from Global Economic and Financial Crisis

*Edwin (Ted) M. Truman*, Senior Fellow, Peterson Institute for International Economics / former Assistant Secretary of the US Treasury

9:50-10:30 a.m. Lessons Learned from Regulatory and Supervisory Responses to the Crisis

*José Viñals*, Financial Counsellor and Director of the Monetary and Capital Market Department, International Monetary Fund

Q&A

10:30-10:45 a.m. Coffee Break

10:45-12:15 p.m. I. Systemic Risk Regulation

Who Should Regulate Systemic Risk?

*Masahiro Kawai*, Dean, Asian Development Bank Institute, Tokyo

Defining Systemically Important Institutions, Markets, and Instruments

*Barry Johnston*, Assistant Director, Monetary and Capital Market Department, International Monetary Fund

Regulating Systemic Risk: Procyclicality, Leverage, and Capital Surcharges

*Jang Yung Lee*, Vice Governor, Financial Supervisory Service

Q&A

12:15-2:00 p.m. Lunch

Guest Speaker

*The Honorable Dong Soo Chin*, Chairman, Financial Services Commission

**B. Afternoon Session**

Chair: *Cheng Hoon Lim*, Advisor, Monetary and Capital Market Department, International Monetary Fund

2:00-3:30 p.m. II. Managing Cross-Border Risks

Making Supervisory Colleges Work

*John Palmer*, former Superintendent of Financial Institutions, Canada

Cross-border Banking and Frameworks for Crisis Management and Resolution

*Luis Cortavarria-Checkley*, Advisor, Monetary and Capital Market Department, International Monetary Fund

How to Throw Sand in the Wheels of Foreign Capital Flows: Regulation, Institutional Building or Bail-out?

*Kyung Soo Kim*, Deputy Governor, BOK

Q&A

3:30-3:45 p.m. Coffee Break

3:45-5:15 p.m.    Panel Discussion: The Challenge of Unwinding Policy Interventions During the Crisis

Moderator: **Yoon-Je Cho**, Dean, GSIS, Sogang University /  
Senior Advisor, Institute for Global Economics

Panelists: **Barry Johnston**, Assistant Director, Monetary and Capital Market Department, International Monetary Fund

**Oh-Seok Hyun**, President, Korea Development Institute

**Dae-Lae Noh**, Deputy Minister, Ministry of Strategy and Finance

**Richard Dobbs**, Director, McKinsey Global Institute, McKinsey & Company

**Won-Am Park**, Professor, Hong Ik University

Q&A



# 번역문

---



# 개 회 사

이 백 순\*

존경하는 내외빈 여러분, 안녕하십니까?

오늘 세계경제연구원과 IMF가 공동 주체하는 국제 컨퍼런스에서 여러분을 뵙게 된 것을 기쁘게 생각합니다. 이번 컨퍼런스에 신한금융그룹과 신한은행이 함께 하게 되어 영광입니다. 그리고 이번 컨퍼런스에 참여하신 패널리스트와 발표자 여러분을 환영합니다.

아시다시피, 작년 11월 있었던 세계경제연구원의 컨퍼런스 이후로 많은 변화가 있었습니다. 당시에는 세계경제가 제2차 대공황에 직면하고 있음을 우리 모두가 당연시 했습니다. 그러나 놀랍게도 올해 들어 세계경제는 급속히 안정되고 있습니다.

비관론자들이 간과한 점은 여러 이해관계에도 불구하고 각국의 공조가 1930년대 대공황 당시보다 성공적으로 이루어졌으며 공조의 효과 역시 예상을 뛰어넘는 수준이었다는 것입니다. 금변 위기는 각국의 독자적인 대처만으로 극복될 수 없었고, 진정한 글로벌 수준의 공조가 필요했음에 틀림없습니다.

세계 지도자들 사이에 이번 금융위기가 얼마나 심각한 문제였는가에 대한 명확한 이해가 공유되었고, 위기를 해소하기 위해서 선진국과 개도국간의 협조를 유인할 수 있는 해결책을 구상하였습니다. 그 결과

---

\* 신한은행 은행장

기존의 G8의 멤버십이 확대되어 인도, 브라질, 중국, 그리고 한국과 같은 신흥경제가 포함된 G-20이 성립될 수 있었습니다. 세계 지도자들이 함께 통화정책과 재정정책을 통한 공조를 실행에 옮긴 결과 글로벌 경기주기의 저점은 통과한 것으로 판단됩니다.

이를 통해 G-20회의는 글로벌 경제공조를 논의하고 조율하는데 있어 성공적인 매체임을 증명했습니다. 세계경제가 서서히 극심한 침체로부터 회복되면서 G-20회의의 관심은 위기극복에서 또 다른 미래의 위기를 방지하는 쪽으로 이전되고 있습니다.

그렇기 때문에 현재 글로벌 금융업계의 트렌드는 추가자본확충, 감독강화, 그리고 임직원 보수체계의 검토로 집약된다고 볼 수 있겠습니다. 그리고 이러한 추세는 국제적 논의를 거쳐 자리잡게 될 위기 후 감독체계의 요구조건을 선(先)반영 하는 것이라 할 수 있습니다.

물론 확정된 것은 아니지만 글로벌 금융위기 이후의 새로운 금융환경은 더 많은 규제와 현재까지 경험하지 못한 변화로 가득할 것이 확실해 보입니다. 우리 모두는 이전과는 상이한 'New Normal'이라는 새로운 금융환경 하에서 활동하게 될 것입니다. 그러나, 이러한 변혁의 시기에 모든 이해당사자들이 함께 모여 금융기관의 전통적인 선기능을 회복시킬 수 있는 균형을 찾기 위한 노력을 전개해야만 합니다.

우리는 과거의 방만함이 재현되지 않도록 하는 노력을 경주해야 함과 동시에 금융업계의 창조적인 혁신활동이 제어되지 않는 규제 방안을 도출해 내야 할 것입니다.

그런 관점에서, 오늘의 컨퍼런스와 같이 새로운 금융규제 개혁에 대한 유의한 논의와 토론을 전개할 수 있는 장은 정말 중요한 기회라

고 저는 생각합니다. 뿐만 아니라, 오늘의 토론결과가 세계 금융업계의 건설적인 발전을 위한 방향을 제시할 수 있는 시발점이 될 수 있다고 확신합니다.

한국이 내년 가을 G-20 정상회의 의장국이기에, 금융감독의 미래에 대한 논의를 갖는 이번 컨퍼런스를 서울에서 갖게 된 것은 매우 시의적절 하다고 생각합니다.

이런 소중한 기회를 마련해 주신 김병주 이사장님, 남종현 원장님, 그리고 세계경제연구원 관계자 여러분에게 대해 감사드리며, 오늘의 컨퍼런스가 유익하고 통찰력을 배양해 주는 경험이 되시길 기원하면서 내년에 여러분 모두를 다시 뵙기 바랍니다.

감사합니다.



## 기조연설: 세계경제 · 금융위기가 주는 교훈\*

*Edwin M. Truman*\*\*

본인이 가장 최근에 서울을 방문한 것은 2008년 12월이었다. 세계 경제가 대공황이래 가장 심각한 위협에 직면했을 때였다. 많은 나라의 경우 그 위협은 80년 전 보다 더 심각했다. 다행히 이번에는 국제적인 경제 및 금융협력의 틀이 더 좋았다. 우리는 심각한 위기를 겪었지만 세계의 당국자들은 일찍이 없었던 방식으로 공동의 문제에 힘을 모아 효과적으로 대처했다.

오늘 우리의 과제는 이러한 협력을 유지하고 위기로부터 교훈을 배우고 응용하는 것이다. 내년 한 해 동안에 한국정부는 G-20 각료회의, 중앙은행장회의, 정상회의의 주최국으로서, 그리고 국제통화기금(IMF)은 국제통화협력의 중추기관으로서 이러한 도전에 대한 대응책을 만들어 나가는데 중요한 역할을 할 것이다. 본인이 José Viñals와 함께 이번 회의에 참석하여 이런 일을 돕게 된 것을 기쁘게 생각한다.

건전한 거시경제정책수립과 분석을 위해서는 지나간 일들을 바탕으로 정책을 수립해서는 안 된다는 금언이 있다. 반면, 미래의 정책을 계발하기 위해서는 과거로부터 바른 교훈을 도출하는 것도 중요하다. 불행하게도 이러한 교훈에 의견일치를 보기는 말하기는 쉬워도 이루

---

\* 이 발표문을 작성하는데 나는 나의 전동료인 Edward Ettin와 Larry Promisel, 그리고 현재의 동료인 Morris Goldstein와 Steve Weisman의 도움을 받았다. 그러나 여기에 표명된 견해에 대하여 이들은 아무런 책임이 없다.

\*\* 前 미국 재무부 차관보 / 피터슨국제경제연구원(PIIE) 선임연구위원

기는 쉽지 않다. 2007~2009 경제 금융위기의 원인에 대하여 기껏해야 부분적으로만 의견일치가 이루어졌기 때문이다. 거론되는 원인은 많이 있다. 수긍할 만한 것도 많으며, 위기에 관련한 모든 이론적 설명에는 한가지 이상의 원인이 거론되고 있다. 그러나 여러 가지 설명을 차별화하고, 그 구성요소를 뒷받침할 충분한 정보가 없다. 이처럼 위기의 근원에 대한 합의된 진단이 없기 때문에 우리의 논의는 어려움을 겪고 있다.

오늘 나는 먼저 위기를 촉발한 요소들에 대한 나의 견해를 밝히겠다. 이어서 금융규제개혁의 두 가지 주요쟁점인 확고한 거시건전성 정책의 기본 틀 구축과, 파산시키기에는 너무 큰 금융기관에 대한 대처 방안 마련에 대하여 다루고자 한다.

첫째, 거시건전성 정책의 기본 틀에는 거시경제의 수행에 영향을 주는 감독과 규제정책의 개선과 금융시스템에 영향을 주는 거시경제 정책의 개선이 동등하게 포함되어야 한다는 것이 나의 주장이다. 현재 이러한 논의는 지나치게 건전성정책과 그것이 거시경제에 미치는 영향에 치우쳐서 거시경제정책과 그것이 건전성 환경에 미치는 영향을 소홀하게 다루고 있다.

둘째, 파산시키기에는 너무 큰 기관문제를 단발에 해결할 수 있는 마법의 탄환은 없다는 것이 나의 주장이다. 미국을 비롯한 여러 나라에서 우리가 필요로 하는 것은 금융기관의 규모에 대한 고려, 금융기관의 특정 사업에 대한 규제적 제한, 감독범위의 확장, 그리고 제도적으로 중요한 모든 금융기관에 대한 효과적인 정리 메커니즘 등을 조합한 처방이다.

이 두 가지 세계적인 문제와 관련하여 의미 있는 진전을 이루려면



비록 사법관할권이 달라지면 강조점도 달라지기는 하지만 협동과 상호이해가 필수적이다.

## 위기의 원인

2007~2009 경제금융위기의 원인으로 거론되는 것들은 4개의 범주로 나누어 볼 수 있다. (1) 거시경제적인 실패, 이것은 통화 및 재정정책, 세계적인 불균형, 그리고 주택 붐 등 3개의 하위범주를 갖는다; (2) 금융부문에 대한 감독과 규제정책, 그리고 그 집행상의 실패, 여기에는 무수히 많은 하위범주가 포함된다; (3) 금융 엔지니어링상의 잘못된 이해된 혁신의 과도한 추구, 여기에는 많은 하위범주가 있는데 그 중 몇 개만 열거하면 서브프라임 모기지, 크레디트 디폴트 스와프, 새로운 형식의 증권화 등이다; (4) 대형 민간 금융기관, 특히 세계를 무대로 한 기관의 과욕, 또는 불건전성 등이다.

현재 위기의 원인으로 합의가 이루어진 것은 둘째 범주(금융부문 감독 규제의 실패)이며, 셋째 범주(잘못된 금융 엔지니어링)에 대해서도 부분적인 합의가 이루어져있다. 오늘 강연에서 나는 이러한 초창기의 합의와는 달리 미국 및 미국과 비슷한 상황에 있었던 나라들의 거시경제정책 실패에 더 큰 무게를 두고자 한다.

미국의 재정정책은 미국의 저축률 저하를 부추겼으며, 통화정책은 너무 오랫동안 지나치게 안이했다. 일본의 통화 및 재정 정책의 혼합물은 세계경제와 금융제도를 왜곡했다. 이처럼 일본의 통화정책도 너무 장기간 지나치게 안이했다. 아시아 여러 나라와 에너지 및 원자재 수출국, 영국, 스위스, 그리고 실질이자율 면에서 유로통화권의 몇몇 나라들의 통화정책도 매우 안이했다.

한국을 포함한 많은 나라들의 정책은 막대한 외환보유액을 축적하는 결과를 가져왔다. 이러한 정책은 세계적인 불균형을 조장했으며, 국제적인 조정과정을 왜곡했다. 이러한 외환보유액은 순환(recycle)을 통해 미국과 여타국가의 거시경제정책이 받는 압력을 다소 덜어주었다. 그러나 세계적 불균형 현상이 최근의 경제 및 금융위기를 촉발하는데 결정적 역할을 하지는 않았다는 것이 나의 생각이다. 불균형과 위기는 세계 여러 나라의 거시경제정책 설계와 집행상의 결함과 이 때문에 빚어진 세계적 신용 붐이 합동으로 만들어낸 것이다. 신용의 확장 — 레버리지라고도 한다 — 은 미국과 여러 나라에서 주택 붐을 촉진했으며, 주식가격을 올리고, 과잉금융을 유발했다.

금융부문의 감독과 규제, 또는 그것의 부재가 위기의 한 요인이었다. 그러나 그러한 죄과는 과거 수 십 년간 되풀이 되었던 일이고, 지난 10년 동안에만 있었던 일은 아니다. 더구나 닷컴 붐 때 있었던 관대한 경제적 금융적 조건이 사라졌고, 이와 관련된 “이번에는 다르다”는 믿음 때문에 위기는 다른 형태를 갖게 되었다. 낮이 끝나면 밤이 오듯이 관대한 조건은 방만한 융자와 신용기준을 불러온다. 원칙적으로 금융부문 감독으로 과잉을 막을 수도 있었는데 미국을 비롯한 여러 나라에서는 그렇게 하지 못했다.

새로운 형태의 금융 엔지니어링도 하나의 원인으로 거론되고 있다. 그러나 혁신은 수 십 년간 국내 및 국제적 금융의 특징이었다. 많은 경우 관련 혁신은 제대로 이해되지 못하여 리스크에 대한 인식의 실패로 귀결되었으며, 우수한 리스크 관리가 필요한 실정이었다. 금융 엔지니어링은 금융기관에 대한 인센티브를 왜곡했으며, 일단 위기가 시작되자 그 위기를 증폭하는 시장 역학에 기여했다. 그러나 금융혁신이 위기의 원인은 아니다.

끝으로, 대형 민간 금융기관, 특히 세계를 무대로 한 기관들에 대하여 특별히 언급할 필요가 있다. 이 기관들은 금융위기의 중심이며, 이중 많은 기관이 법적으로는 아닐지언정 사실적으로 파산했다. 그러나 여러 국가적 감독기관이 있는데도 적절한 감독을 회피했기 때문에 이들이 파산한 것은 아니다. 문제는 규모였다. 특정 기관을 부분적, 또는 전체적으로 규제하는 결정을 내리는데 따르는 복잡성도 문제였다. 그러나 이러한 기관들의 세계적인 운영규모는 위기 자체의 주요 원인은 아니었다. 각각의 개별적 사례는 다르지만 일반적으로 금융기관들이 과도하게 확장되어 있었다. 이 기관들의 경영자들은 관대한 경제적 금융적 조건이 영원히, 또는 최소한 그들이 감당할 수 있는 한도까지 계속되리라는 믿음에 안주하고 있었다. 많은 기관들이 착각을 한 것이다.

이처럼, 2007~2009 세계적 금융 위기의 원인 중 두 가지 중요한 범주는 거시경제정책의 실패와 금융감독 및 규제의 실패이다. 전자의 카테고리는 충분한 주목을 받지 못했다. 그러나 이러한 평가는 국가적 세계적 금융규제 및 감독 시스템에 바로 잡아야 할 구조적 결함이 있다는 견해와 어긋나지 않는다. 이러한 결함은 여러 해 누적되어 왔으며, 이제는 바로 잡지 않으면 안 된다. 이러한 결함이 드러나기 위해서는 이번과 같은 규모의 위기가 필요했는지 모른다. 역사를 보아도 그러하다.

여러분은 나의 견해를 들었고, 여러분은 나의 견해에 동의할 수도 있고 동의하지 않을 수도 있다. 그러나 최소한 여러분은 내 논의의 출발점을 알게 되었을 것이다. 이제 남은 시간에 나는 이번 위기에서 표면화되었으며, G-20 금융규제 개혁의제로 적합한 두 가지 쟁점인 적절한 거시건전성 정책의 설계와 망하게 두기에는 너무 큰(TBTF, too-big-to-fail) 문제에 대하여 이야기하고자 한다. 두 가지 모두 중요한 문제이다. 내가 우려하는 것은 자유롭게 자문을 제공하는 국외자로서

의 우리들은 물론이고 당국자들의 집단도 이 문제를 옹계 다루지 못할 수도 있다는 점이다.

## 거시건전성 정책

많은 사람들에게 “거시건전성 정책”은 이번 위기에서 탄생한 새로운 캐치프레이즈다. 이 말의 의미에 대해서는 합의가 이루어져있지 않다고 생각한다. 그 때문에 지금 진행중인 건전성 프레임워크 개정작업에 결함이 생길 수도 있다.

거시건전성 정책은 첫째 거시경제에 의미를 갖는 금융기관과 금융시스템에 영향을 주는 정책이며, 둘째로, 금융기관과 금융시스템에 의미를 갖는 거시경제에 영향을 주는 정책이다. 이것이 나의 정의이다. 내가 아는 한 거시건전성에 대한 합의된 정의는 없다. 그러나 내가 본 대부분의 정의는 감독정책과 그것이 거시경제에 미치는 영향 사이의 연관을 강조하고 있으며, 상호관계는 배제하고 있다.<sup>1)</sup>

위기의 원인으로 금융부문에 대한 감독과 규제 실패를 강조하는

---

1) 거시건전성 정책(macprudential policies)이란 말은 1971년 Bank for International Settlements에서 각국중앙은행 대표들이 모여서 만든 Eurocurrency Standing Committee의 설립으로 그 연원을 거슬러 올라갈 수 있다. 이 기구는 현재 Committee on the Global Financial System이라고 불리고 있다. 이 기관의 위임 업무는 1999년 2월 G-10 중앙은행장들의 승인을 받았다. 위임 업무는 세 가지 목표를 추구하고 있다. “거시경제적 진전상황에 대한 평가를 포함하여 금융시장과 시스템의 진전상황을 정규적, 체계적으로 관찰하여 세계적 금융환경의 잠재적 스트레스 원천을 찾아내고 평가한다. 위임업무 내용 전문은 [www.bis.org](http://www.bis.org)에 실려있다.

사람들의 주된 설명에 따르면, 현재의 거시건전성 정책에 대한 논의의 대부분은 거시건전성 정책의 양방향적인 상호작용을 강조하지 않는다. 대신 거시건전성 규제, 또는 감독과 규제의 항목 아래에서 금융시스템 자체의 시스템적 리스크의 규명에 초점을 두고 있다.

이러한 리스크는 (1) 그들의 활동, 또는 활동의 중단이 금융 시스템의 안정성을 위태롭게 하는 대형 금융기관, 또는 (2) 결합을 통해 금융시스템을 위태롭게 할 수 있는 금융기관들의 활동 등 두 가지 유형이다. 이 두 가지 유형의 시스템적 리스크는, 언제나 그런 것은 아니지만, 거시경제의 안정성을 위태롭게 할 수 있다. 이처럼 금융기관과 금융시스템에서 나온 원인이 일자리와 성장과 번영으로 전이될 수 있다. 그러나 금융기관에 영향을 주는 거시경제정책의 상호적 역할은 대부분 무시되었다. 내 입장은 전자의 원인을 부정하는 것이 아니다. 그러나 세계경제 및 금융위기에 대한 나의 설명에 따르자면, 원인은 쌍방향적인 것이라고 믿는다.<sup>2)</sup>

내가 거시경제정책에 대해 말할 때 내가 생각하는 것은 무엇인가? 국민경제의 차원에서 거시경제정책으로부터 금융시스템으로 연결되는 거시건전성 정책의 한 사례는 자산가격 거품에 관한 논쟁이다. 이 사례는 그 밑에 깔려있는 일부 분석적이고 철학적인 문제들을 잘 보여주고 있다.

순수 통화정책론자들은 통화정책은 상품과 서비스의 가격안정에

---

2) Tobias Adrian와 신현송이 공동 작성한 위기에 관한 최근의 논문 말미에 쓴 것처럼, “통화정책과 금융안정을 위한 정책은 동전의 양면과 같은 것이다.” 2009년 Jackson Hole의 Federal Reserve Bank of Kansas City의 학회에서 발표한 논문 Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy. [www.kansascityfed.org](http://www.kansascityfed.org). 참조.

좁게 국한하여 초점을 두어야 하며, 이를 통해 성장과 고용을 극대화해야 한다고 주장한다. 중앙은행은 자산가격의 거품을 쉽게 알아낼 수 없으며, 거품을 알아낼 수 있다고 해도 그러한 거품을 터뜨릴 이자율 정책의 사용은 도움보다는 해악이 되며, 물가안정에서 그들의 주의를 돌리는 결과를 가져 온다고 주장한다(그들은 또한 중앙은행은 정책금리라는 하나의 수단으로는 한 가지 목적만을 달성할 수 있다고 주장한다. 그러나 경제정책에는 늘 독립된 수단들보다는 더 많은 목표가 있기 마련이다. 정책은 얻는 것이 있으면 잃는 것도 있는 트레이드 오프에 관한 것이다).

지난 십 년간의 경과를 참작하여 순수 통화정책론자들은 지금 다소 방어적으로 다른 수단들, 특히 감독과 규제 수단을 동원하여 시장이 자산가격 거품을 만들지 않고 시스템적인 위험을 촉발하지 않도록 금융기관과 시장의 행동에 영향을 주어야 한다고 주장한다. 나는 “다소 방어적”이란 말을 사용했는데, 전부는 아닐지라도 제안된 새로운 수단의 대부분은 함축적으로 자산가격 거품은 알아낼 수 있다는 견해를 받아들였거나 거시적 수준에서 감독의 주의를 기울여야 할 이와 유사한 시장현상이 있다는 견해를 받아들였기 때문이다. 경기대응적 조치(counter-cyclical provisioning)처럼 다소의 예외들도 있지만 그것은 대부분 시험을 거치지 않은 정책 도구이다. 내 말을 오해하지 말기를 바란다. 나는 효과가 있는 모든 수단을 사용하는데 찬성하며, 여기에는 통화정책도 포함된다.

시스템적 리스크의 원인인 자산가격 거품의 판별과 거품 터뜨리기에 관한 논쟁은 대체로 핵심을 비껴가고 있다. 거품에 초점을 맞추면 거품이 있는지, 그것을 미리 알아낼 수 있는지에 대한 논쟁을 불러온다. 단기 정책금리에 연동된 통화정책은 크레딧 붐을 일으키는 과정에 기름을 부을 수 있다는 것이 내 주장의 요지이다. 이러한 크레딧

붐이 어디에서 거품으로 나타날 것인지 우리가 꼭 알 수 있는 것은 아니다. 그러나 크레딧 붐이 생기고, 그것이 터졌을 때 실물경제에 주는 악영향은 심각할 수 있다는 것은 알 수 있다.<sup>3)</sup> 내 견해는 새로운 것이 아니다. William White가 여러 해 동안 이런 주장을 펴왔다.<sup>4)</sup> IMF의 스태프들도 최근 발행된 World Economic Outlook에서 이러한 입장을 밝히고 있다.<sup>5)</sup>

목표는 통화정책의 경기순행성(procyclicality)을 제한하는 것이다. 문제는 중앙은행이 경제 및 금융 시스템의 어디에서 붐이 일어날지를 미리 탐지한다고 주장하지 않으면서 크레딧 붐의 바람을 막는 통화정책을 인도할 지표를 찾아내는 일이다.

이와 관련하여, 주로 국내경제정책의 맥락에서 택한 둘째 사례를 살펴보자. 최근의 붐이 지속되는 동안 중앙은행들은 가끔 리스크를 과소평가하고 있다는 우려를 표명했다. 그러나 중앙은행들은 리스크의

3) 통화정책의 역할에 대한 이러한 견해는 무엇보다도 Bank for International Settlement의 Claudio Borio와 그 동료들과 관련되어 있다. Claudio Borio. 2009. Implementing the Macroprudential Approach to Financial Regulation and Supervision. Banque de France Financial Stability Review. September 참조. at [www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)에 게재되어 있음. 또한 [www.bis.org](http://www.bis.org)에 게재된 다른 논문들도 참조. 여기에는 대형 기관은 적정 시스템 리스크 이상의 것을 야기한다는 주장을 담은 논문 The Systemic Importance of Financial Institutions이 포함됨. 나의 연설의 둘째 주제인 Too Big to Fail(TBTF)과 관계가 있음.

4) William R. White. 2005. Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stability Framework? Kiel Economic Papers 2. September 참조. 또한 William R. White. 2009. Should Monetary Policy “Lean or Clean”? That is the Question도 참조.

5) International Monetary Fund. 2009. Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations. Chapter 3 in The World Economic Outlook. September 참조. [www.imf.org](http://www.imf.org). 게재됨.

과소평가는 정책금리의 수준과 정책금리에 대한 기대와 관련된 것이라는 명백하고 적절한 추론을 내놓지 않았거나 최소한의 행동도 하지 않았다.

이자율이나 신용 리스크 프리미엄의 기간구조(*term structure*) 이론을 확고하게 경험적으로 적용한 적이 없다는 것도 사실이다. 그러나 정책금리의 인상은 통상적으로 기간 프리미엄과 리스크 프리미엄을 올린다는 것을 알고 있다. 물론 이러한 연관관계는 모든 상황에서 두루 통하는 것은 아니며, 그 관계는 복잡하고 다면적이며 정밀하지 않다. (이와 관련된 일부 분석상의 쟁점은 세계경제 및 금융위기에 기름을 붓는 세계적 불균형의 역할에 대한 논쟁과도 관련이 있다. 예를 들어 미국의 거대한 경상수지 적자는 달러의 약세에도 불구하고 쉽게 충당될 수 있었는데, 그것이 미국연방준비은행이 연방기금 이자율을 올렸을 때 비정상적으로 미국이 장기이자율을 억눌렀는가? 나는 그렇게 보지 않는다.) 경제 전문가들이 이러한 문제에 대한 모든 대답을 갖고 있다는 것은 아니다. 다만 이러한 메트릭스(*metrics*)를 살펴본다면, 통화정책과 그것이 금융시스템의 안정성에 미치는 잠재적 영향을 좀 더 잘 알 수 있다고 주장하는 것이다.

이러한 문제는 국가별 경제정책입안자와 해당 시민에게 중요할 뿐 아니라 세계적 차원에서도 중요하다. 국가위험(*country risk*)과 주권위험(*sovereign risk*)을 포함한 리스크의 가격결정은 세계적 차원과 관련된 것이다. 신용의 즉시가용성(*ready availability*)은 또한 국제적인 측면을 갖는다. 예를 들어 이번 세계경제 및 금융위기가 일어나자 우리는 민간과 공공 차입자들로부터 “외국 금융에 대한 중독”이란 말을 다시 듣게 되었다. 이러한 중독은 국내이자율, 환율, 기타 자산가격, 그리고 그 나라 경제에 대한 크레디트의 총 유입 등 차입국의 거시경제적 영향에 대한 고려 없이 외채 도입을 늘리게 된다는 것이다.



세계적 차원에서 이러한 논쟁은 자본계정의 문제에 대하여, 특히 자본이동의 일부 또는 전부를 제한하는 정책도구의 사용과 효율성에 대한 관심을 불러일으켰다. 이것은 거시경제정책에서 금융시스템으로 갔다가 다시 되돌아오는 거시건전성 정책의 시현이다.

보다 넓게는, 거시건전성의 거시에는 국민경제의 행태뿐 아니라 세계경제 전반의 성과도 포함하고 있다. 2007년 여름 위기가 발생하기 전 시기에, 그리고 그 후 몇 달 동안 세계경제의 성과는 “사실이기는 너무 좋은” 상태였다. 각국 정부의 정책입안자들과 국제기관의 간부들, 그리고 민간 금융기관의 지도자들은 그들이 파탄으로 가고 있다는 것을 알고 있었다. 그들은 달콤한 음악이 끝나리라는 것을 알고 있었던 것이다. 그러나 시티그룹(City Group)의 Chuck Prince의 말처럼 음악이 연주되는 한 일어나서 춤을 추지 않을 수 없었던 것이다.

그 결과, 세계경제의 과열 등에 대하여 적절한 거시경제적 경종을 울리는데 모두가 실패했던 것이다. 일반적으로 양호한 조건은 민간 금융시장은 물론 원자재가격을 포함한 세계경제의 지속 불가능한 붐에 계속 기름을 부었다. 만일 우리가 거시경제적 차원에서 보다 나은 통찰력을 가졌다면 금융시스템과 실물경제의 궁극적인 결과는 개선되었을 것이지만 결과는 최악으로 치달았다.

모든 나라들은 올바른 거시건전성 정책의 틀과 내용에 관심을 갖고 있다. G-20 국가들이 국가별 및 집단적으로 IMF와 Financial Stability Board 등 국제기관과 함께 이 일을 수행할 특별한 책임을 떠맡게 되었다. 경제 전체에 미치는 영향 면에서 거시경제정책과 감독정책이 양방향으로 상호 의존성을 갖고 있다는 점은 지금까지의 거시건전성 정책에 관한 논의에서 대체로 간과되고 있다. 거시건전성 정책은 거시경제와 그것이 건전성에 미치는 영향보다는 건전성과 그것이 거시경제에

미치는 영향에 지나치게 치중되어 있다. 이 단절은 바로 잡아야 한다. 중앙은행은 거시 및 건전성 정책의 두 가지 측면 모두에서 중요한 역할을 해야 한다.

## 大馬不死(Too Big To Fail)

과산을 방지하기에는 너무 크고, 너무 복잡하고, 또는 너무 연관되어 있는 금융기관에 공적 자금을 투입하여 구제해야 할 것인가 하는 것은 새로운 쟁점은 아니다. 그러나 지난 1년 반의 금융 및 경제위기 동안 민감한 금융시장과 금융시스템에서 행해진 구제의 빈도와 성격 때문에 이 쟁점이 극적으로 부각되었다. 이를 영문이니셜 “TBTF”, 또는 “too big to fail”이라고 말한다. 전례는 이미 만들어졌다. 이러한 전례를 적용하는 것을 제한하고자 하는 합당한 욕구도 있다.

TBTF는 미국만의 문제는 아니다. 내가 곧 설명하겠지만, TBTF는 세계적인 쟁점이다. 그러나 우선 나는 미국의 TBTF 논쟁을 살펴보고자 한다. 미국 의회는 향후 TBTF에 제한을 부과하는 방안을 검토하고 있다. 각 방안은 비용이나 문제를 수반한다. 단 한발로 이 문제를 해결할 수는 없다. 여러 조치의 조합이 필요하다. 미국의 TBTF 쟁점은 우선 정치적인 쟁점이다. 시민들과 그들의 대변자들은 납세자들이 낸 금융자원을 사용하여 대형 금융기관에 긴급구제금융을 하거나 구제하는 것이 공정치 못한 일이라고 본다. 그들은 월스트리트가 메인스트리트에 의해 구제금융을 받았다고 본다.

납세자들은 이러한 구제가 그들에게 아무런 혜택이 되지 않는다고 본다. 좋은 나쁜든 그들은 금융시장 문제가 실물경제에 미칠 악영향을 인정하지 않는다. 어려움에 처한 기관의 주주 대부분이 투자액을 잃

고, 좋은 보수를 받던 직원들이 해고되고, 고위 경영자가 해고되는 것으로는 충분치 않다. 잘못된 사람은 더 고통을 겪어야 한다. 납세자가 얻게 될 순 혜택을 과연 옳게 평가했는지는 문제 밖의 일이다(미국 납세자의 이러한 태도는 미국정부가 1997~1998년 한국정부가 국내외 은행에 대한 채무이행을 할 수 있도록 지원을 제공했을 때 그들이 취한 태도와 유사하다).

위기 이전의 상태로 되돌아가는 것은 실행 가능한 선택이 아니다. 납세자가 반발할 뿐 아니라 위기에 대처하는 정부의 조치를 통해 드러나고 격화된 도덕적 해이 문제 때문이다. 파산하도록 방치되지 않은 기관이나 그들의 경영행태에 대한 충격이 구제금융의 비용과 누가 비용을 부담할 것인가 하는 문제보다 더 중요하다. 이 고등계산법에서 규모는 하나의 요소일 뿐이다. 파산 가능성이 없다는 것이 더 중요한 요소이다. 도덕적 해이는 과거에는 문제가 안 되었을지 모르나 미래의 행위에는 분명히 영향을 줄 것이다.

정부가 민간 기관을 파산으로부터 보호할 것이라는 기대가 있다면 스펀터가 말한 바람직한 창조적 파괴 과정과 더불어 시장의 기강은 붕괴되고 말 것이다. 경쟁은 왜곡되고 자본은 잘못 배분된다. 변변치 못한 리스크 관리, 혹은 과잉 리스크가 보상을 받고 손실은 사회화된다. 여기에 납세자들이 개입하게 된다. 그러나 이러한 손실은 단지 등식의 일부일 뿐이다. 명시적이든 암묵적이든 정부가 금융기관의 경영에 개입하고 이것은 게임의 룰을 바꾼다. 그 결과, 금융기관은 보다 집중된 구조를 갖게 되고, 보다 과잉 리스크 지향적이 되며, 효율성의 증진, 비용의 절감, 또는 더 큰 신용의 제공능력 등과 같은 사회적 혜택은 줄어든다.

미국의 TBTF 문제에 대한 처방은 다음의 4가지 범주로 분류해 볼

수 있다. (1) 시스템상 중요한 기관을 분할하고, 분할된 개별적 기관이 너무 크지 않도록 하며, 파산의 여파를 제거한다. (2) 위험도가 높은 활동들을 서로 연관이 안된 기관으로 분리하여, 그 기관이 파산을 해도 경제와 금융시스템에 직접적인 악영향을 미치지 않도록 한다. (3) 과도한 리스크 부담을 못하게 하거나 그 악영향을 막을 완충 장치를 마련하는 등 규제장치를 마련한다. (4) 시스템상 중요한 금융기관들의 파산이 정부의 구제 필요성이 없이도 금융시스템과 경제에 미치는 피해를 최소화하면서 수습될 수 있도록 특별 정리제도를 마련한다.

각각의 처방은 나름대로 장점이 있고 지지자들도 가지고 있다. 그러나 문제도 있고 반대자도 있다.

첫째 범주의 처방 — 분할방식 — 에는 몇 가지 문제가 있다. 이 방법에는 여러 나라에서 정부의 권장 하에 또는 독자적으로 행해지고 있는 것처럼 직원을 줄이고 사업의 일부를 매각함으로써 기관의 규모를 축소하는 것 이상의 문제가 있다. 이런 방식을 완전히 적용하면 기관을 별도의 주주와 경영진을 가진 독자적인 기업으로 분할하고 그 절대적인 규모를 제한해야 한다. 그러나 우리는 얼마나 작은 것을 작은 것이라고 말해야 할지 잘 알지 못한다. 또 어떤 기관이 나쁜 영향을 주지 않고 파산할 수 있는지도 알 수 없다. 그런 영향은 시기적 상황에 달려있기 때문이다.

더구나 어떤 대형기관을 5개나 25개의 작은 기관으로 분할할 때 그런 시스템이 실제로 더 잘될 수 있느냐고 물을 수 있다. 만일 작은 기관들이 허딩(herding)이라고 알려진 것과 같은 동일하거나 유사한 투자전략을 구사하고 유사한 리스크 관리정책을 쓴다면 그들은 모두 동일한 스트레스와 손실을 겪을 것이다(거시건전성 정책에 관한 나의 언급에서 개별기관의 유사한 리스크 총합에 대한 건전성의 사례를 참

고하기 바란다). 모든 유사한 상황의 기관들의 파산이 가져 올 시스템 상의 효과는 하나의 대형기관의 파산에서 오는 시스템 상의 효과와 거의 같을 것이다. 기관들이 똑같이 행동하지 않을 가능성도 있고, 규모가 축소되면 지나친 리스크의 감행이 어느 정도 줄어들 수도 있다. 그러나 이것은 억측일 뿐 정립된 사실은 아니다.

초대형 금융기관의 규모 및 범위의 경제에 대한 경험적인 확증은 기껏해야 모호할 뿐이다. 그러나 내가 믿는 것처럼, 초거대 규모에서는 규모의 경제가 없다고 하더라도 현재 시장 자본총액 기준 세계 10대 금융기관 중 4개가 중국에 있다는 것을 우리는 알고 있다. 정부가 소유한 이 4개의 금융기관은 태생적으로 TBTF이다. 이 기관들과 소속국이 규모 및 범위의 경제 혜택을 받지 않을지라도 이 기관들의 규모와 지위가 달라지지 않는 한 이들은 세계적인 경쟁을 왜곡하게 된다. TBTF와 관련된 세계적인 주요 문제 하나가 남게 되는 것이다.

내 결론은 TBTF에 대한 분할 처방은 추천할 만한 것이 못 된다는 것이다. 많은 대형기관들에게 규모축소를 권장해야 하겠지만, 분할의 경제적 논거는 반대하는 정치적, 실용적 현실을 극복할 만큼 충분히 강하지 못하다.

둘째 범주의 처방 — 보다 위험도가 높은 활동을 분리하는 방안 — 에도 여러 문제가 따른다. 어떤 활동이 너무 위험한가? 여기에는 의견 일치가 없다. 그러한 활동의 목록을 늘 고정해 놓아야 할까? 아마도 그렇게 해서는 안될 것이다. 대형이고 연관되어 있거나, 또는 그렇게 되어가고 있는 감독범위 밖의 기관들은 어떻게 할 것인가? 이런 기관들을 무시하면 TBTF문제를 회피하는 것이 되며, 최소한 납세자들을 위해 사태를 악화시킬 수도 있다. 종합은행(Universal Bank)에서 기관 상호지원을 할 수 없게 되기 때문이다. 한 가지 해답은 기관들이 가장

덜 번거로운 규제자를 찾으려는 규제차익(regulatory arbitrage) 추구 현상에 대처하기 위해 규제와 감독의 범위를 확대하는 것이다. 그러나 이 대답은 우리를 출발점으로 되돌아오게 한다.

TBTF에 대한 분할 처방은 불완전한 대답이라는 것이 나의 결론이다. 반면, 대형기관에게 그 사업의 성격에 따라, 그리고 규모에 따라 자본부과금(capital charge)을 정하도록 관련 규정을 개정하여 대형기관이 리스크가 큰 사업에 과도하게 집중하는 것을 막도록 인센티브를 재조정하는 것이 필요하다.

셋째 범주의 처방 — 감독과 규제의 강화 — 에도 여러 가지 문제가 따른다. 재편된 자본구조(retooled capital structures)를 설계하는 기술적 문제를 하나의 예로 들 수 있다. 2004년 개정하여 공표된 은행업 국제규정인 Basel II는 만드는데 만 10년 이상 걸렸지만 미국을 비롯한 여러 나라의 사법제도에 아직 반영되지 못했다. Basel II가 신뢰를 받고 모든 사법제도에 구현되려면 이를 근본적으로 다시 뜯어 고치고 강화를 해야 할 것이다.

둘째 문제는 규제를 집행하는데 따르는 모호성이다. 이번에는 달라질 것이라고 확신할 근거는 무엇인가? 사전에 확립된 규칙과 규제자와 감독자에게 주어진 재량권 사이의 올바른 균형은 무엇인가? 보강된 감독과 규제 제도가 도덕적 해이의 경제적 금융적 정치적 대가를 효율적으로 제어하면서 TBTF문제를 제거할 수 있는가?

TBTF에 대한 규제적 접근은 앞서의 두 처방보다 더 장래성이 있다는 것이 나의 결론이다. 그러나 기술적인 문제가 중요하다. 미래의 활동에 대한 규제 때문에 이윤이 줄어들 수 있는 피규제 기관의 정치적 저항으로 인해 문제가 복잡해진다. 따라서 앞서의 세 가지 처방이

갖는 장점이 무엇이든 시스템상 중요한 대형금융기관은 지금 그대로 남아있을 것 같다. 미국의 어떤 규제제도 아래서도 이런 기관은 파산을 할 것이고 다른 대안이 없는 한 다시 값비싼 구제와 파멸의 도산 중 하나를 택해야 하는 혐오스러운 선택문제를 제기할 것이다.

시스템상 중요한 대형금융기관이 앞으로도 파산을 할 가능성이 있고, 현상이 유지 되는 가운데 불유쾌한 정책선택이 되풀이 될 가능성이 있음에도 불구하고, 이러한 기관이 파산할 경우에 대비한 특별 정리제도를 만들자는 미국내의 제안을 둘러싸고 회의와 논란이 제기되고 있다. 어떤 이는 이러한 메커니즘이 단지 특정기관은 너무 커서 파산할 수 없다는 생각을 강화할 뿐이라고 주장한다. 다른 말로 하면, 그것이 잘못된 신호를 보내 기본적인 도적적 해이 문제를 악화시킨다는 것이다. 다른 이들은 이러한 제도가 시장 기강을 강화시킬 것이며, 또한 실패가 일어나는 거시 경제적 맥락을 포함하여 잠재적인 실패를 둘러싼 상황들이 다르다는 현실을 인정하는 것이라고 주장한다.<sup>6)</sup>

나의 결론은, 대형금융기관의 특별 정리제도는 TBTF 문제에 대한 다른 처방의 필수적인 보완책이지만 그 자체만으로는 완전한 해결책이 아니라는 것이다.

이처럼 미국의 TBTF 문제에 대한 4가지 처방은 장점도 있지만 문제점도 있다. 단발로 문제를 해결할 마의 탄환은 없는 것이다.

---

6) Rodgin Cohen and Morris Goldstein. 2009. The Case for an Orderly Resolution Regime for Systemically Important Financial Institutions. The Pew Financial Reform Task Force Briefing Paper 13. 참조. 이들은 이러한 제도가 도적적 해이를 증가시키지 않을 것이며, 기존의 미국 기업파산규정을 개정하는 것보다 더 좋은 방안이라고 설득력 있게 주장한다.

내가 지지하는 접근 방안은 (1) 기관의 규모에 대하여 다소 더 관심을 두고, (2) 기관의 특정 활동을 규제 또는 제한하고, (그러나 자의적이고 영구적으로 활동을 분리하는데 이르기 전까지), (3) 감독 범위의 확장과 기타 규제적 처방, (4) 시스템상 중요한 모든 주요 금융기관에 대한 정리제도를 포함한 방안이다.

이러한 견해가 너무 낙천적이라고 배격되지 않기 위해 덧붙일 말이 있다. 대형 미국 금융기관은 지금도 위기 이전의 상태에서 최소한으로만 변화하겠다면 미국의회와 팽팽한 대결을 벌이고 있다. 결과적으로, 미국의 금융개혁이 얼마나 의미가 있고 포괄적이 될 것인지는 아직 분명치 않다. 그러나 나는 낙관한다.

이번 회의는 G-20 금융규제개혁 이니셔티브에 관한 것이다. 그러므로 거시건전성 정책에 관한 나의 논의와 함께 세계적 차원에서 본 TBTF 문제를 살펴보는 것은 시의 적절한 일이다.

TBTF에 대한 미국의 결정이 나머지 세계에 영향을 줄 것인가? 역사적으로 보나 분석적으로 보아 그럴 것이라고 본다. 작년엔 리먼 브라더스(Lehman Brothers)를 파산하도록 방치한 결정은 2007~2009 위기에서 미국이 저지른 가장 큰 실수라고 전세계가 생각하고 있다(나는 이 견해에 찬동하지 않지만 그것은 여기서 다룰 문제는 아니다). 미국이 추구할 과제는 시스템상 중요한 대형 금융기관을 규제할 잠재적 필요를 제한하고 동시에 이러한 필요가 일어났을 때 그것이 금융시스템과 경제와 납세자에게 미칠 악영향을 최소화하는 것이다.

미국이 맞은 도전은 전 세계의 도전이기도 하다. TBTF 문제에 대한 세 가지 범주의 처방에 대한 범세계적 합의가 없듯이 범세계적 정리기관도 없다. 예를 들어 1991년의 Bank of Credit and Commerce



International(BCCI) 사례와 1995년 Barings Bank의 사례를 생각해 보라. BCCI의 사업은 전 세계에 펼쳐져 있었으며, Barings는 싱가포르 지점에서 일하던 단 한명의 거래자에 의해 도산했다. 2008년 말이나 2009년 초 이러한 사태가 발생했다면 세계경제 및 금융시스템에 미치는 영향이 어떠했겠는가?

끝으로, 파산하기에는 규모가 너무 큰 기관이 제기하는 문제들은 그 기관 소속국이 단독으로 구제하기에는 너무 큰 금융기관의 문제와 밀접하게 연관되어 있다. 이러한 문제들은 다시 국내와 해외의 감독 사이의 적절한 업무분담의 문제와도 관련이 있다. 이런 문제들 모두가 그리 간단하지 않다.

G-20과 국제 금융계는 내년에 해야 할 일이 많다. 내가 말한 분야에서 이상적인 해결책을 성취하는데 목표를 두어서는 안되고, 세계적인 관점에서 최대한 모두가 받아들일 수 있는 확고한 해결책을 찾아내야 한다. 이번 회의는 여러 복잡한 문제 중의 일부를 밝히는데 도움이 될 것이다. 오늘 아침 나의 발표가 이러한 중요한 과정에 다소라도 기여하기를 바란다.



# 최근 금융위기와 규제 · 감독당국의 대응

*José Viñals\**

## I. 들어가기

IMF와 세계경제연구원이 공동으로 마련한 이번 회의에 참가하게 된 것을 기쁘게 생각한다. 존경하는 사공일 박사, 남종현 원장, 그리고 김병주 이사장에게 감사드린다. 이번 경제위기에 대응한 규제와 감독에서 우리가 얻었다고 믿는 중요한 교훈 중 일부를 여러분과 함께 나누게 된 것을 즐겁게 생각한다.

이번 위기에 대응하여 여러 가지 규제와 감독이 나왔다. 이번 위기로 직접적인 영향을 받은 나라들은 자국의 기관과 금융시장을 지원하기 위해 여러 가지로 즉각적인 대응책을 취해왔다. 동시에 국제적인 규제와 감독 기관들도 앞으로 같은 위기가 일어나는 것을 줄이기 위한 규제정책을 마련하는데 힘을 모았다.

국제금융체도의 안정성을 개선하기 위한 계획에 대하여 우리들이 이야기할 때 어떤 분들에게는 그것이 많이 들던 이야기라는 느낌이 들 것이다. 한국을 포함한 아시아 여러 나라에 타격을 준 아시아금융위기 이후 지난 10년간 비슷한 논의가 있었다. 그 당시 국제적 구조를 강화하기 위한 노력으로 국가별로, 또 국제적으로 여러 가지 조치가 마련되었다. 예를 들어 IMF와 세계은행은 회원국의 금융부문 인프라

---

\* IMF 통화자본시장국 국장

의 리스크와 취약성을 찾아내는 능력을 개선하기 위해 금융부문 평가 프로그램(FSAP, Financial Sector Assessment Program)을 도입했다. 뒤따라 다자적 금융부문 감시의 주요 도구로 세계 금융안정성 보고서(Global Financial Stability Report)가 도입되었다. G-10은 여러 국내 및 국제 감독기구와 국제 금융기관 사이의 협력을 증진키 위한 Financial Stability Forum(지금의 Financial Stability Board)을 설립하여 국제금융체도의 안정성에 기여토록 했다.

이러한 여러 이니셔티브가 세계 금융부문의 추세와 리스크를 더 잘 이해하는데 소중한 기여를 했지만 그것들이 위기를 예방하지 못한 것도 사실이다. 우리가 알게 된 것은 모든 위기는 그 자체의 독자적인 특징들을 갖고 있다는 사실이며, 우리가 규제적 대응을 마련할 때 과거지향적 접근을 하여 지나간 전쟁을 싸우는 것으로 끝나지 않도록 하는 것이 중요하다는 점이다. 지난 여러 해 동안 우리 IMF 종사자들이 알게 된 것처럼, 때로는 다음 번 위기가 우리가 가장 예측하지 못한 부문이나 지역에서 발생할 수도 있다. 그럴 수도 있지만, 다음 위기가 당면 문제를 해결하지 못했기 때문에 지금과 동일한 원인으로 발생한다면 그것은 진정 용서할 수 없는 일이다.

어쨌든 지난 위기의 분석을 통하여 여러 교훈을 얻었으며, 그것은 오늘에도 유효하다. 한국도 10년 전 경험으로부터 교훈을 얻었고 국내적으로 위기 대응책과 관리의 기본 틀을 강화해 왔다. 나는 2009년 한국의 경제활동이 활력을 되찾은 것을 기쁘게 생각한다. IMF의 지역 경제 전망팀이 관찰한 것처럼, 아시아는 위기에 의해 강타 당한 후 빠른 속도로 회복을 하고 있다. 이 지역의 정부당국은 정부지출을 늘리면서 이자율을 내리고, 금융시장을 안정시키는 조치를 신속하게 취하였다. 아시아는 2010년 5.75%의 성장을 보일 것으로 전망된다. 이것은 G-7경제의 예측치보다 훨씬 높지만 이 지역이 지난 10년간 이룩한

실적에는 미치지 못한다. 아시아 지역의 높은 수출의존도를 감안할 때 계속되는 세계적 수요의 약세는 이 지역의 미래 성장에 상당한 영향을 미칠 것이다.

## II. 세계적 정책대응의 현황 점검

이제 지난 1년 반 동안 G-20 국가들이 어떻게 대응을 했는지 살펴 보자. 전반적으로 G-20 정부들은 자국 은행제도의 취약성에 대처하기 위해 마련된 프로그램을 강화하는데 비상한 노력을 기울여 왔다. 2008년 10월 이래 G-20 중 위기에 직접 영향을 받은 정부들은 채권자 신뢰를 회복하고 시장을 안정시키며, 은행제도를 구조조정하는 일련의 조치를 ‘공개적’으로 발표했다. 위기에 직접 영향을 안 받은 일부 국가들도 자국이 충분히 건전하다는 것을 확인하기 위해 기존의 기본 틀을 점검해 왔다.

IMF의 견해로는, 금융위기에 대처하는 정책 조치는 세 가지의 연관된 목표에 한정해야 한다. 첫째는 억제이다. 예금자와 여타 채권자가 한꺼번에 예금인출을 하는 것을 막는 것이다. 둘째는 구조조정과 정리과정을 통해 약하고 부실한 금융기관을 찾아내고 대처하는 일이다. 이를 위해서는 손실의 확인, 은행 건전성에 대한 진단, 약하지만 견딜 수 있는 은행의 영업활동 구조조정, 부실은행의 정리 등이 필요하다. 셋째 목표는 은행에 맡기기에는 너무 크고 복잡한 돌출적 문제 자산의 처리이다. 때로는 별도의 자산관리 회사를 통해서 문제자산을 관리하는 과정은 은행정리의 중요한 요소이다. 이러한 정책조치를 위해서는 여러 관련기관 사이의 협조와 조정의 기본 틀이 있어야 하고, 정책 목표에 대한 효율적인 공공 커뮤니케이션이 필요하다.

이제 이런 세 가지 목표를 이루기 위해 각국이 취한 조치들을 간략하게 살펴보기로 하자. 위기 해결과 공격적 은행의 재자본화(recapitalization)를 촉진하기 위해 여러 정책 조치가 취해졌다. 위기의 영향을 받은 G-20의 12개국이 예금자 보호 계획과 채무보증 프로그램 강화 등 위기에 대응하는 조치를 취했다. 동시에 4,000억 달러에 가까운(3,840억 달러) 자금이 2008년 9월과 2009년 2월 사이에 은행부문에 투입되었다.

그 이후 많은 은행이 자본시장에서 성공적으로 민간 증권을 상장하였기 때문에 은행 재자본화를 위한 공공부문 지출은 줄어들었다. 그럼에도 신용품질의 지속적인 악화와 향후 은행 자본의 질과 양 모두를 개선할 필요가 있다는 은행 감독당국의 일반적인 합의 때문에 많은 은행 시스템이 자본압력을 벗어나지 못했다.

당면한 위기가 수그러들면서 정부는 위기관리의 둘째 국면인 은행의 구조조정으로 방향을 돌렸다. 이 단계의 핵심 요소는 은행제도의 건강성에 대한 평가이다. 은행자본의 적절성을 결정하기 위한 감독부서의 스트레스 테스트가 이번 위기에서 각국이 취한 대응책의 뚜렷한 특징이다. 2009년 초 영국과 미국은 주요은행에 대한 스트레스 테스트를 실시하고 추가 자본투입이 필요한 은행을 지원하기 위한 적절한 조치를 취했다고 발표했다. 2009년 중반, Committee of European Banking Supervisors(CEBS)는 ECB 및 EC와의 협력아래 시스템 전반에 대한 합동 스트레스 테스트를 발표했다. 그밖에 G-20의 몇 나라가 주요 국내 및 국제적 민간 금융기관의 스트레스 테스트를 실시했다. 정부들은 지금 소요자본을 조달할 능력이 없는 은행의 처리방법과 씨름하고 있다.

은행의 악성 자산인 부실 독성 자산의 문제를 처리하는 셋째 목표는 더욱 어렵다는 것이 밝혀졌다. 일부 정부는 철저한 자산보증을 해주거나 또는 해당 자산을 은행 밖으로 이전시킴으로써 부실자산을 관

리하는 프로그램 마련을 추진해 왔으나 이 분야의 진척은 매우 제한적이었다.

끝으로, 커뮤니케이션과 협력의 관점에서, 국가간에 원활한 정책 커뮤니케이션을 확보하고, 또 한 나라의 정책이 다른 나라에 미칠 영향에 대해서 지속적으로 주의노력을 기울이는 것이 필요하다. 이런 일이 유익하다는 것은 인정되고 있지만, 때로 국내적인 제약 때문에 이러한 협력 노력이 저해를 받는 경우도 있다. G-20 지도자 포럼이 중요한 정책조정기구로 등장했고, G-20가 택한 조치들이 채권자 기대를 안정시키고 취약해진 금융기관을 재자본화 하는데 도움이 되었지만 위기관리의 기본 틀은 여전히 불완전한 편이다. 공식적 정책협력은 아직 초기 단계에 머물러 있고, 주로 기존의 낮은 차원에서 이루어졌기 때문에 여러 나라가 취한 개혁프로그램의 일관성에 대한 일반의 인식에도 제한적인 영향을 주었을 뿐이다.

### III. 금융부문 개혁의제 및 전망

우리는 규제정책의 부적합성이 이번 위기를 야기하고 전파하는데 기여했다는 데 의견을 같이하고 있다. 그러나 여러 문제들이 규제의 범위 밖으로 뻗어나와 있었다. 지금 규제조향을 바꾸고 규제 강화를 강조하는 것은 필요한 일이지만, 불행하게도 충분한 조건은 되지 못한다. 개혁의제가 (i) 건전한 규제, (ii) 효율적인 감독, (iii) 금융기관의 우수한 경영과 위험관리, 그리고 (iv) 적절한 정리의 기본 틀 등 금융안정을 위한 주요 네 기둥 모두에 초점을 둘 수 있도록 확대되어야 한다고 IMF는 믿고 있다.

국제적 차원에서 G-20은 향후 금융위기의 영향을 완화하기 위한

규제개혁의 세계적 공조를 주도해왔다. 국내적으로, 또 국제적으로 규제의 적절한 테두리와 구조를 마련하고, 자본과 유동성 버퍼를 높이고, 회계와 공개의 기준을 개혁하며, 신용등급 행태를 개선하고, 경영진의 보수를 정하고, 보다 안전한 기반에서 자산증권화를 재추진하기 위해 다양한 논의와 이니셔티브가 진행되고 있다.

최근 가장 주목을 끌어 온 것은 규제개혁이다. 이번 위기의 두드러진 특징 중 하나는 금융규제에 거시건전성의 관점을 도입하는데 정책적 초점을 두게 한 것이다. 개별 금융기관의 건전한 규제는 금융시스템의 안정을 위해 여전히 중요한 일이지만, 금융안정성을 추구하는데 있어서 시간과 공간을 횡단하는 규제가 이루어져야 한다는 인식이 널리 퍼져있다. 금융규제의 초점이 나무뿐 아니라 숲에도 맞추어져야 한다는 것이며, 오늘의 성과에만 초점을 맞출 것이 아니라 경기순환상의 효과도 고려해야 한다는 것이다. 금융제도를 경제의 모든 부문의 요구에 부응할 수 있는 효율적이고 역동적이면서 동시에 보다 안전하고 덜 위험하게 만드는 일 사이의 올바른 균형을 확보하는 것이 지속적인 과제가 될 것이다.

이번 위기에서 규제와 관련하여 얻은 교훈을 검토해 본 결과 우리는 다음과 같은 일이 중요하다는 것을 알게 되었다.

첫째는 분명한데, 은행이 보다 높은 품질의 자본을 확보하고 적절한 유동성에 더 초점을 두어야 할 필요성이 있다는 것이다. 위기 중 더 잘 견뎌낸 은행시스템을 살펴보니, 보다 양질의 자본을 지니고 다른 기관에 비해 차입이 적었던 은행시스템들이었다. 단순히 유동성 위험을 감시하는 것만으로는 충분치 않다. 은행이 자금조달쇼크에 대한 보험을 위해서 충분한 유동자산을 보유할 필요는 없다.



둘째 과제는 ‘비은행 금융기관(shadow banking system)’으로 불려 온 것을 다루는데 신중히 생각을 해야 한다는 것이다. 우리는 규제를 덜 받는 기관과 시장이 벌이는 활동과 리스크를 보다 완전하게 파악하고, 규제를 받는 금융기관이 이러한 비은행 금융기관(shadow banking system)에 얼마나 노출되었는지를 더 잘 알 수 있도록 금융부문 감독과 규제의 범위를 확대할 필요가 있다.

셋째는 은행 시스템과 금융 시스템 전반의 경기순행성(procyclicality) 문제이다. 이 문제에는 고려해야 할 여러 측면이 있는데, 그 중에는 어렵고 논란이 많은 것들도 포함되어 있다. 우리는 ‘순환’을 통한 제도의 도입을 지지하지만, 여기에 포함된 운영과 방법론적 측면이 간단치 않다는 것을 알고 있다. 우리는 정확성을 희생하더라도 단순한 옵션에 찬성할 것이다. 정확하게 틀린 것보다는 대충 맞는 것이 낫다. 해결방안은 시장이 납득을 해야 하고 세계적으로 쉽게 실현될 수 있어야 한다.

개혁해야 할 넷째 분야는 보다 효율적인 공개를 촉진하는 일이다. 더 많이, 그리고 더 잘 공개해야 할 필요가 있다. 여기서 나는 “더 많이” 보다 “더 잘”이 더 중요하다는 것을 강조하고자 한다. 시장기강을 위해 공개는 중요하지만, 공개된 정보가 관련 당사자들 모두에게 정확하고 정보가치가 있어야 한다. 금융기관에게 방대한 양의 정보를 제공하도록 요구하는 것은 그것이 활용될 수 있는 형식으로 제공되지 않는 한 정보가 없는 것과 마찬가지로 비효율적이 될 수 있다. 세계적으로 활동하고 있는 모든 은행을 비교할 수 있는 금융통계의 공동 데이터베이스 개발도 시장기강을 강화하는데 큰 도움이 될 것이다.

끝으로, 매우 중요한 사항은 국제적으로 활동하고 있는 금융기관에 대한 초(超)국경적 규제와 감독, 그리고 효과적인 정리제도와 관련된 것이다. 금융기관은 전세계에서 사업활동을 하지만 규제 당국은 국가

별로 되어 있고, 많은 경우 비협조적이다. 정리와 예금 안전장치에 대한 방법상의 이견은 초국경적 금융기관의 감시를 더욱 복잡하게 만들고 정리에 더 큰 비용이 들게 만들 수 있다. 이를 위해서는 예방적 감사의 공조와 위기관리 조치에 대한 관련국들의 합의 도출 등 두 방향의 조치가 필요하기 때문에 진전을 이룩하기가 가장 어려운 분야 중 하나이다. 여기에 더하여, 이러한 제도는 국가별 규제와 법전통의 핵심 부분이기 때문에 문제가 더 복잡해진다. 그럼에도 불구하고 우리는 이 분야에서 구체적인 조치를 필요로 하고 있다.

이러한 만만치 않은 규제의 과제를 요약 하면서 “질서란 외부로부터 사회에 부과된 압력이 아니라 내부로부터 정립된 균형이다.”라고 1927년 Jose Ortega y Gasset가 한 말 이 생각한다.<sup>8)</sup> 아무리 잘 만든 규칙일지라도 미래의 금융위기가 일어나는 것을 막아주지는 못한다. 우리는 이번 위기에서 은행시스템이 엄격히 규제되어도 여전히 취약할 수 있다는 것을 알게 되었다.

### 감독의 지주(pillar)

위기가 견잡을 수 없이 전 세계로 번지면서 하나의 중요한 의문이 제기된다. 비슷한 금융제도와 규제제도를 갖고 있는데도 왜 어떤 나라는 다른 나라보다 타격이 적은가? 여기에는 한 가지 이상의 요인이 있겠지만, 가장 중요한 요인은 간단히 말하여 감독의 품질일 것이다. 그리고 이것은 건전성 제도의 강화를 검토하는 우리에게 중요한 지침이다.

---

8) “El orden no es una presión el orden no es una presión impuesta a la sociedad desde afuera, sino un equilibrio establecido desde adentro” (José Ortega y Gasset, *Mirabeau: An Essay on the Nature of Statesmanship*)

우리는 규칙에만 의존할 수는 없다. 규제는 둘째 지주(支柱)인 강력한 감독제도를 수반해야 한다. 감독자는 기관이 여러 가지 규제조항과 함께 원래의 목적을 준수하도록 확실히 해야 한다. 경영자는 기관이 처한 리스크와 노출을 완전히 알고 있어야만 한다. 은행시스템의 약점을 규명하고, 적절하게 대처하며, 한 은행의 취약점이 다른 데로 전염되는 것을 즉각 저지해야 한다. 넓게 보아서, 효율적인 감독제도는 다음과 같은 요소를 포함해야 한다.

감독자는 분명한 목표와 위임사항, 운영상의 자주성과 적절한 자원을 가져야 할 필요가 있다. 우리가 조사한 바에 의하면 우리 회원국 중 상당수의 경우 **Basel Core Principles**에 명시된 사항의 최소한 기대치도 충족시키지 못했다. 감독기관은 건전성 감시자로서의 역할에 추가하여, 예를 들어 금융 접근성의 증진, 신용의 배정, 그리고 경영 경쟁 등 명시적, 혹은 비명시적으로 상충하는 위임사항을 갖고 있을 수 있다. 이 때문에 시의 적절한 감독 조치를 취하는데 갈팡질팡할 수도 있다. 이와 유사하게, 감독자가 숙련된 감독요원을 고용해서 훈련하고 유지하는데 충분한 자원과 재량권을 갖지 못할 수도 있다. 또한 피감독기관의 귀찮은 법적 행동으로부터 보호를 받지 못할 수도 있다. 이런 일은 감독자의 업무자주성을 해치며, 산업이나 정치적 압력에 굴복하게 만들고, 적절한 감독 행위를 할 의욕을 잃게 만든다.

기업차원과 시스템 전체차원에서 발생하는 리스크를 찾아내는 데 초점을 두고 현장과 현장 밖 업무를 포함한 감독방법과 기술을 적절히 혼합하는 일이 중요하다. 대부분의 국가는 적절한 감독수단을 보유하고 있지만, 이 수단들은 개별기관에 초점을 맞추고 있어서 규제가 덜한 자회사와 해외법인에서 발생하는 관련 리스크의 축적을 감지하는데 실패했다. 위기가 오면 이런 리스크들은 모기업의 대차대조표에 반영되는 것이다. 나아가서, 거시적 차원이 보다 철저하게 감독활동에

통합되도록 감독업무의 방향재설정이 이루어져야 한다.

피감독 기업이 법규를 벗어났을 때 취할 수 있는 다양한 처방조치가 필요하다. 우리가 밝혀낸 바에 의하면, 각국에는 이런 제재를 할 적절한 사법당국이 있지만 실제로는 이런 일이 적시에 이루어지지 않는 경우가 많다. 일부 국가의 사법제도에서처럼, 규정에 입각한 행동을 감독상의 판단과 결합시키는 조치를 즉석에서 집행할 수 있다면 감독관이 적시에 적절한 조치를 취할 능력이 크게 개선될 것이며, 감독자들의 책임도 증진될 것이다.

### 리스크 관리와 거버넌스

우리가 훌륭한 규제와 양질의 감독을 한다 해도 그것만으로는 충분치 않다. 다른 요소들도 필요하다는 것을 잊지 말자. 기관들은 적절하게 처신해야 한다. 이번 위기와 어려움에 처한 나라들과 기관들을 보면 규제자와 감독자가 과잉 리스크와 관련하여 부적절한 행동이 일어나는 것을 방치했다는 것을 알 수 있다. 그러나 과잉 리스크를 감행하고 그것을 적절히 통제하지 않은 것은 기관들 자신이었다. 규제자와 기관이 함께 이런 일이 일어나도록 한 것이다. 그러나 어려움을 겪게 된 것은 기관, 은행, 그리고 보험회사들이었다.

내가 언급한 셋째 지주는 거버넌스와 리스크관리이며, 이 둘은 밀접하게 연관되어 있다. 기관은 강력한 기업 거버넌스 문화를 동반한 엄격한 리스크 관리제도를 필요로 한다. 우리는 일부 자본 및 금융시장의 초기적 회복이 “이번에는 다르다”는 분위기로 흘러 기업들이 다시 이전 상태로 되돌아가 리스크 관리자들에게 리스크에 대한 노출의 축적을 효과적으로 억제할 더 이상 인센티브가 없도록 만들어서는 안 된다.

이번 위기가 고조되면서 일부 은행 이사회가 감독역할을 방기한 것이 분명해졌다. 리스크 관리정책과 과정에 대한 이사회 감독은 은행의 내부적 방어 메커니즘의 초석이다. 이사회는 기업의 리스크 욕구를 제한하고, 그 기업의 리스크 프로필에 비추어 적합한 리스크 문화를 함양하며, 은행은 과도한 리스크를 감행하지 않는다는 것을 확실히 해야 한다. 최근에 발표된 Senior Supervisor Group의 보고서에서 보듯이, 위기가 발생한지 1년이 지났지만 이와 관련하여 아직도 할 일이 많이 남아있다. 이사진들이 그들이 감독하는 기업의 업무에 더 큰 책임을 지도록 할 필요가 있다.

### 정리제도

넷째 지주는 적절한 정리제도를 갖는 것이다. 특히 시스템상 중요한 기관들을 처리하기 위해서 그렇다. 초대형 기관들이 제기하는 바람직하지 못한 도덕적 해이에 대해서는 폭넓은 합의가 이루어져 있지만, 위기를 예방하고 이 기관들을 정리하는 방안에 대해서는 의견이 일치되어 있지 않다. 이 문제와 관련하여 여러 가지 제안이 나왔다. 감독당국은 시스템적 리스크를 발생시킬 가능성에 따라 추가적인 자본요건을 부과하거나 그룹 전체를 기준으로 차입금 비율을 적용하고 감독을 강화함으로써 기관들이 “大馬不死”(“too important to fail”) 상태로 가는 것을 막는 방법을 찾을 수 있다는 것이다.

이 문제는 시스템적인 기관들의 안정성문제가 초국경적으로 연루되어 있기 때문에 더욱 복잡하며, 국가 이익이 개재되기 때문에 감독과 정리과제가 더욱 복잡하다. 일부 국가의 위기대응 과정에서 지원에 의존한 M&A를 통해 초대형 기관이 창설되기 때문에 문제는 더욱 복잡해진다. 논의되고 있는 제안 중의 하나는 시스템적 기관들에게 기관을 질서 있게 분할하는 계획 — 감독당국의 승인을 받은 — 을 보유토록 요구함으로써 그룹 구조가 해체될 수 있도록 하고, 실패에 대한 징

벌을 확실히 하자는 것이다.

#### IV. 신흥시장의 우려사항

여러 수단의 적절한 조합은 나라와 지역에 따라 다를 수 있다고 IMF는 보고 있다. 언제나 얻는 것이 있으면 잃는 것도 있게 마련이며, 각 정책별로 이를 평가해 볼 필요가 있다. 지난날 국제적인 통합과 빠른 감염의 경험을 통해 교훈을 얻은 아시아 지역의 많은 신흥국가들은 이미 금융혁신과 그것이 금융안정에 미칠 영향에 대하여 신중한 평가를 하고 있다. 일부 신흥시장은 그들의 금융기관이 여러 선진국 금융기관의 붕괴를 가져온 소동에 가담하지도 않았는데 지나치게 보수적인 규제조치의 파도를 만나게 되지 않을까 우려하고 있다. 우리는 치료약이 환자를 죽이지 않을까 하는 우려가 있다는 것을 알고 있다. 위기에서 생긴 우려와 국제적인 권장사항이 합쳐져서 신흥시장에게는 값비싸고 불필요한 조치를 부과할 수 있다. 이런 일은 때로 아직 초창기인 금융시장의 발전에 원치 않는 영향을 미칠 수도 있다. 그 한 예가 증권화이다. 일부 신흥국가는 신중하고 조심스럽게 증권시장을 발전시키는 과정에 있는데, 이런 노력이 선진국 시장에서 일어난 금융활동의 오염 때문에 좌초를 당하게 된 것이다.

일부 신흥시장에서는 주요은행의 지점이 현지 금융제도에서는 제도적으로 중요하다고 여겨질 수 있지만 그 모기업에게는 그리 중요하지 않을 수 있다. 모은행이 어려움에 처했을 때 감독자가 그 은행에 대해 취한 조치와 진전사항을 그 은행 지점이 있는 나라의 감독자에게 알리지 않을 수도 있다. 또한 지점 주재국의 감독자가 모은행 감독자에게 문제를 알려야 할 의무에서도 같은 일이 벌어진다. 이런 점을 감안하여, 문제가 된 기관의 사무실이 있는 여러 나라의 감독당국 간에

의사소통과 협조를 늘려야 할 필요가 있다.

신흥시장은 지속적으로 국내 및 국제시장의 동향을 감시하고, 필요할 때 적시에 개입을 하고 필요한 규제조치를 취하는 것이 중요하며, 국제적 권장사항이 나왔을 때는 국가별 재량권을 발휘하여 국내시장 사정을 반영하는 방식으로 집행하는 것이 중요하다. 중요한 것은 이를 비보호주의적 접근과 결합시킴으로써 위기 중 G-20 이니셔티브가 마련한 국제적 공조의 수준을 유지할 수 있도록 하는 것이다.

## V. 맺는 말

IMF는 지금 세계적으로 진행 중인 규제, 감독, 그리고 위기관리의 기본 틀을 강화하는 노력에 깊이 관여하고 있다. 우리는 Financial Stability Board와 함께 금융기관의 시스템적 중요도, 시장과 수단들을 평가하는 기본 틀의 지침을 만드는 일을 해왔다. 또한 정기적인 조기 경보훈련을 수행하는 일도 함께 하고 있다. 우리는 또 Basel Committee 및 World Bank와의 공동작업을 통해 파산 금융기관의 초국경적 정리를 위한 기본 틀을 마련하고 있다. 또한 International Association of Deposit Insurers(IADI)와는 예금 보호장치의 핵심적 원칙들을 정리하고, 이의 준수를 평가하는 방법론을 개발하고 있다.

G-20은 FSAP와 기타 감시도구를 확대하여 규제제도들을 망라하는 작업을 우리에게 맡겼다. 이에 따라 우리는 보다 간편한 모듈 방식의 FSAP를 도입하고 있으며, 금융 표준평가에 대한 리스크 기준 접근 방식을 개발하고 있다. 동시에 우리는 강력한 업무능력 구축과 기술원조를 제공할 필요성을 인식하고 있으며, 회원국들과 함께 일하기 위한 적절한 자원들을 제공할 것이다. 우리는 감독을 강화하는 중요과제를

계속 지원할 것이며, 새롭고 복잡한 규제를 마련하려는 움직임에 주의를 환기하면서 집행의 용이성과 리스크 반응설계 사이의 올바른 균형이 유지되도록 노력할 것이다.

나는 앞으로 IMF가 해야 할 보다 폭넓은 업무사항을 여러분에게 전하면서 오늘의 발표를 매듭짓고자 한다. 우리의 정책운영 그룹인 IMFC는 4가지 주요 개혁분야에 대처할 것을 우리에게 요청해 왔다. 그것을 우리는 최근 연례회의가 열렸던 역사적인 도시의 이름을 붙여 “이스탄불 결정”이라고 부르고 있다. 앞으로 우리의 업무를 형성할 이 결정은 다음 네 가지이다.

- 세계적 안정성에 영향을 줄 거시경제와 재정부문 정책전반을 망라하기 위한 IMF 위임업무의 재검토.
- Flexible Credit Line 등 IMF의 금융도구를 강화하는 것이, 각국이 위기로부터 스스로를 지키기 위해 많은 외환을 비축할 필요성을 줄임으로써 세계적 불균형의 문제를 처리하는데 도움이 될 수 있는지 여부를 평가하는 일.
- G-20 회원국 정책의 상호평가를 도와달라는 G-20 제안의 추진. 이는 IMF에게는 새로운 종류의 다자간 감시를 뜻함.
- G-20가 합의하고 제안한 거버넌스 개혁업무의 추진. 과도 대변된 나라로부터 과소 대변된 역동적인 신흥시장과 개발도상국에게 2011년까지 최소한 5%의 쿼타 배정을 옮기는 것을 골자로 하고 있음.

진행중인 거버넌스 개혁에 관한 논의와 관련하여, 주요 신흥시장들이 이제 FSB와 Basel Committee같은 국제정책의 수립 및 표준설정의 기구에서 응분의 지위를 갖게 된 것은 우리에게 매우 기쁜 일이다. 이들은 진행 중인 정책연구에서 자국의 경험에 기초한 소중한 지혜를



보탬 것이다. G-20의 의장직을 맡은 한국에게 지금은 매우 중요한 시간이며, 우리가 이번 금융위기에서 벗어나는데 한국이 응분의 책임을 다해주기를 기대한다.



# 누가 시스템 리스크를 규제할 것인가?

*Masahiro Kawai\**

누가 시스템 리스크를 규제할 것인지를 주제로 이야기하도록 나를 초청해 준 주최측에 감사드립니다. 나는 위기에방관리와 정리문제를 다루고자 한다. 내가 “시스템 안정성 규제자”라고 부르는 것이 무엇인지 정의하고, 국가차원에서 시스템 안정성 규제협의회 창설에 관한 제안을 하고자 한다.

지난날의 여러 위기들을 살펴보면 거의 언제나 금융 취약성과 시스템 리스크를 야기한 정책상의 실수가 있었음을 알게 된다. 때로 이러한 과거의 위기는 서서히 드러났다. 오늘 아침 Ted Truman이 강조한 바와 같이, 미국의 경우 2007년에 이미 강한 위기의 징후를 보였었다. 이 위기는 조기단계에서 감지될 수 있었다. 그러므로 시스템 리스크의 징후를 감지하고 위기를 예방하는 데 필요한 것이 무엇이냐가 문제이다. 누가 이 일을 할 것인가? 국가가 어떻게 이런 조치를 할 수 있을 것인가? 나는 이런 문제들이 한국과 다른 여러 나라에 매우 중요하다고 믿는다.

위기의 예방, 관리, 그리고 정리는 모두 중요하지만 오늘의 발표에서 나는 위기의 예방에 초점을 두고자 한다. 미국에서 시작된 세계적 금융위기의 배후에는 정책상의 실수가 있었다. 금년 초 나온 IMF의 보고서에 따르면 3가지 실수가 있었다. 첫째, 거시경제정책의 실패, 특

---

\* 아시아개발은행연구원(ADB) 원장

히 미국의 국내적 금융 취약성과 시스템 리스크의 누적을 막을 통화정책의 실패, 둘째, 금융규제와 감독상의 결함, 셋째, 세계적 금융구조의 취약성이다.

미국과 관련하여, Bernard Bernanke 연준 의장은 2002년 발표한 논문에서 연준의 자산가격거품 탐지능력은 믿을 만한 것이 못 된다고 말했다. 물러난 연준 의장 Allen Greenspan에 의하면 통화정책은 자산가격거품을 겨냥할 것이 아니라 거품의 붕괴에 대응하여 그것이 미치는 부정적 영향을 완화해야 한다고 믿었다. 연준의 기본방침은 거품 이후의 대응이 중요하다는 것이었다.

금융규제에서 무엇이 잘못 되었으며, 문제를 어떻게 치유할 것인가에 대해서는 몇 가지 탁월한 검토결과가 나와있다. 오늘 Jose Vinals가 언급한 바처럼, 전문가들은 감독 조사 당국이 “숲”을 보지 못하고 “나무”만 보았다는 데 의견을 모으고 있다. IMF에 따르면, “호경기 기간 중 늘어나고 있는 자산가격 거품의 위협에 대한 큰 그림을 탐지하지 못한 것이 큰 실수였다. 정책담당자들은 큰 문제를 간과하고 그들이 당면한 국소적 문제에만 집중했다”.

어떤 의미로, 금융규제는 각 은행과 금융기관을 안전하게 만드는 것이 시스템 전체를 안전하게 만드는 것이라는 구성의 오류(fallacy of composition)에 기초를 두고 있다. 사실은 그렇지 않다. 우리는 나무만 보아서 안되고, 숲도 보아야 한다.

세계적인 금융구조도 취약했다. IMF가 이번 행사를 공동주최하고 있지만, 나는 IMF, BIS, 그리고 FSF를 포함한 세계 금융기관이 시스템상 중요한 경제(미국, 영국, 유로 지역)에 대하여 효율적인 거시-금융적 감시를 못했고, 강력한 경고를 내놓지도 못했다는 점을 지적하고

싶다. IMF의 보고서를 보면 시도는 했지만 체계적인 방식으로 경고를 제공하지는 못했다는 표현이 있다.

“세계적 수지 불균형”에 대한 매우 활발한 논의는 사람들의 주목을 끌었던 미국 국내금융의 취약성으로부터 중국의 환율정책으로 돌려놓았다. 초점이 잘못된 것이다. 국제적인 규제조치에서도 제대로 공조가 이루어지지 못하였다.

위기는 어떤 치료보다 예방이 더 좋다. 모든 나라는 효율적인 거시-금융 감시 체제를 필요로 한다. 그것은 금융부문의 거시경제적 동향과 동향 간의 상호작용에 초점을 둔 감시이며, 거시건전성에 대한 감독이다. 이 두 가지는 경제 전반의 리스크를 감지하고 이를 완화해 주는 조치를 자동으로 발동케 해 주기 때문에 중요하다.

나는 거시-금융 감시와 거시건전성 감시를 구분하고자 한다. 거시-금융 감시는 개별 금융기관에 대한 깊은 지식이 없이도 수행할 수 있다. 그러나 거시건전성 감시는 은행과 비은행 금융기업, 회사, 가계, 그리고 금융시장에 대한 상세한 정보의 종합을 필요로 한다. 이 두 가지 업무는 모두 한 나라의 금융 시스템의 취약성을 밝혀내고 위기를 예방하기 위해 적시에 정확한 상황인식 아래 정책과 규제조치를 요청함으로써 금융시스템 안정성을 보전하는데 목적을 두고 있다.

거시건전성 감독은 금융시장 종사자들이 활동하는 경제 전반의 시스템에 초점을 둔 “하향식” 접근방법을 쓰며, 리스크와 인센티브의 원천을 평가하도록 해 준다. 미시건전성 감독은 개별기관의 건전성과 안정성에 초점을 둔 “상향식” 접근방법을 쓴다. 그러므로 미시건전성 감독은 “나무”를 보고, 거시건전성 감독은 “숲”을 보는 것이라고 말할 수 있으며, 거시-금융 감독은 이보다 훨씬 폭넓은 활동이다.

오늘 내 발표의 핵심 부분은 시스템 안정성 규제에 관한 것이다. 시스템 안정성 규제에는 4가지 원칙이 있다. 위기의 예방, 관리, 그리고 정리에는 분명한 규제의 목적과 위임사항이 있어야만 한다. 규제의 기구는 효율적이어야 하고 운영의 자주성을 가져야 한다. 기구와 관련해서 부연하면, 이러한 안정성의 규제자가 단일기관이어야 하느냐, 또는 협의회(여러 국가기관 간의 집합적인 노력)이어야 하느냐에 대해 이견이 있다. 안정성 규제당국은 또한 정치적 후원과 법적, 인적, 재정적 자원을 포함한 충분한 규제자원을 보유해야 한다. 효율적인 규제의 집행을 위한 수단과 도구 또한 매우 중요하다.

시스템 안정성 규제당국의 목적과 위임사항 중 하나는 시스템 리스크를 감시하는 것이다. 금융기관과 금융시장의 리스크 관리 업무상의 결함 가능성을 평가하고, 금융기업 간, 또는 금융기업과 시장 간에 일어날 수 있는 파급효과(spillover)를 분석하고, 있을 수 있는 규제의 공백을 찾아내고, 다양한 조치(법적 행위, 건전성 조치, 통화정책에 대한 조언, 개별기관에 대한 개입 등)들을 통한 금융시스템 전체의 시스템 리스크를 줄이며, 금융시스템의 안정성에 대한 정기적인 보고서를 발표하는 일이다.

## 시스템 안정성 규제기관은 어떤 기구이어야 하는가?

이 기구는 독립적이고, 신뢰성이 있고 투명해야 한다. 이 시스템 안정성 기구는 미시건전성 감독을 배제하는 것이 아니라 보완하고 포용해야 한다. 기구의 구조는 단일기관일 수도 있고, 협의회일 수도 있다. 우리는 싱가포르의 사례에서 완전히 통합된 유형을 볼 수 있다. 싱가포르에서 재무부는 모든 일을 다 한다. 싱가포르 통화당국과 중앙은행은 재무부의 일부이다. 규제, 감독, 그리고 재정기능은 모두 재무부가

하고 있다. 재무부는 매우 일관성 있는 처리를 할 수 있게 되어있다. 시스템 안정성 규제의 관점에서 보면 매우 이상적인 기구이다. 그러나 많은 나라에서 이것은 불가능하다. 중앙은행이 정부와 정치적인 과정으로부터 독립되어 있기 때문이다.

또 하나의 방식은 모든 권한을 중앙은행에 집중하는 중앙은행 주도형 모델이다. 이 경우 재무부가 재정기능을 담당한다. 재무부의 존재는 매우 중요하다. 중앙은행과 재무부 간의 공조는 매우 중요하다. 이러한 시스템 안정성 규제기능을 책임지는 완전한 국가기관을 창설하는 것도 생각할 수 있다.

“협의회” 방식도 검토할 수 있다. 이것은 중앙은행, 금융규제당국, 금융감독당국, 그리고 재무부가 공조하는 프레임워크로, 강력한 실무팀의 지원이 필수적이다.

시스템 안정 규제당국에는 충분한 규제자원이 주어져야 한다. 정보수집이 중요하기 때문에 법적 권한 뿐 아니라 재정적 자원도 가지고 있어야 한다. 이 시스템 안정성 규제당국이 금융기관, 기업부문, 그리고 가계부문으로부터 정보를 입수하는 방법은 나라마다 다를 수 있지만, 규제당국은 모든 종류의 정보를 수집하고 규제정책을 수립하는데 이러한 정보를 사용해야 한다. 정보의 유형을 확인하고 분석하는 데는 막대한 분석능력이 소요된다. 정보를 수집하기 위한 폭넓은 권한도 중요하다. 이를 위해서는 가능할 때는 언제나 기존의 금융감독 및 규제당국의 정보, 평가, 감독, 그리고 규제의 프로그램에 의존해야 할 것이다.

효율적인 집행도 매우 중요하다. 말로만 하는 것으로는 부족하다. 거시건전성에 대한 조치는 취약성 증가 조기징후에 대한 경고발동, 스트레스 테스트(더 높은 자본비율과 준비에 대한), 용자와 보증(underwriting)

기준의 강화 등 부문별 수단의 응용, 담보인정비율(loan-to-value), 비율 및 부채 대 소득비율(debt-to-income)의 제한 등 다양하다. 시장의 시스템 리스크 증가를 막기 위한 도구로서 통화정책도 중요하다. 규제와 감독 당국이 시장을 감시하려 해도 시장 전체의 동향을 규제 감독 당국의 관점에서 파악하기는 어렵기 때문이다. 그런 의미에서, “비은행제도(shadow banking system)”이 미래에도 존속해야 할지 모른다. 통화정책은 경제 전체에 영향을 미칠 수 있는 유용한 수단이다. 자생이 불가능한 금융기관을 위한 파산제도와 같은 법적 이니셔티브도 유용한 도구다.

시스템 안정성 규제에 대한 “협의회” 방식에 대하여 좀 더 부연하겠다. 아래의 표에 나타난 84개국을 살펴보자. 30개국은 통합된 건전성 감독당국을, 20개국은 두 가지 유형의 금융중개기관(financial intermediaries)을 책임지는 감독기관을, 그리고 34개국은 복수의 부문별 감독당국을 두고 있다.

Single Prudential Supervisor for the Financial System (year of establishment)		Agency Supervising Two Types of Intermediaries			Multiple Sectoral Supervisors (at least one each for banks, securities firms & insurers)	
		Banks and securities firms	Banks and insurers	Securities firms and insurers		
Australia (1998) Austria (2002) Bahrain* (2002) Belgium (2004) Bermuda* (2002) Cayman Islands* (1997) Denmark (1988) Estonia (1999) Germany (2002) Gibraltar (1989) Guernsey (1988) Hungary (2002) Iceland (1988) Ireland* (2002) Japan (2001) Kazakhstan* (1998) Korea, Rep. (1997) Latvia (1998) Maldives* (1998)	Malta* (2002) Netherlands* (2004) Nicaragua* (1999) Norway (1986) Singapore* (1984) South Africa* (1990) Sweden (1991) Taipei,China (2004) United Arab Emirates* (2000) United Kingdom (1997) Uruguay (1993) <b>Total - 30</b>	Finland Luxembourg Mexico Switzerland Uruguay <b>Total - 5</b>	Canada Columbia Ecuador El Salvador Guatemala Malaysia* Peru Venezuela, Rep. Bolivarian a de <b>Total - 8</b>	Bolivia Bulgaria* Chile Jamaica* Mauritius* Slovak Rep.* <sup>(b)</sup> Ukraine* <b>Total - 7</b>	Albania* Argentina* Bahamas, The* Barbados* Botswana* Brazil* Croatia* Czech Republic <sup>(b)</sup> Dominican Rep* Egypt* France * Greece * Hong Kong SAR * India * Indonesia * Israel * Italy * Jordan*	Lithuania* New Zealand* Panama Philippines* People's Republic of China (PRC) Poland* Portugal* Russia* Slovenia* Sri Lanka* Spain * Thailand * Tunisia * Uganda * United States * <b>Total - 34</b>



48개국의 중앙은행(전체의 60%에 이르는)은 은행 감독권한을 가지고 있다. 또한 복수의 부문별 감독제도를 택한 나라들은 중앙은행에게 은행 감독권한을 주는 경향이 있다는 것을 알 수 있다. G-20의 모든 회원국은 중앙은행이 물가안정과 지급제도 안정을 책임지도록 하고 있다. 대부분의 중앙은행은 금융안정보고서를 발행하며, 거의 절반은 금융안정위원회를 두고 있다. 물가안정은 중앙은행의 주요 업무사항으로 남아있지만, 이제 금융안정성이 이에 못지않은 중요한 업무가 되었다.

“협의회”방식은 과감한 방식이다. 미국, 일본, 그리고 영국은 지금 협의회 유형의 방식으로 가려하고 있다. 세 나라는 중앙은행, 규제당국, 감독당국, 그리고 재무부를 포괄하는 위기대응 프레임워크를 가지고 있다. 이 기존의 프레임워크에 위기의 예방을 포함한 보다 폭넓은 위기의 억지 업무를 새로 맡길 수 있다. 협의회 방식에는 중앙은행, 규제 및 감독 당국, 금융서비스커미션, 재무부 등의 국가적 금융기구가 필요하다. 이들은 시스템 안정성 규제기능을 수행하기 위해 집단적으로 일을 한다. 이러한 협의회 방식이 성공하려면 담당업무내용과 업무분담을 분명하게 할 필요가 있다. 그리고 충분한 자원과 권한도 부여되어야 하고, 거시안정적 수단도 마련되어야 한다.

EU에서 이런 종류의 조치가 진행되고 있지만, 멀리서 보면 담당업무와 수단이 그다지 분명하지 않다. EU 이니셔티브가 진정 효율적인 조치인지는 다소 의심스럽다.

미국과 영국에서도 제안이 나오고 있다. 미국의 경우, 통상적으로 연준은 기관들을 감시하지 않지만 경우에 따라서는 전통적인 감독의 범위를 뛰어넘어 금융기관 전체의 리스크를 감시하고 금융안정성을 위협할 수 있는 모든 기업을 조사하는 권한을 행사할 수도 있다. 모든

필요조건(분명한 업무위임, 명쾌한 업무분담, 그리고 충분한 자원)이 갖추어지면 이러한 협의회 방식도 제 역할을 할 것이다.

영국에서는 영국중앙은행(Bank of England), FSA(Financial Services Authority), 그리고 재무부가 함께 “Council for Financial Stability”를 창설하는 제안이 나와있다. 영국의 경우 FSA는 미시건전성 감독권한과 함께 거시건전성 규제를 담당할 것이며, 급속한 신용급증(credit surge)과 같은 시스템 리스크에 대처할 것이다. 은행자본 증액요구 같은 것이 대처방안의 하나가 될 것이다. 영국중앙은행은 금융안정성에 대한 법적 책임을 갖게 되며, 어려움에 처한 은행을 처리하는 새로운 권한을 부여 받을 것이다. 그러나 영국중앙은행은 필요한 수단을 갖고 있지 않다면서 이의를 제기하고 있다.

여러 가지 방식이 가능하겠으나, 현실적인 방법은 일을 해 낼 수 있는 협의회를 창설하는 것이다. 오늘날 각국의 중앙은행은 독립되어 있고, 규제감독당국이 별도로 있기 때문이다. 이들을 합치면 새로운 문제가 생길 수 있다. 한국은행과 금융감독원을 합친다고 상정해 보라. 그렇게 되면 다루기 어려운 문제가 생길 것이다. 중앙은행의 독립성도 흔들린다. 협의회 방식에서는 중앙은행, 재무부, 규제감독당국이 단일한 시스템 안정성 규제기관을 형성한 듯이 행동해야 한다. 이것은 팀 플레이인 것이다. 통상적으로 중앙은행은 거시-금융적 감시에 비교우위를 지니고 있고, 거시안정성 권한을 가질 수도 있고 안 가질 수도 있다. 권한을 갖고 있을 수 있지만 권한은 의무사항이 아니다. 만일 중앙은행이 거시건전성 권한을 갖고 있지 않다면, 규제감독당국에게 시스템 리스크 증가를 막기 위해 특정 거시건전성 조치(적정 자본금 비율 증액, 담보인정비율 축소 등)를 취하도록 제안할 수 있을 것이다. 여기서 쌍방향의 커뮤니케이션이 이루어져야 한다. 만일 규제감독당국이 취약성의 심화를 막는데 어려움이 있을 때 중앙은행에게 통화정

책 사용을 제안할 수도 있는 것이다. 물론 그 결정은 통화정책위원회가 내리게 된다.

결론적으로, 금융시스템 위기에 대처하는 최선의 방법은 불안정성의 원천을 찾아내고 조치함으로써 위기를 방지하는 것이다. 각국은 시스템 안정성 규제당국을 두어야 한다. 여러 금융당국들이 정보교환 등 공조방식으로 협업을 하는 협의회 방식이 현실적이다. 정보교환은 매우 중요한 문제다. 일본의 경우 정부기관인 FSA가 수집한 정보가 일본은행을 포함한 비정부 기관에 전달이 안 되는 문제가 있다. 또한 중앙은행은 거시-금융감시를 수행하는데 비교우위를 지니고 있는데 비해 규제감독당국은 거시건전성 조치를 맡고 있다. 끝으로, 규제감독당국은 은행, 비은행 금융기관, 그리고 시장에 대한 감시를 통합하는 것이 매우 바람직하다.



# 시스템상으로 중요한 기관, 시장, 금융상품을 어떻게 정의할 것인가?

*Barry Johnston*\*

오늘 본인은 어떤 기관, 시장 및 상품들이 시스템상으로 중요한지, 그 정의를 내리는 방법에 대해 말하고자 한다. 최근 금융위기의 유례 없는 확산으로 시스템상 중요성을 갖는 기관, 시장 및 상품에 대한 분석은 크게 활기를 띠게 되었다. 금융위기 때문에 금융기관, 시장 및 상품의 상호연관성이 부각되었다. 또 이러한 금융기관이 실패하게 될 때 치러야 할 엄청난 사회적 비용이 드러났고, 그 비용은 실질 GDP, 정부의 구제금융안, 그리고 납세자가 궁극적으로 지불해야 하는 비용에 반영되었다. 또 금융안정화정책을 거시적으로 접근해야 할 필요성도 부각되었다. 오늘 아침 연사들도 개별 금융기관이 아닌 시스템 전반의 위험을 살피는 거시경제적 접근방식의 필요성에 대하여 말했다. 이러한 우려사항을 반영하여, 지난 2009년 4월 런던에서 개최된 정상 회담에서 G-20 정상들은 IMF와 FSB로 하여금 기관, 시장 및 상품의 시스템상 중요성을 평가하기 위한 지침을 마련할 것을 요청하였다. 우리는 지난 2009년 11월 7일 주말에 St. Andrews에서 개최된 중앙은행 총재 및 재무장관 회담에서 우리가 마련한 지침과 연구결과가 담긴 페이지를 제출하였다. 오늘 이 보고서의 주요 내용에 대해 발표하고자 한다.

---

\* IMF 통화자본시장국 국장보

## 시스템상 위험이란 무엇인가?

경제학자들이 사용하는 용어에 따르면, 시스템상 위험이란 부정적 외부효과로, 개별기관 자체의 위험평가 프로세스에 내면화 되지 않는 위험을 말한다. 이러한 위험은 시스템의 실패가 있을 경우 금융서비스의 흐름에 상당한 영향을 미칠 뿐만 아니라, 무엇보다 실물경제에 파급효과를 미칠 수 있다. 그렇기 때문에 금융기관의 시스템이 오작동할 경우, 금융서비스의 흐름상에 장애를 일으켜 실물경제는 크게 타격을 받을 수 있다.

## 시스템상 위험의 범주는 무엇인가?

시스템상 위험에는 금융기관과 더불어 신용중개, 위험관리, 지급시스템, 그리고 1차 및 2차 시장의 보조 등과 관련된 기관들이 모두 해당된다. 또한 금융시장 및 상품, 자금조달경로, 유동성, 위험관리 등이 포함된다. 어음교환 및 결제, 거래 및 가격책정을 위한 금융기반구조도 해당된다. 실제로 모든 종류의 금융중개기관은 시스템상 중요성을 어느 정도 가진다고 할 수 있다.

평가 기준에 어떠한 요인이 고려되어야 하는가를 분석하는 과정에서, 시스템에 영향을 미치는 시스템상 기관과 비시스템상 기관 간 확실한 구분이 어렵다는 것이 드러났다. 다시 말하면, 평가는 두 가지로만 구분될 수는 없다는 것이다. 그 이유에는 몇 가지가 있다. 우선, 평가결과는 시간에 영향을 받을 가능성이 높으며, 평가를 실시하는 경제 환경에 의해서도 통제된다. 예를 들면, 경제여건이 취약할 경우, 손실이 상호연결될 가능성이 높아지며, 중요성이 떨어지는 금융시스템으로부터의 전염위험이 높아진다. 평가는 금융시스템의 구조, 그리고 기

관 또는 시장 충격 발발 시 이에 대한 대응력에 의하여 통제된다. 여기에는 금융기관 실패에 대응하기 위한 시스템적 장치도 포함된다. 또한 평가가 실시되고 있는 도중에도 제반 여건에 의하여 평가환경이 통제될 수 있다. 평가를 “정상시” 규제를 조율하고 규제의 범위를 정의하기 위하여 실시하느냐, 아니면 위기 시 어떠한 기관에 대하여 어떠한 방식으로 개입할 것인가를 결정할 때 실시하는가가 관건이 될 것이다.

마지막으로, 이러한 평가는 지리적 맥락에 의하여 통제될 것이다. 일부 기관은 지역, 국가 또는 국제적으로 시스템상 중요성을 가질 수 있다. 이에 따라, 우리가 평가방식의 구조를 어떻게 설정하는가는 평가대상을 어떤 시각에서 바라보는가에 따라 결정될 것이며, 국제적 평가 실시 시 국가 간 심대한 협력이 필요하게 될 것이다. 평가 실시 시 대상 이슈들의 복잡성 때문에 높은 수준의 판단력이 필요할 것이며 단순히 정량적 지수를 기반으로 할 수는 없을 것이다. 정량적 분석의 큰 부분은 국가금융안정분석 및 FSAP(Financial Sector Assessment Program)에서 사용되는 것과 유사한, 시스템 전반을 포괄하는 접근 방식을 필요로 할 것이다.

우리는 또 시스템상 중요성을 띠는 기관, 시장 및 상품을 평가하기 위하여 어떤 기준을 사용할 것인가를 검토하였다. 이를 위하여, 금융안정위원회의 위원들을 대상으로 설문조사를 실시하였다. 한국 또한 설문응답자 중 한 국가였다. 이들에게 어떤 기관, 시장 및 상품이 시스템상 중요성을 갖는지 평가하기 위하여 사용하였던 방식에 대하여 정략적 및 정성적 질문을 했다. 설문조사에 따르면, 중요하게 여겨지는 특정 기준들이 존재하였다. 거의 모든 국가는 규모와 상호연관성이 시스템상 중요성을 결정짓는다고 응답하였다. 흥미로운 것은, “금융위기 전과 후 어떻게 다르게 답변 하겠습니까?”라는 질문이 있었다. 이에 대하여, 금융위기 이후에는 시스템상 중요성을 바라보는데 있어서 상호

연관성이 더욱 중요한 역할을 하게 되었다고 응답하였다. 이는 이미 우리가 알 듯 금융시스템에서의 상호연결성이 위험의 명백한 요인이었던 리먼 브라더스 사태에서 비롯된 것이었다. 평가기준에서 규모는 첫 번째로 중요한 기준이지만, 대형기관이 높은 상호연관성을 갖는 경제구조의 경우, 상호연관성과 연계될 때 규모의 중요도는 더욱 높아졌다. 또한 사업모델 및 구조와도 큰 연관성이 있다. 규모는 또한 기관의 군(群)과도 연관이 있다. 개별적으로는 규모가 작지만, 총체적으로 볼 때 그들의 활동이 시스템상 위협으로 이어질 수 있는 경우를 말한다.

두 번째 기준은 제한적인 대체 가능성이다. 금융기관, 시장 또는 상품이 제공하는 서비스가 실패할 경우 이를 다른 것으로 대체하는 것이 얼마나 용이한가? 해당 기관이 특정 분야에서 주도적 입지를 장악하고 있을 경우, 그리고 그 기관이 실패할 경우, 상당한 파급효과가 이어질 것이며, 이는 금융시스템 전반에 시스템상 영향을 미칠 수 있다.

세 번째 주요 기준은 상호연관성이다. 개별기관 또는 시장이 겪는 재정적 어려움은 자금과 서비스의 제공, 편당, 위험관리, 신뢰요인 등을 통하여 여타 기관 또는 시장에서의 부실 가능성을 증대시킨다. 리먼 브라더스 사태는 당사가 다른 기관들과 갖고 있는 상호연관성 때문에 광범위한 시스템상 여파가 따르게 된 분명한 사례이다. 돌이켜보면 리먼 브라더스는 위기 발발 이전에는 그토록 시스템상 중요성을 갖고 있다고 여겨지지 않았을 것이다.

주요 기준과 더불어, 우리는 시스템상 중요성을 측정하기 위하여 고려해야 할 여타사항을 순위별로 정리하였다. 그 중 일부는 취약성과 연관이 되어 있다. 취약요인을 포함시킨 것은 해당 업계에 시스템적 영향을 미칠 수 있는 기관뿐만 아니라, 향후 높은 실패 확률을 갖고 있는 기관에 대하여 우려를 하고 있기 때문이다. 이번 위기가 보여주었



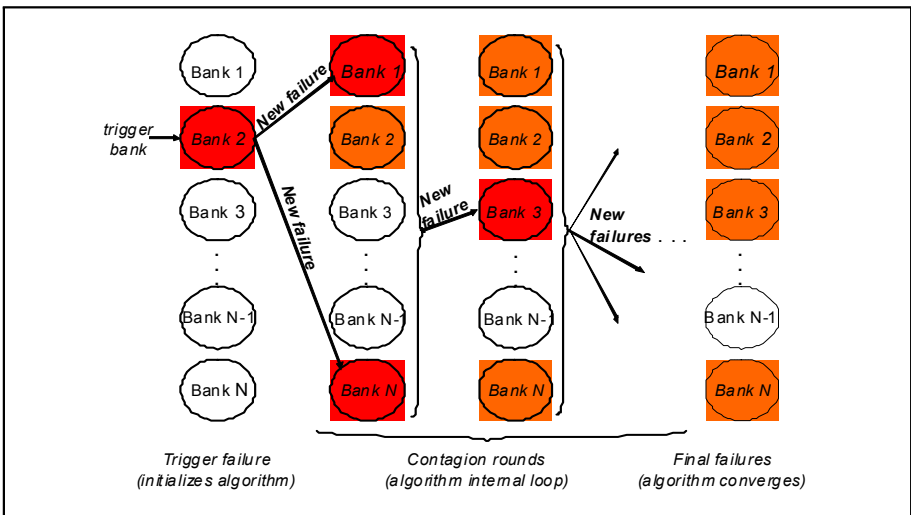
듯이, 각국 정부는 어려움에 처해 있는 기관에 구제금융을 제공한다. 구제금융에 대해서는 편견이 있는 것이 사실이다. 정부의 구제금융을 받아야 할 가능성이 잠재되어 있는 기관들은 사전에 식별되어 도덕적 해이를 최소화하기 위하여 적절한 규제를 받게 하는 것이 마땅할 것이다.

이 분석에서 도출된 지표들은 부채비율, 유동성, 만기의 불일치 그리고 복잡성이다. 높은 부채비율이 특히 관심을 끄는 것은 금융 시스템 전반에 과급효과를 미칠 수 있는 헤지펀드와 같은 기관들이 연관되기 때문이다. 유동성과 만기 불일치의 경우, 다시 말씀드리는데 있지만, 이번 위기는 만기의 불일치가 금융시스템의 문제를 어떻게 악화시켰는지를 명백히 보여주었다. 복잡한 사업모델, 법적 구조 및 해외계약을 맺고 있는 은행의 경우, 평가에서 고려해야 할 추가적 위험이 발생하게 된다.

두 번째 기여요인으로는 제도적인 기본틀(**framework**)을 들 수 있다. 기본틀은 위기발생 시 어떻게 대처할 수 있도록 구성되어 있는가? 금융기관의 경우, 정리를 위한 기본틀이 있는가? 우리는 이번 위기에 일어난 각종 시스템 실패 사례를 연구하였다. 영국의 Northern Rock 부실사태를 검토한 바, 동사의 부실이 시스템적 과급효과를 미친 이유 중 하나는, 그 당시 영국에는 Northern Rock에서 일어난 문제들을 해결할 수 있는 정립된 정리시스템이 없었다는 것이다. 명확한 정리시스템이 갖춰져 있었다면, Northern Rock의 실패는 시스템적 과급효과를 미치지 않았을 수도 있다. 각국에 정리시스템이 정립되어 있으면 시스템상 중요성을 가진 기관에 대하여 적절하게 대응할 수 있다. 이러한 다양한 척도를 통합시켜 기관별 등급을 매기는 방안이 가능할지도 모른다. 정량적 접근방식이 만능해결사가 될 수는 없다고 이미 말했지만, 이러한 평가에서는 다양한 정량적 지수를 지침으로 활용할 수도 있다. 시스템상 중요성을 갖는 개체를 식별하기 위하여 사용할 수 있

는 척도에 대하여 상세하게 설명한 것 같다. 이러한 지침은 어떠한 상황에서는 유용하게 활용될 수 있지만, 다른 경우에는 그렇지 못하다. 시스템상 중요성이 안정된 것이라면 유용할지도 모르지만, 시스템상 중요도가 계속 진화하고 있는 상태라면, 위의 척도는 이를 측정하지 못할 수도 있다. 위기발생 이전의 상황에서는 해당 기관에 대한 정보가 없기 때문에, 위의 지수들은 규제를 벗어난 기관을 감지하지 못할 것이다. 지수는 법적인 형태가 아니라, 이미 수행된 기능에 따라 작용하기 때문이다. 금융중개기능, 위험통제 및 관리기능이 여기에 해당된다.

지난 몇 년간 모델부문이 상당히 성장했다. 시스템상 중요성이 있는 기관을 식별하는데 도움이 되는 모델이 개발되었다. 그 중 한 가지 접근 방법은 네트워크 분석이다. 이 방법은 대부분 은행 간 위험노출인 기관간의 대규모 노출 매트릭스를 설정하여 기관 간 상호연결성의 정도를 측정한다. 기관 간 파급효과를 관찰하여 한 기관이 시스템에 있는 다른 기관에 어떻게 영향을 미치는지를 파악한다. 은행 2번에 부실이 발생할 경우, 네트워크 분석은 다음과 같다(그림 참조). 시스템에



있는 다른 은행들에 연속적인 충격과정을 보여주고 있다.

위기를 촉발한 은행이 궁극적으로 미치는 파급효과는 계정들의 네트워크, 타 은행과의 관계, 그리고 자금조달 관계에 따라 확대된다. 네트워크 모델은 특정 기관이 궁극적으로 시스템에 가하는 위험을 추출해 내도록 만들어져 있다. 네트워크 분석의 한 가지 결함은 기관 간의 연결성을 파악하기 위하여 필요한 상세정보를 확보해야 한다는 것이다.

지난 수년간 개발된 또 다른 모델은 포트폴리오 모델이다. 금융시스템에 대한 총체적 위험에 개별기관이 어떠한 기여를 하는가에 대한 모델을 만드는 것이다. 이 모델에 따라, 상향식 및 하향식 접근방법을 통하여 각 기관이 시스템 전반에 걸쳐 위험을 파급시키는 정도를 측정할 수 있다. 이 모델의 문제는 시장정보를 기반으로 한다는 것이다 (CDS 스프레드 및 여타 정보). 시장정보는 평상시와 위기 시 극적으로 변화할 수 있다. 정상적인 시기에 이 모델을 운용하면 위기 시 표면화될 수 있는 연관관계 및 시스템적 연결성을 감지하지 못할 수도 있다. 이것이 이 모델의 한계점이다.

세 번째 접근방식은 스트레스 테스트이다. 시스템적 중요성이 갖고 있는 불확실성 때문에 우리는 이러한 요인이 금융시스템에 어떻게 작용하는가를 관찰하기 위하여 스트레스 테스트를 실시하고 있다. 정교화된 모델은 개별기관이 겪는 충격뿐만 아니라, 업계 전체에 미치는 네트워크 충격을 포함한다.

나라마다 다양한 접근방식을 사용한다. 지수 접근방식도 쓰고 네트워크 접근방식도 사용한다. 일부 신흥시장은 이러한 분석방식을 개발하는데 있어서 상당히 앞서 있다.

마지막으로, 시스템적 중요성과 관련한 평가를 하고자 할 경우, 따를 수 있는 지침에 대하여 말하겠다. 지금까지 말한 문제들의 복잡성을 감안할 때, 평가지침은 적절한 국가적 대응을 할 수 있는 적절한 기관 및 정부구조를 수립하는 것이다. 평가절차의 수립 같은 문제를 포함하는 것이다. 또 규제대상 기관뿐 아니라 규제 밖의 기관들도 살펴보아야 하기 때문에, 시스템 전반에 걸친 분석을 요구하게 될 것이다. 우리는 이번 금융위기에 너무나도 막대한 피해를 초래한 제도권 밖의 비은행시스템(*shadow banking system*)에 주의를 기울여야 한다. 우리가 마련한 지침은 평가를 위하여 국가마다 어떠한 정보를 취합해야 하는가, 그리고 정확한 판단을 위하여 어떠한 방법론을 사용해야 하는가에 대해 설명하는 것이다.

어떠한 정보를 활용하는가에 대해 살펴보자. 우선, 국제사회에서는 도덕적 해이 문제로 인하여 시스템적으로 중요한 기관의 명칭은 공개하지 않아야 한다는 데에 일반적 합의가 있는 것으로 보인다. 반면, 시스템적 중요성을 띠는 기관을 정의하는 방법론의 종류에 대한 정보는 제공될 수 있을 것이다. 마지막으로, 우리의 지침은 국가 간 협력의 필요성을 강조한다. 시스템적 중요성을 띠는 기관들이 국내에서만 아니라 국제사회에서도 중요하다는 점을 감안하면, 각국의 감독기관과 중앙은행이 타국과 정보를 교환하는 것은 큰 보탬이 될 것이다.

이미 말했듯이 이러한 평가지침은 2009년 11월 St. Andrew에서 개최된 G-20 장관회담에서 논의되었다. 이 회담에서 이 평가지침은 환영을 받고 수용되었다. 앞으로도 IMF의 감시업무 수행에서 이를 어떻게 적용할 것인가에 대한 검토가 이뤄질 것이며, 각국의 당국 또한 자국의 감독, 규제 및 위기관리 체제를 개발하는 데에 이러한 접근방식들이 활용되기를 기대한다.

# 시스템 리스크 규제: 경기순응성, 레버리지, 그리고 자본부담금

이 장 영\*

최근의 세계적 금융위기를 계기로 IMF, BIS, FSB 등에서 시스템 리스크에 대한 활발한 논의가 이루어졌으며, 시스템 리스크에 대한 해법도출에 지속적인 진전이 있었다. 이 중요한 문제에 대한 우리의 의견을 밝히는 차원에서, 오늘 발표에서는 경기순응성 대책과 시스템 파급효과의 완화방안이라는 두 부분으로 나누어 이야기해보겠다.

그럼 먼저, 최근 한국이 정회원으로 참여하게 된 ‘바젤은행감독위원회(BCBS)’의 논의사항들을 살펴보자. 경기순응성 대책으로 BCBS가 고려하고 있는 것은 경기역행적 자본버퍼 도입, 예상손실을 기준으로 한 대손충당금 적립, 최소자기자본요건의 경기성 완화 등이다. 시스템 파급효과에 대한 대책으로는 부채비율 관리, 시스템적으로 중요한 은행의 리스크 관리, 장외파생상품 관련 리스크 감소 등이 논의되고 있다. 현재의 리스크 기반 바젤 II 제도는 차주의 신용도에 따라 다른 위험률을 적용하기 때문에 경기순응성을 오히려 증폭시킨다는 우려를 낳고 있다. 예를 들어, 은행 감독 당국이 미시건전성 감독을 강화하여 경기하강기에 자본확충과 자산매도를 함께 요구했다가 경기상승기에는 여신기준을 완화시켜준다면 시스템 리스크가 증가될 수 있다. 이에 따라 2009년 11월의 G-20 회의에서는 경기순응성 감소를 위한 정책대안의 필요성이 제기되었고, BCBS 역시 경기순응성에 대

---

\* 금융감독원 부원장

한 워크스트림(work stream)을 구성하여 2009년 말까지 구체적 조치를 개발하고, 2010년 1/4분기 중에 정량적 영향 연구를 할 예정이다.

그럼, 위에서 언급한 여러 대책 중 경기역행적 자본버퍼 제도부터 살펴보자. 자본버퍼의 목적은 호황기에 여유 자산을 쌓아두었다가 어려울 때의 손실을 흡수하는 것이다. 이 제도와 관련하여 어느 정도의 자본버퍼가 적정한가, 고정목표(fixed-target)와 시변목표(time-varying target) 접근법 중 어느 것이 더 적절한가, 경기 순환의 단계와 자본요건을 연계하는 방법론으로는 어떤 것이 좋을까 등의 문제는 여전히 논의 중이다. 이에 대해 감독당국들 간에 논의는 아직 끝나지 않았지만, 최소 Tier 1 자기자본 4% 외에 0~4%사이의 고정목표 자본버퍼와 0~4%의 시변버퍼를 별도로 마련하는 것이 한 가지 가능성으로 부상하고 있다.

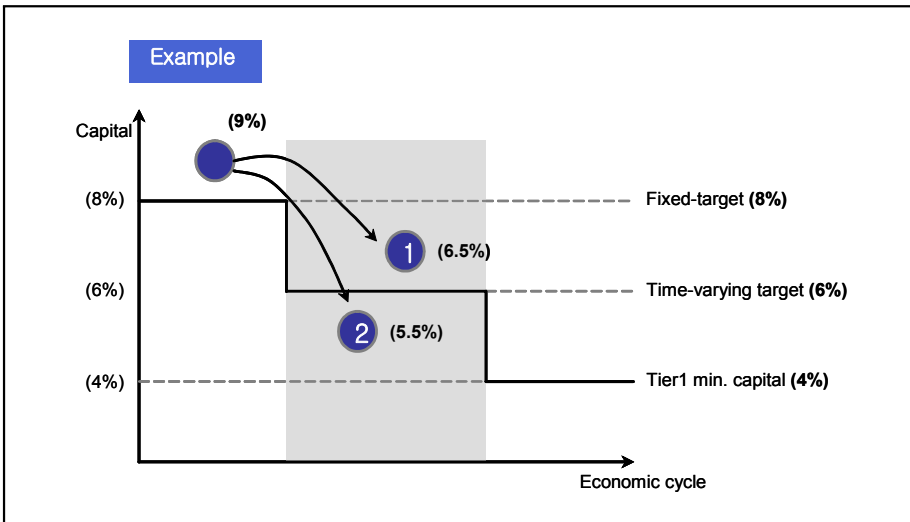
경기역행적 자본버퍼 제도와 관련된 주요 미결쟁점은 크게 3가지이다. 첫 번째는 자본버퍼의 구성이다. 특히, 역전환사채(RCB)나 신종자본증권(hybrid securities)과 같은 contingent 자본을 포함시킬 것인가의 문제가 논란이 되고 있다. 역전환사채는 평시에는 부채지만, 위기시에는 자본으로 전환하여 손실을 완충시켜줄 수 있다. 감독당국들은 자본버퍼의 대부분은 충격흡수력이 가장 뛰어난 보통주나 Tier 1 자기자본으로 마련해야 한다는 점에 동의하면서도 contingent 자본의 처리에 대해서는 의견이 분분하다.

한국의 금감원은 여러 가지 이유로 contingent 자본을 자본버퍼로 인정하길 꺼려하고 있다. 첫째, 한국의 은행업법은 투자자 지분제한이 있고, 여기에는 역전환사채나 신종자본증권 등 contingent 자본도 포함되기 때문이다. 뿐만 아니라, 위기시에는 contingent 자본의 조달비용이 후순위채보다 높아질 수도 있기 때문에, 추가적 인센티브가 제공

되어야만 자본투자를 유치할 수 있을 것이라는 이유도 있다.

자본버퍼와 관련된 두 번째 쟁점은 고정목표 혹은 시변목표 중 어느 것을 선택할 것인가이다. 고정목표를 설정했을 때의 단점은 목표에 미달했을 경우 은행들이 배당에 제한을 받게 되어 이것이 새로운 최소요건으로 자리잡을 가능성이 있다는 것이다. 반면, 시간에 따라 목표를 변동시킬 경우 경제여건이나 신용사이클의 신호(강하다, 평균이다, 약하다)를 제대로 반영할 변수를 찾는 것이 매우 중요하다. 호황기 중 누적된 리스크를 잘 대변하는 지표와 미래 은행권의 스트레스를 잘 보여주는 선행 지표들이 이상적 변수가 될 수 있다.

고정목표 접근법과 시변목표 접근법의 차이는 다음과 같은 예로 쉽게 설명할 수 있다.



먼저, Tier1 자기자본이 9%에서 6.5%로 하락할 경우, 고정목표 접근법을 적용받는 은행은 이익의 40%를 자본으로 확충해야 한다. 반

면, 시변목표 접근법에 의하면 Tier 1 자기자본비율은 여전히 목표비율을 상회하기 때문에 감독당국의 개입이 필요치 않다. 이와 달리, Tier 1 비율이 9%에서 5.5%로 하락하는 경우, 고정목표 접근법을 적용받는 은행은 이익의 80%를 자본으로 확충해야 하지만, 시변목표를 적용받는 은행은 이익의 60%를 자본으로 쌓아야 하며, 이익 중 어느 정도를 자기자본으로 적립하느냐는 Tier 1 비율과 목표 비율간의 차이에 의해 결정된다.

여기서 문제의 핵심은 적절한 경제지표의 선택이다. 거시경제지표와 은행권지표들이 현재 후보로 검토 중이며, BIS와 스페인은행의 공동연구에 의하면, 신용공여금액, 여신성장, 은행권 이익 등이 적절한 지표로 제안된다. 그러나, 국가별 금융 및 경제체도의 차이를 반영할 수 있도록 여러 거시경제 지표를 조정하는 방법 등 관련 사안을 포함한 추가적 논의가 필요하다.

다음은 예상손실을 기준으로 한 대손충당금 적립에 대해 살펴보자. 이 제도는 호황기 때 대손충당금을 적립해서 상황이 악화될 경우 예상되는 손실에 대비하는 방식이다. 이것도 두 가지 방식이 검토되고 있다. 첫 번째는 전체 경기순환을 반영하는 through-the-cycle(TTC) 방식으로서, 2009년 11월 IASB 회의 후 발표된 IAS 39 수정결의가 지지하고 있는 방식이다. 두 번째는 적립된 대손충당금이 예상손실보다 적을 경우 충당금 부족액을 Tier 1에서 제하고, 대손충당금이 예상손실보다 큰 경우에는 초과충당금 전액을 Tier 2로 인정하는 제도를 통해 현재 바젤제도 하에서 발생하는 대손충당금 적립의 불이익을 완화시키는 방법이다. 현재의 바젤제도 하에서는 표준법의 경우는 1.25%까지만, 내부 등급법의 경우에는 0.6%까지만 인정되고 있다.

예상손실에 따른 충당금 적립의 예로 스페인을 들 수 있다. 스페인



은 동태적 총당금 규정에 따라, 총 총당금을 특별총당금과 일반총당금으로 구분하며, 일반총당금 밑에 동태적 총당금이 있어서, 경제여건에 따라 총당금을 일정 수준으로 유지하기 위해 동태적 총당금의 규모가 변경된다. 지금까지는 이런 동태적 총당금 제도 덕분에 스페인의 경기순응성이 완화된 것으로 인정받고 있다.

이제는 바젤 II 리스크 가중치 함수의 경기순응성을 완화시키는 방법에 대해 살펴보자. 이는 새로운 제도를 도입하겠다는 것이 아니고, 기존의 바젤 I 리스크 가중함수의 경기민감도를 완화시켜 경기순응성을 줄인다는 취지이다. 이를 위해 검토되고 있는 접근법이 두 가지 있는데, 첫 번째는 리스크 가중자산의 계산에 있어 TTC(through-the-cycle) 부도확률(PD)을 사용하는 등 입력 값을 조정하는 것이고, 두 번째는 하향식(top-down)으로 리스크 가중자산이나 자본비용의 변동을 점차 평준화시키는 것이다. 두 가지 접근법 모두 현재의 제도를 변경할 필요는 없기 때문에 비교적 쉽게 도입이 가능하다.

이와 관련하여 유럽은행감독당국위원회(CEBS)의 사례를 살펴보자. CEBS는 각국 당국에 의해 임의로 정해지는 자기자본인 Pillar II 자기자본에 현재의 부도확률(PD)과 불황기의 PD간의 차이를 추가하는 것이 좋겠다고 권고하고 있다. 이를 간단히 설명하면, 경기확장기 중에는 불황기 PD와 현재 PD의 차이만큼을 Pillar II 자기자본요건에 추가해서 적립하되, 불황기가 오면 최소자기자본요건을 유지하는 방식이다.

그럼 이제는 시스템 전체로의 파급효과를 줄이는 방법에 대해 살펴보자. 첫째, 부채비율에 대해 생각해보면, 시스템 전체적 파급효과라는 것은 결국 한 은행의 부실이 다른 은행으로 번지고, 그 과정에서 시스템 리스크가 발생하는 것을 의미한다. 은행의 높은 차입을 통한

급격한 자산증가는 조달 및 유동성 스트레스로 이어질 수 있고, 결국 은행이 시스템 전체를 위협하는 파급 리스크의 원천으로 전락할 수 있으며, 이렇게 되면 은행감독 당국의 개입도 불가피해진다. 리먼브러더스(Lehman Brothers)의 사례를 보자. 당시 통용되던 투자은행의 일반적 부채비율은 20:1이었다. 그러나, 서브프라임 모기지 위기가 터진 이후, 리먼의 부채 비율은 30:1에 가까웠다.

그래서 최근 대두되는 방안은 은행권의 부채비율을 관리하기 위해 바젤 II 제도에 부채비율요건을 추가하자는 것이다. 이미 영국이나 스위스는 경기순응성을 줄이고, 대형은행의 관리개선을 위해 부채비율을 감독기준으로 채택하자고 제안했고, 한국, 캐나다, 미국은 이미 여러 가지 형태로 부채비율을 규제도로 사용하고 있다. G-20도 투명성, 리스크 중립성, 국제적 조화, 부외자산의 일관성 등 부채와 관련된 여러 가지 원칙을 제안했고, 이에 따라 바젤위원회도 부채비율을 계산하는 공식의 분자로 기본자본(Tier 1)의 사용을 제안했다. 총자산 혹은 분모의 경우에는 모든 현금과 현금성 자산, 부외자산 중 100% 신용전환율을 적용받는 모든 자산, 유동화된 익스포저를 모두 포함시켜 계산해야 한다고 제안했다. 파생상품의 경우, 무상계 원칙하에서 회계적 평가가치와 현재 익스포저 방식을 고려하자는 것이 기본입장이다. 현재 부채비율과 관련된 쟁점이 두 가지 있는데, 하나는 국가별로 회계 접근법이 상이하어 국제적으로 일관성 있는 부채비율 계산방법의 마련이 어려울 수 있다는 것인데, 특히 유동화와 파생상품의 경우 국제적으로 통일된 처리가 더욱 어렵다. 두 번째 쟁점은 부채 관리에 Pillar I 혹은 Pillar II 중 어느 것을 사용하느냐 하는 것이다. 우리의 생각은 적절한 부채수준에 대한 국제적 합의가 도출된다는 전제 하에서는 pillar I이 더 효과적일 것이라는 것이다.

그럼 이제는 시스템적으로 중요한 은행의 리스크를 경감시키는 방

법에 대해 이야기해보자. G-20는 2008년 11월 회의 이후 시스템적으로 중요한 역할을 하는 은행에 대한 감독개선을 권고했다. 그 후, FSB와 BCBS는 시스템적으로 중요한 은행에 대한 기준을 마련하면서, 이들에 대한 추가적 자기자본 적립을 요구할 수 있는 방법을 연구해 왔다.

시스템적으로 중요한 은행의 감독에 대해서도 두 가지 쟁점이 있다. 첫 번째는 추가적 자기자본 적립을 요구할 경우 이들 은행들이 이에 저항할 수 있다는 것이다. 해당 은행들은 금융위기 후에 도입된 규제체도로 인해 양질 자본과 유동성 보유 요건이 강화되었기 때문에 자신들의 이익창출력이 훼손될 수 있다고 주장한다. 또한, 시스템적으로 중요한 은행들을 선별할 객관적이며 투명한 기준 마련이 필요하다. 또 다른 쟁점은 위기가 발발했을 경우 비밀준수나 영업상의 기밀을 이유로 공동감시단(supervisory college)을 통한 정보교환이 제한적으로 이루어 질 수 있다는 가능성이다. 자국의 은행이 부실상태에 빠지더라도 그 사실을 다른 나라의 감독당국에 알릴 경우, 다른 나라에서 자국 은행에 대한 감독당국의 개입을 촉발시키거나, 해당 은행의 해외 지점이 부도나는 결과를 초래할 수도 있기 때문에, 민감한 정보의 공유를 감독당국이 상당히 꺼릴 것이라는 생각이다. 이렇게 되면 공동감시단의 효과는 상당히 저해될 것이다. 이를 예방하기 위해서는 원활한 정보 교환에 필요한 각국 은행감독 당국간의 긴밀한 협업이 필요하다.

이제, 공자의 말씀으로 이번 발표를 마무리할까 한다. 공자왈 “세한연후 지송백지후조야(歲寒然後 知松栢之後彫也)”, 즉 “추운 겨울이 되어야 비로소 소나무의 푸르름을 알게 된다.”고 했다. 그러니까, 규제제도 강화를 위해 지금 우리가 펼치고 있는 노력은 다음에 금융시스템이 위협을 받게 될 때 비로소 빛을 발할 것이라고 믿는다. 기존의 관리감독제도에 효과적 거시건전성 감독제도를 보완함으로써 시스템 리스크에 대한 적절한 대응이 필요하다는 공감대가 이미 마련되어 있다.



## 국제공동감독단의 구성 및 역할

*John Palmer\**

오늘 내 발표의 주제는 공동감독단(supervisory colleges)에 관한 것이다. 공동감독단은 G-20가 내놓은 감독에 관한 유일한 조치이다. G-20는 그동안 금융위기에서 취약한 역할을 했던 감독기능을 조심스럽게 무시해 왔었다. 취약한 감독은 금융위기 에 대한 여러 설명 중 하나지만 대부분 아무런 조치도 하지 않은 채 방치되어 온 것이다. 그러나 그 중 한 중요문제에 대해서는 조치가 취해지고 있는데, 그것은 글로벌금융그룹 중에서 자기 국가 부분에 대한 감독책임을 지는 감독자들 간의 협력에 관한 문제다. 이들 감독자들 사이에 협력을 크게 개선하는 것이 중요하다.

오늘 나는 공동감독단이란 무엇이며, 그것이 왜 필요한지를 논의하고자 한다. 나는 글로벌금융그룹의 감독을 강화하려는 노력이 어떻게 추진되어 왔는지 간략하게 짚고 넘어가겠다. 그 다음에는 세계 금융위기의 영향과, 위기의 결과로 금융그룹과 초국경적 금융그룹의 감독을 획기적으로 강화하려는 노력에 대하여 이야기하겠다. 이어서 나는 문제를 좀 더 깊이 파헤쳐 보고 여기서 도출되는 공동감독단 운영에 대한 지침을 살펴보고, 공동감독단의 본국 감독자이거나 진출국 감독자인 여러분에게 몇 가지 자발적인 조언을 하고자 한다.

---

\* 前 캐나다 금융감독원(OSFI) 원장

## 공동감독단이란 무엇인가?

공동감독단이란 초국경적, 다수관할지역(multi-jurisdictional) 금융 그룹의 감독을 증진하기 위해 합동작업을 하는 감독자들의 집단이다. 여기서 금융그룹이란 은행그룹처럼 단일부문 금융그룹일 수도 있고 AIG처럼 은행, 보험, 자본시장업무를 함께 운영하는 초부문적(cross-sector) 그룹일 수도 있다. 공동감독단은 통상 본국 감독자(home supervisor)가 업무조정을 하거나 통솔한다. 이 집단의 중요한 특징은 이들이 정기적으로 만난다는 점이다. 초국경적 금융그룹은 법적 관할지역이나 사업활동을 위해 만든 법인체 별로 운영되지 않는다. 이들은 세계적으로, 중앙집중적으로, 그리고 지역적으로 운영되려는 경향이 있다. 이들이 운영되는 방식은 법적 구조와 아무런 상관이 없다. 그러므로 특정 법적 관할지역에 책임이 있는 국별 감독자는 그룹으로서의 이 기관을 감독하는 데 역량이 미치지 못하고 있으며, 그들이 책임지고 있는 국별 기관을 감독하는 체제도 갖추지 못하고 있다. 왜냐하면 리스크에 대한 주요 결정의 대부분이 그들의 특정 관할지역 밖에서 이루어지는 경우가 많기 때문이다. 그룹의 지사를 책임지고 있는 감독자들에게는 합동작업을 하고 그들의 활동을 조정하는 외에 다른 선택이 없다.

초국경적 그룹을 감독하기 위해서는 국별 감독자가 합동업무를 하는 것이 중요하다는 인식은 얼마 전부터 인정되어왔다. 바젤위원회는 이 분야에서 거의 25년간 여러 가지 지침을 발표해 왔으며, 지침의 정밀도와 강제력은 증가해 왔다. 나는 이 지침을 세부적으로 다루지는 않겠다. 그러나 1992년의 최소 기준에서도 본국과 진출국의 감독자가 합동업무를 하는 방안에 관한 유용한 지침을 찾아볼 수 있다. 바젤핵심원칙(CP)은 본국과 진출국 감독자가 합동업무를 하는 방안에 대한 유용한 지침을 제시하고 있다. 이 원칙의 CP 23, CP 24, 그리고 CP 25

에서는 본국의 감독자가 통합기준(consolidated basis)으로 감독을 해야 한다고 명시하고 있다. 본국감독자는 진출국 감독자의 업무를 검토해야 하고, 그들의 업무내용을 평가해야 하며, 진출국 감독자가 특정 관할지역에서 행한 업무가 만족스럽지 못하면 그 관할지역에서 보완적인 활동을 해야 할 필요가 있다. CP 25는 진출국 감독자의 책임에 관하여 언급하고 있으며, 진출국 감독자는 본국감독자가 통합기준에 따라 감독을 하고 있는지 확인하는 책임도 있다고 밝히고 있다.

바젤위원회가 내놓은 이처럼 좋은 지침에도 불구하고 최근까지 본국과 진출국 감독자 간의 협력 수준은 그리 높지 않았다. 지금까지 이루어진 협력은 특정 기관 사이의 양자적인 것이 대세였으며, 바젤 II의 실천을 위한 본국-진출국 정보 공유 문서가 나올 때까지 다자간의 협력은 사실상 거의 없었다. 바젤 II 실천이 이를 바꾸어 놓았으며, 바젤 II 협약 집행그룹(Basel II Accord Implementation Group)이 내놓은 지침에서 “공동감독단”이란 용어가 실질적으로 만들어지고 도입되었다. 바젤 II실천을 위하여 설립된 공동감독단은 그 범위가 매우 제한되었고, 오직 바젤 II실천에만 초점을 두었다. 그러나 이러한 공동감독단에 참여하기 시작한 많은 사람들은 감독활동의 증진과 국별 감독자 간의 공조 증진의 차원에서 볼 때 이 공동감독단이 보다 폭넓은 역할을 할 수 있을 것이란 가능성을 보았을 것이라고 나는 생각한다.

바젤위원회 외에 몇 가지 다른 제안도 언급하고자 한다. 1995년 은행-보험-증권 규제자의 3자 그룹으로 불리는 기관에서 보고서가 나오면서 중요한 조치가 취해졌다. 궁극적으로 합동포럼으로 발전한 이 그룹은 Citi Bank처럼 은행, 증권, 보험 분야의 업무를 가진 다부문 복합기업의 성장에 대응하기 위해 만들어졌다. 부문별 감독자들이 더 잘 협력할 필요가 있으며, 각 부문의 규칙과 과정이 매우 상이하고, 이를 수렴할 필요가 있다는 인식이 있었다. 삼자그룹은 당시 발기문서라 할

수 있는 것을 발표했는데, 여기에는 선임 감독자가 있어야 하고, 본국 감독자는 다부문 복합기업을 감독하기 위해 합동업무를 할 감독자가 그룹의 업무조정에서 지도적 역할을 해야 한다는 제안이 포함되어 있다. 이러한 권고는 공동감독단을 만드는데 따르는 어려움을 잘 말해주고 있다. 일부 주요국가의 감독자들이 선임감독자 개념에 편치 않게 생각하고 다른 나라에 본부를 둔 금융그룹 내 법인의 진출국 감독자가 될 경우 그들이 다른 나라의 선임감독자로부터 지시를 받기는 어렵다는 입장을 분명히 했기 때문이다. 이에 따라 그 무렵 합동포럼으로 발전한 3자 그룹은 기초위원회로 되돌아가서 4년간의 어려운 작업 끝에 훨씬 약화된 제안인 “의장(convener)”이란 개념을 들고 나왔다. 의장(convener)은 다부문 복합기업을 책임지고 있는 감독자들의 모임을 주선하고 샌드위치도 권하지만 그 이상의 일은 별로 하지 않는다. 이것은 국별 감독자가 다른 나라의 감독자들의 주도권을 인정하는 것을 꺼린다는 것을 보여주고 있다. 나는 이것이 공동감독단이 각자의 분야에서 활동을 하고 활동분야를 증진하려 할 때 공동감독단에게 장애가 될 것이라고 생각한다.

국제보험감독자협회(IAIS: International Association of Insurance Supervisors)도 그룹 감독에 관한 지침을 발표했는데, 그것은 이 협회의 1999년 핵심원칙에 몇 가지 다른 문서를 포함시킨 것이었다. 이 문서는 대체로 그룹 감독에 대한 보험감독자의 약한 개입을 반영한 바젤위원회의 지침에 못 미치고 있다. 이 취약성은 오늘날에도 여전히 계속되고 있다. 그것이 AIG 실패의 배경이 된 취약성이다.

이윽고 세계금융위기가 왔고, G-20가 행동에 들어갔다. G-20는 공동감독단 설립에 대한 매우 강력한 권고안을 내놓았다. 흥미로운 것은, G-20는 초국경적 기업의 감독에 관한 것이 아니라 초국경적 기업의 감시를 강화하는 노력에 관해 이야기하고 있는 점이다. 감시는 약



한 용어이다. 감시는 3만 피트 상공에서 이루어진다. 감독은 지상 1피트 위에서 이루어진다. 그러므로 G-20가 얼마나 강력한 공동감독단을 기대하는지는 전혀 분명치가 않다. 그러나 비록 용어는 약한 것을 썼으나 G-20는 희망적인 방향으로 가고 있는 듯이 보인다. G-20는 행동 계획에서 공동감독단과 감독자 그룹 사이의 접촉을 촉구했다. 이것은 이미 Basel II 실천 사례에서 실현되고 있는 일이며, G-20도 그것이 계속되어야 한다고 믿고 있다.

### 누가 이런 일을 추진할 것인가? 누가 G-20의 많은 권고안을 실현에 옮길 것인가?

G-20는 금융안정포럼(Financial Stability Forum)을 금융안정위원회(Financial Stability Board)로 업그레이드하고 보다 폭넓은 책임을 부여했다. 그 책임 중 하나는 공동감독단의 발전과 활동을 증진하는 일이었다. G-20의 작업과 병행하여, 몇 가지 같은 명분에 고무되어, 공동감독단을 창설하고 이들이 효율적으로 일할 수 있도록 보장하는데 목적을 둔 몇 가지 다른 제안이 나왔다. 유럽은행감독위원회(CEBS: Committee of European Banking Supervisors)는 G-20 발표와 대략 같은 시기에 공동감독단의 기능에 대한 지침을 내놓았다. 그 직후 유럽보험연금감독위원회(Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors)는 금년 7월 지침초안을 발표했다. 마침내 IAIS는 이를 받아들여 집단 감독을 수용하고 지난달 공동감독단의 활용에 대한 지침을 발표했다. 그것이 주요 보험감독자들의 생각을 반영하였는지는 두고 보아야 할 일이지만, 이 문서는 바젤위원회(Basel Committee)와 은행감독계의 생각과 상당히 일치하고 있다.

초국경적 기업과 위기관리에 대하여 언급하고자 한다. 공동감독단

을 생각할 때 우리는 이들의 역할을 위기관리를 위한 협력의 필요성과 떼어서 생각할 수가 없다. 감독과 위기관리는 분리된 것이 아니다. 이들은 단순히 연속된 것의 한 부분들일 뿐이며 함께 보아야 한다.

2009년 9월말, FSB(Financial Stability Board)는 G-20에게 공동감독단과 기타의 제안에 대하여 보고를 했다. FSB는 30개 이상의 공동감독단이 시스템상 중요한 글로벌금융그룹을 감독하기 위해 구성되었다고 보고했다. 공동감독단의 운영과 관련하여 실시한 조사에 대해서도 보고했다. 이 조사는 공동감독단이 보다 효율적으로 일할 수 있기 위해 조치를 취해야 할 몇 가지 과제를 밝혀냈다. 나는 잠시 후 이에 대하여 이야기를 하고자 한다.

## 공동감독단의 목적은 무엇인가?

아래에 열거한 목적들은 비교적 완전하기 때문에 내가 International Federation of Banks가 발행한 문서를 그대로 인용한 것이다.

- 기업전략(business strategy)
- 재정상태(financial position)
- 법적, 규제적 상태(legal and regulatory position)
- 리스크 노출과 리스크 관리(risk exposures and risk management)
- 거버넌스 절차(governance processes)
- 건전성 상황(prudential situation)
- 그룹 및 단독 지불능력/자본 적절성(solvency/capital adequacy on a group and solo basis)

이 목적들은 공동감독단의 일부 선임 감독관들이 현재 받아들여

는 것보다 더 야심적일지 모른다. 나는 캐나다의 금융감독원(OSFI: The Office of the Superintendent of Financial Institutions)의 내 후임 원장이며, 세계적 영업망을 가진 캐나다의 어떤 은행에 처음으로 공동 감독단을 도입하고 있는 사람의 연설문을 읽었다. 그는 감독자 사이의 인간적 관계 구축과 보다 폭넓은 협력이라는 2개의 목적을 앞세워 강조했다. 그가 제시한 다소 겸손한 목적을 감안할 때 그가 최신 동향을 반영했는지는 의문이다. 위의 목적들은 높은 열망을 담고 있으면서도 논리적이다. 공동감독단은 스스로 초국경적 금융그룹에 대하여 총체적이고 깊은 이해에 도달하지 못하면 일을 할 수 없다. 그들은 기업전략, 재정상태, 리스크노출, 그리고 리스크관리를 이해할 필요가 있다. 리스크노출과 리스크관리는 때로 세계적 기반에서 다루어지며, 세계적 차원에서만 이해될 수 있다. 공동감독단이 일을 하는데 이 모든 것이 중요하다. 그러나 글로벌금융그룹에 대한 이해를 발전시키는 것만으로는 충분치 않다. 행동을 취하는 것 또한 중요하며, 공동감독단 업무의 핵심적 특징은 초국경적 금융그룹의 강점과 약점이 이해되었을 때 행동을 취하는 것이다. 이러한 행동은 공조를 바탕으로 취해져야 할 것이다.

다음에, 금융그룹에 적합한 조직, 리스크 평가에 대한 감독자 간의 커뮤니케이션, 합의에 근거한 감독자 간의 협력, 통합 감독자에 의한 업무의 통솔(발의, 회의주재, 작업계획설계) 등 공동감독단 운영원칙 몇 가지에 대하여 이야기 하고자 한다. 이것은 유럽은행감독위원회(CEBS: Committee of European Banking Supervisors)의 최근 간행물에서 뽑은 것이다. 이것은 잘 만들어졌고, 공동감독단을 만들어 일을 하려는 모든 진출국 감독자에게 유용하다. 첫째, 공동감독단은 금융그룹에 적합하게 조직될 필요가 있다. 그 의미는, 만일 어떤 금융그룹이 특정 국가의 관할지역에 지부(자회사나 지사)를 가졌다면 그 관할지역의 감독자는 공동감독단의 핵심 구성원이 될 필요가 있다는 것이다.

다른 핵심적 원칙은 공동감독단 모두가 금융그룹 내의 리스크를 총체적으로 파악할 수 있도록 리스크 평가에 대한 커뮤니케이션을 유지하는 것이다. 그 다음은 합의에 바탕을 둔 공동감독단 구성원 간의 협력이다. 현재 국별 감독자간의 합의는 양자적인 MOU가 되려는 경향이 있지만 공동감독단을 강화할 다자적 합의를 위한 여지가 남아있다. 또 다른 핵심적 원칙은 통합 감독자가 업무를 통솔하는 것이다. “업무를 통솔한다”는 것은 샌드위치와 커피를 제공하는 것 이상의 것을 뜻한다. 공동감독단을 이끌고, 의제를 설정하고, 회의를 주재하고 가장 중요한 일인 작업계획설계를 한다는 것을 의미한다.

이 밖에도 몇 가지 다른 운영 원칙들이 있다. 공동감독단은 만나서 통상적 업무상황과 위기 상황에서 관련 중요 정보를 나눈다. 이들은 금융그룹의 리스크 프로파일에 대한 공통의 이해를 발전시킨다. 공동감독단은 그룹 수준에서 리스크의 완화를 위한 감독계획을 수립한다. 공동감독단은 합동 감독 검사를 포함한 현장 검열을 정기적으로 계획하고 조정한다. 검사가 이루어질 경우 밝혀진 사실은 통합감독자가 공동감독단의 다른 구성원들에게 알려서 공동감독단 모두가 금융그룹을 더 잘 파악하게 할 필요가 있다. 공동감독단은 처리 방법을 조화시키고 주요 감독업무 결정사항에 대한 투입(input)을 조정하여 초국경적 감독의 결과물 작성에 그룹의 견해와 그룹의 전략이 반영되게 해야 한다.

공동감독단에 이미 참가하고 있는 사람들의 참여 정도는 다양하며 아직도 풀어야 할 문제가 많이 있다. 문제 중 하나는 공동감독단을 이끌도록 지명된 통합감독자가 공동감독단을 통솔할 여건을 갖추었느냐는 것이다. 스위스를 합당치 않게 비방하기에 앞서 예를 들어 UBS를 생각해 보라. 스위스 감독자는 스위스 금융시스템 전체를 감독하는 수백 명의 직원을 거느리고 있다. UBS 감독 업무의 경우, 주요 리스크가

발생하는 업무활동은 런던과 뉴욕에서 이루어진다. 스위스 당국이 공동감독단에 지도력을 행사하는데 얼마나 여건을 갖추고 있는가? FSA와 Fed가 스위스의 지도력을 받아들이는 문제에 어떻게 나올 것 같은가? 일종의 3두 체제가 나올 가능성이 크다. 그것이 공동감독단 모델의 합리적인 변형일 것이다.

법적 권위의 결여는 계속 난제가 될 것이며, 특히 우리 모두가 자신의 이익을 먼저 보호해야 하는 긴장의 시기에 더욱 그러하다. 내가 생각하기에 법적 권위의 결여는 양자적 MOU가 도입되어 공동감독단을 강화하면 다소 완화될 것이다. 이들을 일할 수 있도록 만드는 열쇠는 상호 신뢰와 믿음으로 가는 것이며, 그것은 하루 밤 사이에 이루어지지 않는다. 신뢰를 구축하는 데는 시간이 걸린다. 이로부터 우리는 공동감독단이 그 잠재력을 즉각적으로 발휘할 수는 없다는 결론을 얻게 된다.

정보를 공유하는 것은 중요하지만 해결해야 할 대외비 문제가 있을 수 있다. 모든 감독기관이 다른 감독자로부터 받은 정보의 대외비를 보호할 법적 권위를 가진 것은 아니다. 이러한 조건이 존재하는 한 정보의 공유에는 제한이 따르며, 그것은 공동감독단의 효율성을 감소시킨다.

다음에, 누구를 포함시키느냐는 문제가 있다. HSBC는 전세계 120국의 법적 관할권에서 업무활동을 한다. HSBC에 대한 공동감독단을 구성한다면 120개국 모두를 넣어야 할 것인가? 말도 안 되는 소리다. 그렇게 하면 너무 크고 거추장스러울 것이다. 그러므로 실천상, 선임 감독자는 그룹 내의 실질적 법인들(material entities)과 영업활동에 책임이 있는 국별 감독자를 뽑아야 할 필요가 있다. 그들은 공동감독단의 핵심 구성원이 될 것이며, 실질적이지 않은 업무활동을 담당하는

감독자는 다른 카테고리에 넣게 될 것이다.

내가 언급해야 할 또 다른 문제는 지사의 감독자를 포함시키는 문제이다. 당초 Basel II 목적을 위해 공동감독단이 설계되었을 때 지사는 자본이 없다는 이유로 배제되었다. 보다 폭 넓은 목적의 공동감독단의 경우 지사는 포함되어야 한다. 자회사의 경우와 마찬가지로 지사에서라도 실질적 영업활동이 이루어질 수 있기 때문이다.

누가 포함되어야 하는지에 대한 다소 실용적인 조언을 한다면 실질적 영업활동/법인의 감독자를 포함한 핵심그룹과, 덜 실질적 그룹을 책임지고 있는 감독자를 포함한 지역감독자 그룹을 망라하는 하위공동감독단(sub-colleges)을 갖는 것이 실용적인 접근이 될 수 있다.

정기적인 회합이 있어야 한다. 선임감독자는 고위 인사들이 참석하도록 열심히 노력하지 않으면 안 된다. 시간이 지날수록 참여 감독자들이 보다 하급 직원을 보내려는 경향이 있다. 그러나 고위 인사들이 참여하지 않으면 공동감독단은 효율적으로 업무를 수행할 수가 없다. G-20가 제안한 것처럼 피감독금융그룹과 직접적인 접촉이 이루어져야 한다.

본국의 감독자가 기초를 잡는 것이 매우 중요하다. 지도력을 행사하기 위해서는 관대한 정보 공유로 공동감독단의 활동을 강화시킬 신뢰와 믿음을 확립하는 것이 중요하다. 본국 감독자가 선도적 역할을 해야 할 것이다. 세계금융위기에서 보듯이 우리는 본국 감독자가 때로 신속하고 완전하게 정보를 공유하지 않았음을 알게 되었다. 그들은 그들이 감시하는 업체가 지닌 문제의 심각성에 대하여 진출국 감독자에게 조언을 하는데 매우 능장을 부리는 경향을 보였다. 이 문제는 본국 감독자가 해결해야 할 문제이다.

진출국 감독자는 주도권을 받아들일 필요가 있다. 이와 관련하여 본국의 감독자와 정보를 관대하게 공유할 필요가 있다. 내가 싱가포르에서 세계적으로 중요한 여러 기관의 진출국 감독자로 일할 때 얻은 교훈은 본국 감독자가 경고를 할 때까지 기다려서는 안 된다는 것이다. 접촉을 유지하기 위해서는 정기적으로 비행기를 타야 한다. 어느 정도까지는 여러분이 스스로를 보호해야 한다.

가장 중요한 조언은 감독은 관계비즈니스라는 것이다. 공동감독단이 일을 하도록 만들려면 본국/진출국 감독기관의 동료들과 인간적인 관계를 구축해야 한다. 이러한 인간적인 관계는 언제나 시간을 절약해 준다. 이러한 인간관계는 공식 통로를 통해서만 결코 받을 수 없는 정보를 비공식적으로 얻도록 해준다. 그것이 공동감독단이 제 구실을 하도록 만드는 열쇠라는 것이 나의 생각이다.





# 국제은행거래의 위기관리체제

*Luis Cortavarria-Checkley\**

이 세션에서 나는 초국경(cross-trader) बैंकिंग의 주요 이슈들과 세계적인 기업들에 대한 위기관리와 정리의 최근 추세를 논의하고자 한다.

먼저 나는 지난 20년 동안 금융의 국제화가 급속하게 진행되었음을 강조하고자 한다. 많은 신흥국가에서 초국경 은행들이 확장되었고, 그들은 이제 전체 은행 자산의 40%이상을 차지한다. 그런 확장은 은행의 본국이나 주재국 모두에 긍정적인 결과를 가져왔다.

불행하게도, 현재 우리가 겪고 있는 국제위기는 대규모 초국경 은행들이 파산할 수 있고, 또 실제로 파산함으로써 여러 국가의 경제에 연속적으로 바람직하지 못한 영향을 미친다는 사실을 혹독하게 상기시켜주었다. 초국경 금융기업들에 대한 감독이 허술했고, 그로 인해 위험 집중을 적시에 파악하고 대응하지 못했음을 우리는 보았다. 더욱 중요한 것은, 이 위기는 우리에게 초국경 확장이 비효율적인 정리 프레임워크 안에서 이루어졌음을 상기시켜주었다는 것이다.

오늘 나는 세 가지 관점에서 이러한 문제들을 논의하고자 한다. 첫째로, 나는 은행들이 해외로 진출하는 주된 동기와 본국 및 주재국의 금융당국이 초국경 बैंकिंग을 촉진시키는 주된 동기에 관해서 간략하게 논의할 것이다. 둘째로, 초국경 은행들의 정리와 관련된 주요 문제점

---

\* IMF 통화자본시장국 자문관

들을 조명할 것이다. 셋째로는, 금융국제화, 초국경 위기에방 및 위기 해결에 대해 통찰하고자 한다.

## I. 왜 은행들이 해외로 확장하는가?

한 가지 흥미로운 질문은 왜 은행들이 국제무역금융을 늘리는 대신에 해외로 활동을 확장했는가 하는 것이다. 다섯 가지 이유를 들 수 있다. 첫째로, 은행들은 그들의 핵심 기업고객과 가까이 있기를 원했다. 그래서 기업고객들이 해외로 확장했을 때 은행들은 그 고객을 따라 해외로 나갔다. 고객들이 사업을 확장시킬 때 은행들은 고객들에게 좀 더 나은 서비스를 제공하고 외환의 위험부담 없이 수입을 나누기 위해 같은 시장에 현지법인이나 지점을 열었다. 둘째로, 은행들은 이미 성숙된 시장이나 신흥시장에 참여함으로써 브랜드 가치를 극대화했다. 은행들의 주된 목표는 특히 소매 시장에서의 수익성을 유지하는 것이었다. 소매금융은 물리적인 존재 자체와 소매고객을 끌 수 있는 국제적인 “브랜드”를 필요로 한다. 셋째로, 은행들은 새롭게 개발된 금융상품과 위험관리 시스템을 활용하기를 기대했다. 본국에서 성공적으로 개발되었던 상품은 신규 시장 진출에 추가의 개발비용이 필요 없기 때문에 언제나 매력이 있다. 넷째로, 은행들은 광범위한 금융자유화의 혜택을 원했다. 해외사업을 확장시킬 수 있도록 장벽을 제거해 주는 정치세력의 존재도 또한 초국경은행들의 확장에 기여한 요인이었다. 다섯째는 위험분산이다. 은행들은 성장과 수익성의 본국시장 의존도를 줄일 수 있었기 때문에 본국의 경제 사이클 변화에서 일어나는 시장 변동성을 최소화할 수 있었다.

이러한 변화들은 긍정적인 결과를 가져왔다. 외국은행들은 시장경쟁력을 높였고 금융서비스를 확대했다. 신흥시장의 입장에서는 초국

경은행들이 진출해 있음으로 인해서 금융제도의 탄력성을 갖춘 시장으로서의 인식이 강화되었다. 초국경 위기 예방의 측면에서는 BCCI (Bank of Credit and Commerce International)의 실패와 같은 전례의 재발을 막기 위한 통합 감독, 정교한 위험관리절차의 채택, 그리고 감독을 위한 MOUs 수립 등의 조치들이 취해졌다. 그러나 현재의 위기는 그런 조치들의 효과가 충분하지 못했음을 보여주고 있으며 우리에게 안전하다는 착각을 갖게 해주었다. FSB와 감독기관들은 초국경위기에방을 강화하기 위한 노력의 일환으로 이미 Mr. Palmer가 언급했듯이 대기업들을 위한 감독기관단 설립 등의 정책을 재검토하고 있다.

이 위기는 또한 국가적, 국제적 차원의 일관성 있고 효과적인 해결방안의 결여가 모은행의 부실을 예방하거나 본국 감독기관이나 주재국의 감독기관의 해결 능력을 제한시킨다는 것을 보여주었다.

## II. 초국경 은행들의 위기해결과정에서 일어나는 주된 문제들은 무엇인가?

수년 동안 우리는 초국경 बैं킹의 문제점들을 해결하는데 다음의 세 단계(초기 개입조치, 위기봉쇄조치의 실행, 그리고 위기해결 및 은행구조개편)에서 국가적, 국제적 차원에서 일관성 있고 효과적인 해결방안이 결여되어 있음으로 인한 조정 문제들과 긴장을 목격해왔다.

먼저 조기 개입조치에 관해 논해보자. 감독기관들 간의 커뮤니케이션, 조정, 그리고 정보 공유가 필수적이지만 위기가 발생했을 때는 그 효과가 제한된다. 예를 들어 만일 문제가 있는 모은행이 본국에서 시스템이 부실하면 그 은행의 감독기관은 강경노선을 취할 수가 있다. 그러나 만일 그 은행이 시스템 면에서 중요한 지점들을 외국에 갖고

있다면 주재국 감독기관은 정리과정을 지연시키려 할 수 있다. 그 뿐 아니라 여러 가지 신속한 시정조치들과 유인책들도 또한 감독당국들 간에 긴장을 야기할 수 있다. 만일 여러 감독당국이 서로 다른 시점에서 서로 다른 도구들을 사용해서 개입한다면 금융업체의 정리는 채권자의 최선의 상환 시나리오로 이루어지기가 어렵다.

둘째는 위기봉쇄 조치의 실행이다. 지점의 감독에 있어서 모은행 책임(또는 본국 통제) 원칙과 주재국 법에 따라 현지법인을 독립된 법인으로 대우하는 것이 일반적으로 관찰되는 원칙이며, 이것은 대개 각국의 감독당국 사이에 체결되는 MOU에 포함된다. 그럼에도 불구하고 위기 상황에서는 법에 명시된 봉쇄조치의 실질적인 실행이 “최후의 대부자 대출”과 예금보험을 다루는데 문제가 된다. 원칙적으로는 유동성 문제에 있어서 본국이 모은행과 그 해외지점을 지원해줄 책임이 있다. 그러나 만일 모은행이 어려운 상태에 있고 그 해외지점이 주재국의 시스템에서 중요한 경우라면 본국의 중앙은행이 해외지점에 유동성을 제공할 것인가? 한편, 주재국 당국에게 시스템적으로 중요한 지점이나 초국경 은행의 현지법인에 유동성을 제공하도록 강요할 수 있는가?

갈등의 소지가 있는 또 다른 분야는 예금보험이다. 지점들과 현지법인들은 일반적으로 주재국의 예금보험제도의 적용을 받는다. EU내의 제도들은 외국지점들이 본국의 예금보증제도의 적용을 받는 특별한 예외에 해당된다. 그러나 만일 본국과 주재국의 예금보상수준이 서로 다르다면 예금이동의 위험이 있다. 그 뿐 아니라 최근 아이슬란드, 네덜란드, 영국 정부 사이에 예금보험을 이행하는 문제에 관해서 의견 차이를 보였던 것처럼 예금보증제도의 자금조달에 관한 우려가 있다. 만일 자금조달 문제가 명확하고 제한적이지 않으면 그런 분쟁이 다른 곳에서도 재현될 수 있을 것이다.

위기 해결에 있어서 본국과 주재국의 당국 사이에는 특별조치와 정리방식의 선택이라는 두 가지 면에서 긴장이 발생한다. 특별조치에 관해 말하자면, 본국의 당국이 외국에 있는 은행지점에 공공지원을 제공하기는 어렵다(예를 들어 정부 보증을 해주거나 자본을 투입하는 것). 반대로 주재국의 당국이 그런 외국은행의 지점을 살리기 위해 공공자금을 사용하기도 어려울 것이다.

둘째로, 이런 어려움을 해결하는 데는 두 가지 상호 배타적인 접근방법이 있는데 영토적 접근방법과 보편적 접근방법이 그것이다: “울타리 둘러치기(ring-fencing)”라고도 알려진 영토적 접근방법에서는 각국이 자국 내의 부실한 기업들의 국내자산에 대한 채권자들의 클레임에 대해서 판결을 내리는 것이다. 이 접근방법에서는 법원이나 행정담당자들이 외국의 소송절차에 협조는 하지만 국내법을 우위에 둔다. 일반적으로 자산이 소재해 있는 나라의 법이 그 자산의 배분을 관장한다. 이런 접근방법이 취해졌을 때 감독당국의 대응방법은 지점들에게 준-현지법인으로서 행동하도록 강제하는 것이다: 즉, 국내에 부채보다 일정 수준 이상으로 많은 자산을 유지하거나 소위 말하는 “여유 자본(dotation capital)”을 보유하도록 요구하는 것이다.

그와는 대조적으로 보편적 접근방법은 채무자와 그의 전 세계의 자산에 대한 전 세계의 클레임들을 각 해당 국가의 법원이나 기타 관련 당국의 협조를 받아 단일 사법당국이 판결하게 하는 것이다. 이 접근방법은 국내법을 전 세계의 모든 자산과 클레임에 대해 효과적으로 적용한다.

대부분의 국가들이 현재 초국경 파산문제에 대해 영토적 접근방법을 취한다. 가장 두드러진 예외는 보편적 접근방법을 따르는 EU 회원국들이다.

이러한 접근방식들에는 명백한 제약들이 있다. 첫째로 영토주의나 보편주의는 오직 외국 지점의 해결에만 관련된다. 현지법인들은 주재국의 법적인 틀 안에서 해결된다. 초국경 금융그룹의 정리에는 이 접근방식이 둘 다 적용되지 않는데, Fortis, Dexia, Lehman Brothers, 그리고 아이슬란드 은행들의 경우가 바로 그런 예다. 따라서 위기관리와 초국경 은행들과 금융그룹의 정리를 위한 좀 더 질서 있고, 예측 가능한 프레임워크가 분명히 필요하다.

### III. 초국경 프레임워크 개발을 위한 기본적 통찰

먼저 나는 위에 언급한 문제들을 다루기 위한 조치들이 취해지고 있다는 점을 강조하고자 한다. 2009년 4월 FSF(FSB)는 “위기관리에 관한 초국경 협력을 위한 원칙들”을 발표했고, 이것은 런던의 G-20 정상회담에서 지지를 받았다. 이 원칙들을 통해 감독기관, 중앙은행 그리고 재무장관들을 비롯한 관련 당국들은 금융위기에 대처하기 위한 사전 준비와 금융위기를 관리하는데 협력할 것을 약속했다. 올해 (2009) 9월 금융감독에 관한 바젤위원회는 Dexia, Fortis, Lehman Brothers와 Kaupthing의 실패에서 얻은 교훈을 바탕으로 작성된 “초국경은행 해결그룹의 보고 및 권장사항”이라는 자문문서를 발행했다. 이 문서는 위기를 다루는데 있어서 부담을 분담하는 방법과 울타리 둘러치기(ring-fencing) 접근방법 사이에 중간지대를 제안한다. 이 보고서의 주요 권고사항은 위기예방, 위기관리와 해결, 그리고 위기출구를 포괄적으로 다룬다. 2009년 10월 20일, 유럽연합 집행위원회는 금융부문의 초국경 위기관리를 위한 새로운 EU 프레임워크에 필요한 조치의 협의를 위한 실무자 작업페이퍼를 발행했다. 이 자문보고서는 은행문제해결을 위한 프레임워크가 EU 차원에서 필요하다는 것과, 또 그것은 현재 진행 중에 있는 위기를 통해서 확인된 취약점들을 다

를 수 있어야 하며, 그리고 부실 은행들을 다루는 방법에 있어서도 공통적으로 합의된 목표를 충족시킬 수 있도록 설계되어야 한다는 점을 강조한다.

같은 맥락에서 이 주제에 관한 몇 가지 실무적인 개념들을 여러분들과 비공식적으로 나누고자 한다. 이 개념들은 아직 초기 단계에 있으며 공식적인 실무자의 입장을 대변하지 않는다.

### 일반적 원칙들

첫째로, 세계화는 잠재적인 국경 간의 시스템 연계를 효과적으로 감시하는 것이 중요하다는 것을 뜻한다. 그러므로 국제적인 시스템의 연계를 좀 더 잘 이해하고 감시하려면 긴밀한 공조와 정보공유에 대한 강력한 합의가 반드시 필요하다. 둘째로, 초국경 금융의 미래에 관한 논의는 시스템적으로 중요한 기관들의 와해를 포함해서 “파산하기에는 너무 큰” 기업들을 어떻게 다룰 것인가에 대한 제안들과 분리될 수가 없다. 셋째로, 금융적인 안정과 효율적인 운영 간의 트레이드오프에 관한 검토가 이루어져야 한다. 울타리 둘러치기를 위한 자본과 유동성은 초국경 금융기관들의 비용효율을 떨어뜨릴 수 있으며, 초국경 은행의 대출을 제한할 수 있다. 넷째로, 금융그룹들은 지점과 현지 법인을 통해 운영되는데, 이들은 보통 상호 연결되어 있다. 공조와 정보공유를 강화시키는 것은 대단히 중요하지만, 문제를 해결하는데 있어서 일관성 있는 국가적 해결방안과 국제적으로 합의된 틀이 없을 때에는 모든 채권자들을 위한 가장 적절한 수준의 회수가 어려울 것이며 국가 당국들 사이에 긴장을 초래하는 요인으로 남을 것이다.

### 위기 예방

30개 금융재벌들을 위한 금융감독기관단의 설립은 초국경 기업들의 감독을 강화하는 과정에 환영할 만한 소식이다. MOUs는 타당성이

있는 만큼 표준화가 될 필요가 있으며, 평상시나 문제가 생겼을 때 모두 구속력을 가질 수 있도록 조치를 취하는 것이 중요하다. 그런 조치의 예를 들자면 본국 감독기관과 주재국 감독기관이 모두 외국의 유사 기관과 충분한 협력과 조정을 할 수 있는 법적, 제도적 여건이 갖춰져 있는 경우에만 국경 간 बैं킹을 허용한다는 조건을 두는 것이다.

### 위기 해결

감독당국은 염원과 현실을 절충할 필요가 있다. 국제적인 자본흐름의 혜택을 계속 유지하기 위해서는 정보 공유, 국내 파산제도 하에서 부실한 초국경 기업들에 대한 일관성 있는 처리, 위기관리 준비, 그리고 부실 금융기관들의 부담을 나누기 위한 적절한 사전 합의 등에 있어서 지속적인 발전이 필요하다. 이러한 목적을 위해서, 각국은 금융 재벌의 실패를 효과적으로 다룰 수 있는 은행문제 해결제도를 마련해야 하고, 또 일반적이고 강력한 원칙 위에서 국제적으로 합의된 대기업 관리제도를 만들어 나가도록 노력하여야 한다.

이러한 포괄적이고 강력한 원칙들은 각국의 감독당국이 그들의 제도를 금융 및 사법제도에 맞게 조절할 수 있는 신축성을 제공할 것이다. 모든 국가는 그런 높은 수준의 원칙들을 채택하는 공식적인 과정을 거쳐야 한다.

그러나 초국경 은행들의 해결에 국제조약을 통한 통일된 해결책을 찾는 방안은 국익과 국가주권 등의 많은 이슈들을 제기함을 우리는 알고 있다.

아마도 이미 어느 정도 합의가 이루어진 조치들에 관해 논의를 시작하는 것이 진전을 위한 최상의 방법일 것이다. 국내법의 일부 주요 측면들은 초국경 은행 문제해결을 용이하게 해줄 수도 있다. 예를 들



면 파산 툴킷(toolkit)을 확대함으로써 모든 국가들이 파산에 대한 공통된 개념, 파산 절차의 촉발요인들, 클레임의 네팅(netting)과 상계(set-off), 그리고 선취특권의 실행 등에 합의함으로써 동일한 해결 옵션을 갖게 할 수 있을 것이다.

이러한 장치들이 2008년의 국제적 파산사태가 재현되어도 견딜 수 있을 만큼 충분한 힘을 갖고 법적으로 실행 가능해질 때까지는, 초국경 은행들이 “살아 있을 때는 국제적이지만 죽을 때는 국가적”이라는 전제하에 현재 진행되고 있는 개선 노력들이 인정되어야 한다. 이것은 주재국으로 하여금 적절한 자본과 유동성을 가진 현지법인에 초국경 그룹의 운영을 제한하도록 압박을 가할 것이다.

마지막으로 본국과 관련 주재국의 은행 당국 사이에 조정 노력이 명확히 진행되고 있는 동안 금융그룹의 기타 영업부문들은 일부 주재국에서는 시스템적으로 중요할 수도 있다는 점이 고려되어야 하며, 초국경 기업의 미래를 논의하는데 있어서 국가 당국의 조기 관여가 크게 권장된다. 반대로 주재국 당국은 외국은행의 지점과 현지법인의 재정 상태에 관해 본국 당국에 지속적으로 정보를 제공할 수 있는 법적인 여건을 마련하고 그런 의사를 가져야 한다.

끝으로, Mr. Vinals가 그의 발표에서 한 말을 강조하고자 한다. 우리 IMF에서는 시장경제하에서 은행업의 탄력성은 네 가지 기본축의 효과적인 기능에 달려 있다고 믿는다: 첫째, 타겟이 잘 맞춰져 있고 잘 조절된 규제; 둘째, 은행 내에 잘 설계된 신중한 정책, 조기 경고 장치, 그리고 엄격한 지배구조 규칙의 맥락에서 위험을 적시에 파악하고, 측정하고, 해결할 수 있는 경험 많고 교육이 잘 된 경영팀의 존재; 셋째, 은행들이 포괄적인 위험 관리제도의 바탕 위에서 건전하고 안전하게 운영될 수 있게 해주는 효율적이고 엄격한 감독장치(시정조치를

취할 수 있는 강력한 수단과 힘을 검비한); 넷째, 채권자들, 그리고 궁극적으로는 납세자들에게 최소의 정신적 피해나 비용발생을 일으키는, 질서 있는 기업의 퇴출(자발적 또는 강제적)을 허용하는 효과적이고 전향적인 정리 프레임워크 등이다. 우리는 이 네 기본축에 발생하는 위기에 의해서 확인되는 취약점들을 해소함으로써, 감독기관과 은행의 구조강화가 잠재적으로 지연된다고 해도 그것이 실물 부문에 많은 비용 발생을 수반하는 지나친 규제의 부담을 주어서 금융국제화에 의도하지 않는 결과가 발생하지 않기를 기대한다.

# 외자흐름의 변동성을 어떻게 순화할 것인가: 규제, 제도, 구제금융?

김 경 수\*

## 1. 서론

자본이동은 경기순응적(procyclical) 이어서 경기변동을 확대시킨다. 또한 자본유입은 금융중개과정을 통해 국내 유동성을 확대하고 경제불균형을 심화시킨다. 자산가격상승이 대표적인 예이다. 경기순응성은 거품확대-붕괴의 순환(boom-bust cycle)으로 이어지기도 한다. 막대한 규모의 자본유입이 갑자기 멈추고 곧이어 자본유출이 시작되면서 심각한 경기침체가 나타난다. 소규모개방경제, 특히 국내금융시장이 충분히 발달하지 못한 신흥국일수록 자본유출입에 더욱 취약하다.

1990년대 중남미 및 아시아 위기 이후 신흥국들은 이러한 Sudden Stop 위험에 대응하기 위해 외환보유고 축적, 자본이동 규제, 외환건전성 미시규제 등 다양한 정책을 수행했다. 그러나 이러한 노력과 견실한 경제여건, 서브프라임 관련 자산에 대한 낮은 노출에도 불구하고 대부분의 신흥국들은 최근 자본유입의 중단과 급격한 유출로 인해 경제적 어려움을 심각하게 겪었다. 따라서 이 글에서는 이번 글로벌 금융위기의 경험을 통해 기존 정책대응조치의 한계를 평가하고 향후 정책방향과 관련한 시사점을 제시하고자 한다.

---

\* 한국은행 금융경제연구원 원장

## 2. 경기순응성과 Sudden Stop 위험

앞서 밝힌 대로 자본이동은 경기순응적이다. 특히 <표 1>에서 볼 수 있듯이 한국과 같은 중상위 및 중하위 소득수준의 국가에서 자본이동은 매우 경기순응적이다. 소득수준 중상위 국가를 예로 들면 호황기의 국내 총생산 대비 자본이동 비중은 4.4%이지만 불황기에는 동 비율이 3%로 떨어진다. 이러한 결과는 경제학 교과서의 서술과는 매우 다르다.

<표 1> 자본이동의 경기순응성

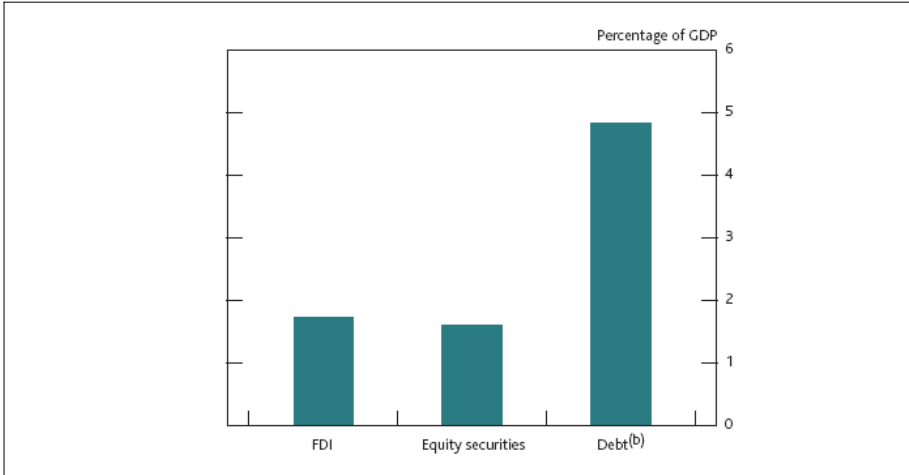
국가	자본유입(순)/GDP		
	호황기(1)	불황기(2)	격차(1)-(2)
OECD	0.5	0.4	0.1
중상위 소득 국가	4.4	3.0	1.4
중하위 소득 국가	4.2	3.0	1.2
저소득국가	3.9	3.6	0.3

주: 자본유입(순)/GDP의 단위는 퍼센트. 호(불)황기는 경제성장률이 평균성장률을 상(하)회하는 시기로 정의

출처: Kaminsky et al (2004), "When It rains, It Pours: Proccyclical Capital Flows and Policies," NBER Working Paper No. 10780.

물론 경기순응성의 정도는 자본유입 형태별로 상이한데 대외부채의 변동성이 외국인주식투자나 외국인직접투자에 비해 훨씬 크다. 더욱이 외채와 대외충격 취약성 사이에는 <그림 2>와 같이 정(+)의 관계가 존재한다. 그러므로 보다 안정적인 외국자본을 끌어들이 수 있도록 경제환경을 조성하는 것이 매우 중요하다. 한편 외채와 대외충격 취약성 간의 (+)관계를 통화국제화(internationalization of currency)를 통해서도 설명할 수 있다. 예를 들어 호주와 한국을 비교해 보면 호주는 국내총생산 대비 순외채비율이 거의 60%에 달하지만 한국보다 대외충격에 덜 취약했다. 이는 호주가 통화의 국제화를 통해 대외부채에 수반되는 위험을 헤지할 수 있었기 때문이다.

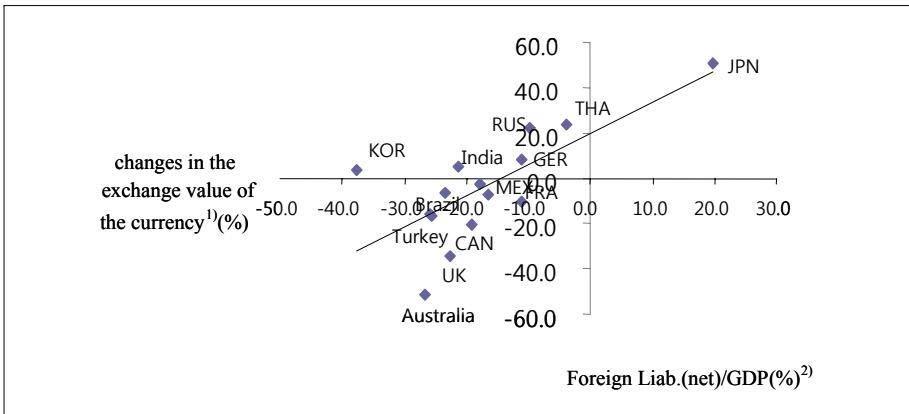
〈그림 1〉 신흥경제국 자본유입의 변동성(1980-2006)



주: 1) 대외부채의 대부분은 부채성증권, 은행차입으로 구성되며 이외에 무역신용, 현금 및 예금, 다국적기업의 차입 등도 포함

출처: Felices *et al* (2008), “Capital Inflows Into EMEs since the Millennium: Risks and the Potential Impact of a Reversal,” Quarterly Bulletin, Vol. 1, Bank of England.

〈그림 2〉 대외부채와 대외충격 민감도의 상관관계



주: 1) 2007년말~2008.11.25중 미 달러 대비 각국 통화의 절상(+)-을

2) 한국은 2008년 2/4분기, 기타 국가는 2006년의 대외부채 비중

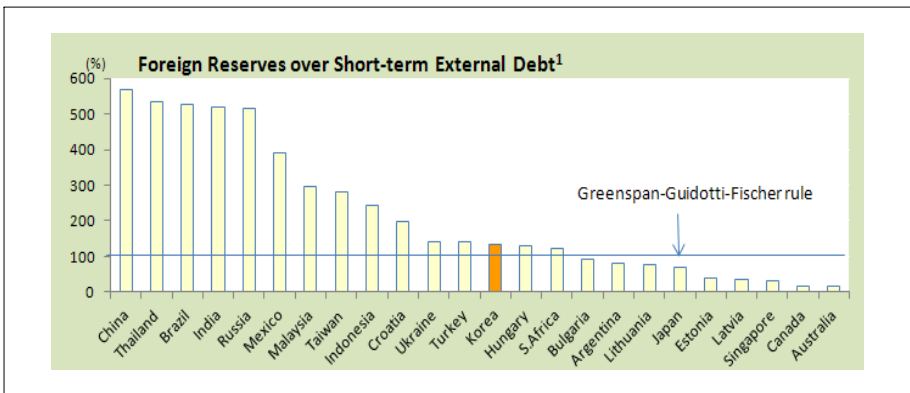
자료: IFS

### 3. Sudden Stop 대응조치와 평가

#### 외환보유액의 축적

Sudden Stop 대응조치 및 평가와 관련하여 우선 외환보유액 축적을 살펴보겠다. 많은 신흥국들이 1997~1998년 아시아 외환위기 이후 막대한 규모의 외환보유액을 축적하였다. 그 결과 2008년말 현재 동유럽 일부국가를 제외한 신흥국 대부분의 단기외채 대비 외환보유액 비중은 Greenspan-Guidotti-Fischer 조건, 즉 중앙은행의 외환보유액 비중은 단기(만기 1년 이내)외채 이상이어야 한다는 기준을 충족했다.

〈그림 3〉 단기대외부채 대비외환보유고

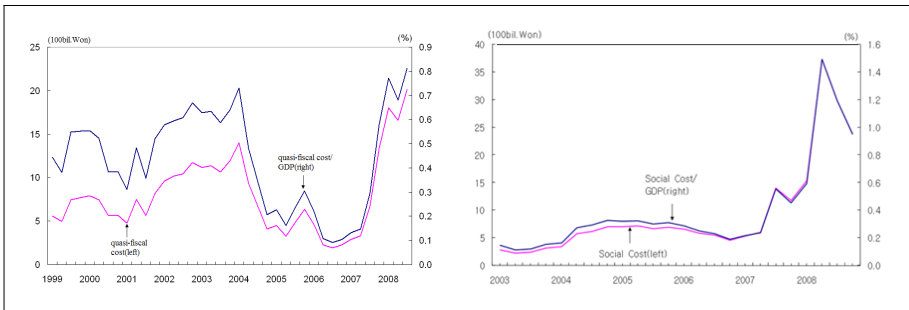


그러나 이러한 조건을 충족했음에도 불구하고 대다수 국가들은 여전히 경제위기의 고통을 겪었다. 즉 글로벌 위기 기간에 외환보유액의 축적만으로 환율의 안정성을 유지하기에는 부족했던 것이다. 이는 실제 위기 상황에서는 Sudden Stop현상으로 인해 외환보유고가 빠르게 고갈되므로 적정외환보유액 수준이 정상적인 상황에서보다 훨씬 커지기 때문이다.

더욱이 외환보유액 축적은 準재정비용(quasi-fiscal cost) 및 사회비용(social cost), 금융기관의 도덕적 해이, 글로벌 불균형 심화 등 추가적인 비용과 부작용을 수반한다. 불태화(sterilization)정책으로 인한 (순)손실을 의미하는 준-재정비용보다도 민간부분의 차입비용과 외환보유액 운용수익의 차이로 정의되는 사회비용이 더욱 중요한데 최근 들어 사회비용은 준-재정비용을 훨씬 상회했다. 더욱이 ‘외환보유액 축적→금융기관의 도덕적 해이→단기외채 증가’의 악순환으로 자본이동의 변동성이 높아질 경우 자본유입으로 인한 문제점은 더욱 심각해지고 있다.

<그림 4> 외환보유액 준-재정비용

<그림 5> 외환보유액 사회비용



주: 1) 한국의 경우

2) 준-재정비용: 불태화비용 - 외환보유액 운용수익

3) 사회비용: 민간부분 외화차입비용 - 외환보유액 운용수익

### 자본이동 규제

두 번째로 살펴볼 것은 자본이동에 대한 직접규제이다. 금년에 브라질이 시행한 조치를 비롯해서 <표 2>와 <표 3>에 나타난 바와 같이 일부 국가에서는 가변예치의무제(VDR: variable deposit requirement), 자본거래세, 해외송금금지 등의 자본규제조치를 도입했다. 자본유입규제 관련해서는 브라질 이외에 1990년대에 태국, 콜롬비아, 칠레에서 조치가 있었고 자본유출규제의 사례로는 아시아외환위기 당

시 IMF에 대한 지원요청 대신에 해외송금 규제 등의 조치를 택한 말레이시아가 대표적이다.

〈표 2〉 자본유입 규제사례

국 가	시 기	규제내용
칠 레	1991~1998	가변예치의무제
브라질	1993~1997, 2009	자본거래세
콜롬비아	1991~2000, 2007~2008	가변예치의무제
태국	1995~1997, 2006	지준부과

〈표 3〉 자본유출 규제사례

국 가	시 기	규제내용
아일랜드	1992	비거주자에 대한 대출 및 선물환거래 제한
스페인	1992	국내은행과 비거주자 간 자본거래에 대한 예치의무 부과
태 국	1997~1998	이중환율제, 외국환포지션 규제, 해외송금 규제
홍 콩	1997~1998	외환 및 주식시장 개입
말레이시아	1998~2001	외국환포지션 규제, 해외송금 규제

출처: 이승호·안성근·정복용 (2009), “주요국의 Sudden Stop 및 정책대응사례 분석과 시사점,” 한국은행 국제국.

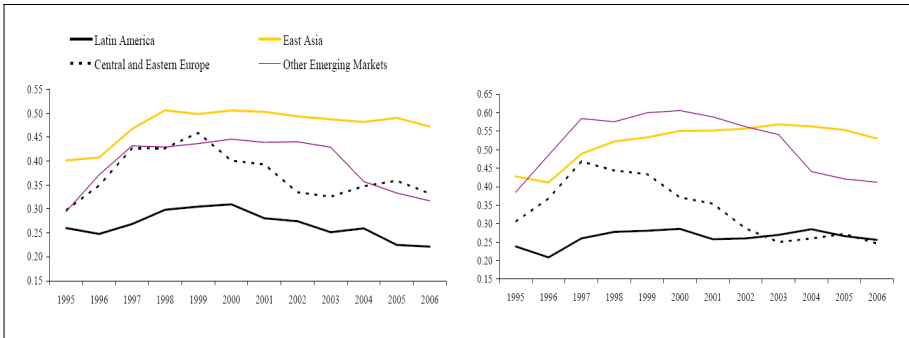
그러나 자본규제가 중장기적으로 거시경제목표를 달성하는데 효과적이었는지에 대한 실증적 증거는 매우 부족하다. 자본유입규제는 1991년 칠레의 조치와 같이 일시적으로 장기 자본유입의 구성비를 높이기도 했지만 대부분의 국가에서는 자본유입 규모나 변동성을 줄였다고 보기 어렵다. 자본유출규제 또한 1998년 말레이시아의 사례처럼 자본이동 규모가 줄고 보다 독립적인 통화정책 수행이 가능했던 경우도 있지만 여타 대부분의 국가에서는 별다른 효과를 거두지 못했다.



현실적으로 자본이동에 대한 규제는 금융세계화 추세와 병행하기 어렵다. 실제로 세계적으로 금융통합이 진전됨에 따라 대부분의 국가는 자본규제조치를 지속적으로 완화해왔다.

〈그림 6〉 자본유입규제 추이

〈그림 7〉 자본유출규제 추이



주: 숫자가 클수록 자본유입규제가 많음을 의미

출처: Cardarelli *et al* (2009), "Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses," IMF Working Paper 09/40.

요약하면 자본규제는 투기적 성격이 매우 높은 국제자본이동 흐름에 대한 조치와 같이 제한적인 범위에서 수행되어야 한다. 이 경우에도 국제사회의 낙인효과(stigma effect)를 피하기 위해서 국제사회와 긴밀히 공조하면서 매우 신중한 방식으로 이뤄져야 할 것이다.

### 금융기관 외환건전성 규제

다음으로 금융기관의 외환건전성 규제조치에 대해 말하겠다. 신흥국들은 최근 외국환포지션 및 외화유동성비율에 대한 규제 등 미시적인 건전성규제를 강화해왔다. 하지만 이러한 조치는 개별 금융기관과 기업의 환리스크를 줄이는 데 크게 기여했음에도 불구하고 전체 시스템의 리스크 관리에는 많은 한계를 드러냈다.

미시건전성이 거시안정성을 보장하지 못하는 구성의 오류(fallacy of composition), 즉 개별 금융기관의 외환건전성은 양호하지만 시스템 전체의 대외채무구조, 통화불일치 등 거시건전성지수는 악화되는 현상이 발생할 수 있기 때문이다. 또한 개별금융기관의 리스크 관리는 일반적으로 정규분포를 가정하고 있기 때문에 두터운 꼬리(fat tail risk) 분포의 위기나 금융기관 간 위험전이 현상에 대해서 매우 취약하다.

#### 4. 글로벌 금융위기로부터의 교훈

최근 글로벌 금융위기를 겪으면서 여러 측면에서 다양한 정책 이슈가 제기되었다. 분명한 것은 성공적인 위기대응을 위해서는 만병통치약은 없으며 다양하고 포괄적인 조치, 즉 개별 경제주체의 위험비용 내재화(internalization), 거시건전성 규제 강화, 국제금융공조 확대, 통화국제화, 안정적 성격의 자본이동 확대, 국내금융부문 강화 등이 동시에 추진되어야 한다는 점이다.

##### 개별경제주체의 위험비용 내재화

정책당국의 일방적인 규제만으로는 위기대응조치의 실효성이 매우 떨어진다. 따라서 개별경제주체들의 최적화 결정과정이 전체 경제시스템의 건전성을 악화시키지 않도록 인센티브 체계를 구축하는 것이 핵심이다. 특히 은행부문의 도덕적 해이로 인한 통화 및 만기불일치 문제를 해소하기 위해서는 단기외채 보유를 늘리는 데 따르는 위험을 금융기관들이 스스로 부담하도록 내재화하는 것이 필요하다.

##### 거시건전성 규제 확대

개별금융기관의 건전성뿐만 아니라 금융시스템 전반의 위험요소를

찾아서 해소해 나가는 새로운 관점의 거시건전성규제를 강화하는 것이 필요하다. 즉 외국환포지션, 외화유동성 상태 등을 실시간으로 모니터링하는 한편 전체 시스템의 외환건전성을 측정할 수 있는 위험지수를 개발하여 정기적으로 스트레스 테스트를 실시하는 등의 조치가 시행되어야 한다.

이와 관련하여 G-20 정상회의에서는 최근 바젤II 체계의 단점 보완, 금융기관에 대한 새롭고 강력한 위험관리기준 마련, 회계제도 개선, 보상체계 개선, 신용디폴트스왑(CDS: credit default swap) 관련 중앙결제기구(CCP: central counter parties)의 도입, 신용평가기관 감독강화 등과 같은 금융안정화 조치를 취하기로 합의한 바 있다.

### 국제공조 강화

금융세계화의 진전으로 인해 개별 국가들만의 노력으로 국제자본이동의 위험을 효율적으로 관리하는 것은 사실상 불가능하다. 따라서 국제공조를 통해 자본이동의 위험을 완화할 수 있는 금융체제를 갖추는 것이 필요하다. 예를 들어 외환보유액에 대한 높은 의존도는 국제공조를 통해 크게 완화할 수 있다. 실제로 한국은 미연준과의 통화스왑조치를 통해 위기대응과정에서 큰 성과를 얻었다. 또한 역내 국가와의 공동기금 창설, 통화스왑조치 등으로 외화유동성과 관련한 안전망을 확충하는 것이 필요하다. 한편 이러한 국제공조의 과정에서 수혜국이 낙인효과로 인한 어려움을 겪지 않도록 하는 일이 매우 중요할 것이다.

### 통화국제화

중장기조치이기는 하지만 글로벌 위기가 진정되는 시점에서 통화국제화를 통해 외화차입과 관련한 원죄(original sin)를 완화해 나가는 방안도 고려해야 한다. 통화국제화가 진전된 선진국의 사례를 보면 이

들 국가의 외환보유액 비중은 상대적으로 낮음에도 불구하고 글로벌 금융충격으로 인한 환율의 변동폭은 오히려 작다. <표 4>와 <표 5>에 나타난 바와 같이 2007년말 현재 한국의 GDP대비 외환보유액 비중은 27%이다. 반면 통화국제화가 진행되고 있는 국가의 평균은 10%정도 일 뿐이며 통화국제화가 완결된 국가는 8%이다. 변동성과 관련해서도 2007년중 한국 원화 변동률의 표준편차가 4.43인 데 비해 통화국제화가 진전되었거나 완결된 국가의 경우는 이보다 훨씬 낮다.

그러나 이력현상(hysteresis)과 네트워크 외생성(network externality) 문제로 인해 통화국제화를 짧은 기간 내에 이루는 것은 쉽지 않은 일이다. 더욱이 통화국제화 초기에는 외부 금융충격에 더욱 취약해지는 경향이 있다. 따라서 통화국제화의 출발단계에서는 역내 국가에서 자국 통화의 사용비중을 높이는 데 초점을 맞추면서 단계적으로 추진

<표 4> GDP대비 외환보유액 비중<sup>1)</sup>

한국	통화국제화가 진행중인 국가					통화국제화가 완결된 국가			
	호주	캐나다	뉴질랜드	스위스	평균	일본	영국	유로	평균
27.0	2.7	2.9	13.2	22.0	10.2	21.8	1.8	1.8	8.4

주: 1) 2007년 기준

자료: IMF, IFS

<표 5> 환율변동성<sup>1)</sup>

기간	한국 원화	통화국제화가 진행중인 국가				통화국제화가 완결된 국가			
		호주 달러	캐나다 달러	뉴질랜드 달러	스위스 프랑	유로	일본 엔	영국 파운드	미 달러
2001~07	1.45	1.92	1.64	2.10	0.81	1.21	1.69	1.04	1.49
2008	4.43	4.71	2.85	1.51	1.73	1.92	4.32 <sup>2)</sup>	1.19	2.40 <sup>2)</sup>

주: 1) 월평균 명목환율지수 변동률의 표준편차

2) 환율 절상에 기인

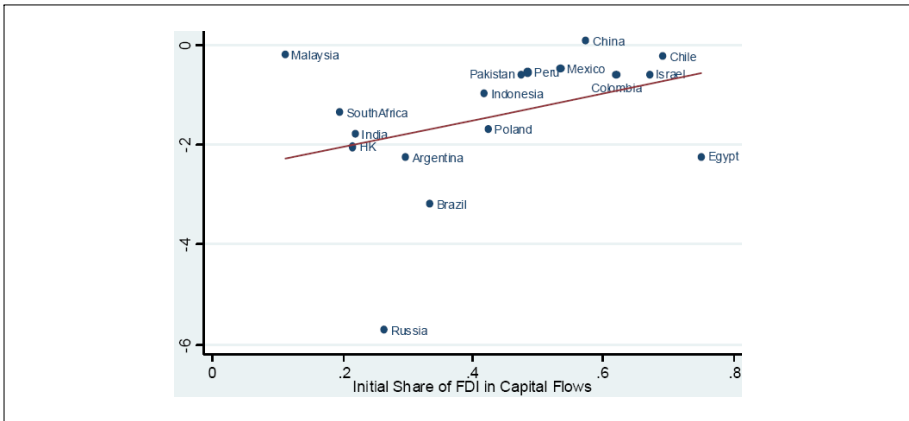
자료: BIS

해나가는 것이 바람직하다

### 안정적 성격의 자본이동 확대

자본유입형태별로 보면 해외직접투자의 긍정적 성격이 가장 높다. <그림 8>에 나타난 바와 같이 자본유출과 FDI 비중 사이에는 역(-)의 관계가 있다. 즉 FDI의 비중이 높을수록 자본유입의 변동성을 최소화할 수 있는 것이다.

<그림 8> 자본유출규모와 FDI 비중의 관계



주: Y축은 2007~09년중  $\log(\text{자본유입}/\text{GDP})$ 의 변동, X축은 2007년중 자본유입에서 FDI가 차지하는 비중을 표시

출처: Tong and Wei(2009), "The Composition Matters: Capital Inflows and Liquidity Crunch during a Global Economic Crisis," NBER Working Paper No. 15207.

### 견실하고 효율적인 경제시스템 구축

외환시장과 금융시장의 연계성을 강화하여 시장왜곡을 줄여나간다면 재정거래 차익의 장기화에 따른 외채급증현상을 막을 수 있다. 또한 궁극적으로는 거시경제의 견실함이 급격한 자본유출입을 막는 주요 요인이므로 전통적인 거시안정화정책을 일관성 있게 추진하는 것이 필요하다. 끝으로 중앙은행과 관련해서는 물가안정만으로 거시경

제의 안정성을 달성하기는 어렵다는 사실을 이번 금융위기를 통해 분명히 경험했다. 따라서 중앙은행이 거시건전성 정책의 수행과정에서 보다 큰 역할을 할 수 있도록 법과 제도를 정비해 나가는 것이 필요할 것이다.

# 출구전략과 도전과제

(지정토론)

**조운제1):** 패널리스트 전원에게 오늘 발표를 하기에 앞서 생각해 보도록 4가지 문제를 미리 나누어 주었다. 첫째, 세계경제의 회복전망은 어떠한가, 어떤 위험과 도전이 있는가? 둘째, 주요국들이 이번 경제위기에서 취한 정책대응을 우리는 어떻게 평가할 것인가? 한국의 경우는 어떠한가? 그 강점, 약점, 그리고 위험은 무엇인가? 셋째, 위기 기간 중 이루어진 정책개입의 해소, 즉 출구전략을 쓸 적정시기는 언제인가? 회복의 속도와 기업 순환이 나라마다 다른 점을 고려할 때 출구전략의 국제적인 공조는 어느 정도까지 강조되어야 하는가? 재정정책과 통화정책의 출구전략 시기가 달라야 할 것인가? 한국은 언제 금리인상을 시작해야 할 것인가? 끝으로, 2010년 11월에 열릴 G-20 정상회의에서 무엇이 주 의제가 되어야 할 것인가에 대해서이다.

**현오석2):** 먼저 세계경제의 회복전망에 대한 논의로 시작하겠다. 미국을 비롯한 선진경제에서 경기침체가 호전되고 있는 가운데 세계경제는 특히 신흥경제를 중심으로 빠른 회복의 조짐을 보여주고 있다.

IMF을 비롯한 주요 국제기구는 2009년과 2010년도 개발도상국과 신흥국의 성장률을 상향조정하고 있다. 세계경제의 본격적인 회복은 2010년이나 시작될 것이라 전망되지만, 이들 나라의 경제적 조건이 예상보다 빨리 개선되고 있기 때문이다. 주요 선진국의 최근 실적은

---

1) 서강대 국제대학원 원장/ 세계경제연구원 고문

2) 한국개발연구원(KDI) 원장

2분기의 경우 기대보다 높은 것으로 밝혀졌으며, 이는 급격한 침체가 둔화되는 조짐이다. 이러한 추세를 반영하여 이들 국가와 세계경제의 성장률이 상향조정될 것 같다.

세계경제가 점진적으로 회복되리란 전망이 나오고 있는 가운데, 중국을 포함한 개발도상경제는 비교적 왕성한 회복국면을 지속할 것으로 전망되며, 이것은 한국의 수출이 기대보다 빨리 회복될 것임을 뜻한다. 수출과 밀접하게 관련이 있는 OECD의 선행지표는 상승하고 있다. 따라서 중국을 포함한 한국의 주요 수출국의 경제조건은 기대보다 더 빨리 개선되고 있다. 그러나 고용에서 지속적인 불안을 겪고 있는 선진경제를 중심으로 앞으로 회복속도가 약화될 수도 있다는 우려도 있다.

미국 금융시장의 위험요소가 완전히 제거되지 않았다는 사실을 감안할 때 안전하다고 느끼기에는 아직 너무 이르지만, 2008년 4/4분기에서 보았던 세계적 경제침체를 야기한 금융불안을 가져올 더블 딥의 가능성은 크게 줄어들었다. 그럼에도 주택가격과 상업은행을 포함한 금융기관의 무수익 여신비율 같은 경제적 지표의 변동을 지속적으로 주목하는 것이 매우 중요하다.

두 번째 주제인 정책에 대하여 언급하면, 최근 선진국 경제는 비상 금융지원 조치와 확장적 거시경제 정책에 힘입어 금융시장이 안정되면서 경제침체가 둔화되는 징후를 보이고 있으며, 잠재적인 회복의 조짐도 있다. 이런 맥락에서, 이러한 정책은 지금까지는 매우 긍정적인 효과를 가져왔지만, 세계 금융시장에 남아있는 위험요소들을 고려할 때, 이 정책들에 대한 보다 심층적 평가는 본격적인 경기회복이 확실히 자리 잡은 후에 이루어질 수 있다고 믿는다. 그러나 선진국이 대규모 국채를 발행할 가능성에 대한 우려도 있다. 그렇게 되면 장기적으로 신용



경제와 개발도상국에 대한 유동성 공급이 제한을 받게 될 수도 있다.

비록 급박한 우려는 아니지만, 한국의 국가부채는 현재 GDP의 35%이지만 2013년에는 50%로 늘어나게 될 것으로 전망되며, 이것은 한국의 재정건전성이 예상보다 더 빨리 악화될 수 있다는 것을 의미한다. 돌이켜 보건데, 선진경제가 겪고 있는 만성적인 적자문제와 같은 당면 질환은 1970년 중반 1차 유류파동 때 공격적인 경제부양정책에 의해 생긴 정부부채의 이자지출 증가에서 기인한 것임을 염두에 둘 필요가 있다.

이제 셋째 주제인 출구전략에 대하여 이야기하겠다. 우리는 이를 두 부분으로 나누어 검토해야 한다. 하나는 어떻게 출구전략을 실행하느냐이고, 또 하나는 국제적 공조 문제이다. 또한 출구전략을 이야기할 때 우리는 시기와 규모, 후속조치를 검토해야 한다. 본격적인 경기회복의 경우, 비상대응조치를 정상화할 때 경제회복 과정에서 일어날 수 있는 자산시장 거품과 과열 경제와 같은 잠재적인 부작용을 최소화하는 것이 필수적이다. 출구전략은 당면 위기에 대응하기 위해 불가피하게 시행한 여러 정책을 정상화하는 과정의 일부이다.

위기 중 시행된 여러 정책이 모두 출구전략의 대상임을 고려할 때, 전략을 단일 일정표에 따라 실행에 옮기기는 매우 어려울 것이다. 예를 들어, 은행에 대한 정부의 지불보증은 “on-off” 방식처럼 지속과 중단의 두 가지 방식으로 정상화 할 수 있다. 그러나 통화와 금융의 팽창정책의 경우는 정상화 과정에서도 정책집행의 강도를 조정함으로써 그 정책이 지속될 수 있다는 점에서 차이가 있다.

한편, 금융과 통화정책의 정상화는 경제상태의 개선 진도에 병행하도록 부양효과를 조심스럽게 조정하여 점진적으로 시행함으로써 경기회복 속도를 지속시키고 중기적으로 지속가능하고 안정된 경제성장을

유지할 수 있도록 해야 한다. 한편, 한 나라의 정책 스탠스 변화는 무역과 금융채널을 통해 다른 나라에 큰 영향을 주기 때문에 출구전략을 집행하는 과정에서 어느 정도의 국제적 협조가 필요하다. 이러한 가능성을 고려하여 G-20 정상회의에 참석한 세계 지도자들은 출구전략 시행에 따른 세계적인 협조의 원칙에는 합의했으나 각국의 출구전략의 일정과 규모를 정하는 통일된 규범은 만들어진 바 없다.

끝으로 내년에 열릴 G-20에 대하여 몇 마디 하겠다. 다음 G-20 의제를 논하기 전에 우리는 세계경제에 어떤 변화가 일어나고 있는지 알아야 한다. 세계경제에는 4개의 서로 연관된 변화의 동력이 있다. 첫째 변화의 동력은 이동하고 있는 세계의 인구통계적 경제적 균형이다. 중국은 2040년에 미국경제를 2위로 밀어내고 최대의 경제가 될 것으로 예측되고 있다. 브라질, 인도, 러시아 등 다른 신흥시장경제도 중요한 역할을 할 것이지만 유럽의 개별국가들의 중요성은 줄어들 것이다. 유라시아 대륙은 세계적 통합의 새로운 허브가 될 것이다. 미국은 초강대국으로 남을 것이지만 단지 여럿 중의 하나가 될 것이다.

둘째, 서툰 거시경제 운영과 방만한 금융규제로 촉발된 현재의 금융×경제 위기는 주요 경제 사이의 장기적인 금융 불균형 현실을 반영하고 있다. 이는 고도로 상호의존적인 세계 금융시스템을 합의된 세계적 금융감시, 감독, 규제 없이 운영하는 것이 어렵다는 것을 보여주고 있다. 세계적 금융스트레스의 위험은 향후 수십 년간 지속될 것으로 보인다.

셋째, 부유하고 급속히 성장하는 경제는 잘 나가고, 많은 가난하고 침체된 국가들은 뒤쳐지게 되면서 세계적인 불균형은 증가할 것이다. 한 나라안에서도 불균형이 증가할 가능성이 있는데, 이 불평등은 국내적

으로, 또 초국경적으로 분쟁의 위험을 높일 것이다. 이와 함께 선진국은 전통적인 산업과 일자리와 임금을 지속적으로 상실하게 될 것이다.

넷째, 식량과 에너지 가격의 상승, 환경위협과 세계적인 전염병의 위험은 인구압력에 의해 더 가중되어 최빈국들을 괴롭힐 것이다. 점증하는 국경과 부문을 초월한 세계적 상호의존성은 개별국가가 이러한 위협에 독자적으로 대처할 수 없으며, 세계적인 대응이 부문을 초월하여 공동조정되어야 한다는 것을 뜻한다.

현재의 세계적 거버넌스 시스템은 점점 붕괴되어 가고, 비효율적이며 낡고 변화에 저항적이라는 광범한 인식이 퍼지고 있다. 도하라운드에서 보듯이, 많은 시급한 세계적 문제의 처리가 끊임 없이 교착상태에서 헤어나오지 못하는 데서 이 시스템의 취약성이 드러나고 있으며, 빈곤과 기후변화에서도 마찬가지이다.

G-20 정상회의는 국제적인 정책공조를 향한 첫 발자국을 내디뎠다. G-20 정상회의 의제는 5개의 주요 분야를 포함해야 한다고 본다. 그 중 두 가지는 최우선적인 과제인 거시경제적 안정과 금융개혁이다. 셋째는 국제적 불균형을 축소하는 중기적 과제이다. 넷째는 녹색성장을 포함한 새로운 장기적 성장엔진을 지원하고, 더 많은 일자리 창출 등 지속가능성의 원리를 성취하기 위한 구조적 개혁이다. 다섯째 우선순위는 도하라운드의 완성을 포함한 국제제도의 세계적 거버넌스의 확립이다.

**Barry Johnston:** *세계적 경제회복의 전망은 무엇이며, 어떤 불확실성의 위험이 있는가?* 세계경제가 안정되고 있으며, 플러스 성장으로 되돌아가고 있지만 그것이 국가별로 고르지 않고, 아직도 정책지원에 의존하고 있다는 것이 중론이다. 서구 선진국의 여러 지표는 신뢰가 개선되고 제조업과 금융시장이 폭 넓게 안정되어가고 있음을 보여주

고 있다. 그러나 일부 매우 불길한 통계도 있다. 실업률이 불길하다. 은행의 무수익여신이 불길하다. 어제 밤 Jose Vinals 씨가 말했듯이 우리는 은행 대차대조표의 잠재적인 손실을 파악하는데 겨우 중간쯤 왔을 뿐이다. 그러므로 회복으로 가는 길은 아직도 멀다.

위험과 불확실성에 대해서 이야기 하자면, 어떻게 이 비상정책들을 해소할 시기를 판단하여 경제와 금융의 안정을 달성할 것인지가 핵심적인 과제라고 생각한다. 이것이 쉽지 않은 과제가 되고 있다는 것이 점차 분명해지고 있다. 왜냐하면 금융시장의 조정속도가 실물부문보다 빠르기 때문이다. 이는 이번이 처음이 아니다. 이렇게 되면 매우 어려운 정책결정에 부딪치게 된다. 통화부양책을 너무 오래 방치하면 새로운 자산가격 거품을 만들어 낼 위험이 있다. 신흥시장으로의 자본 유출에 따른 여러 가지 문제도 야기하게 된다. 반면 이를 막기 위한 통화적 조치를 하면 경기회복을 둔화시키게 된다. 그러나 오늘 아침 Ted Truman이 언급하였듯이, 우리가 부양책을 너무 오래 지속했고 통화정책 목표설정을 제대로 못하는 미시경제 정책상의 실수를 했다면 지금 우리가 위기를 벗어나면서 그런 교훈을 잘 인식해야 한다는 지적은 핵심을 찌르고 있다. 어떻게 우리 통화정책의 규모를 정할 지를 생각할 필요가 있는가? 낮은 물가 인플레이만을 추구하는 것이 통화부양책에 대한 올바른 사고 방식인가? 한 나라의 방만한 통화정책이 자산가격의 거품을 야기할 수 있는지는 의문이지만, 그렇다면 바로 잡아야 할 더 큰 문제가 생기기 전에 언제 정책을 미리 조정할 것인가? 이런 것들이 우리가 앞으로 씨름을 해야 할 문제라고 생각한다.

부양책 중단시기를 결정하는 데는 역사가 좋은 지침이 아닐 수도 있다고 생각한다. 이번 위기로 인해 잠재적 산출에 상당한 손실이 있었기 때문이다. 주요부문들이 타격을 입었다. 여러 선진국에서 고용과 성장의 엔진이었던 건설부문과 금융부문은 회복되지 않고 있다. 그러

므로 우리는 잠재적인 결과가 무엇인가라는 문제에 대해 질문을 해야 한다. 우리는 과거 위기로부터 문제에 대처하기 위해서는 사후에 은행 시스템의 획기적인 구조조정이 필요하다는 것을 알았지만 우리는 아직도 선진경제의 은행부문에서 획기적인 구조조정이 이루어지는 것을 보지 못하고 있다. 그러므로 여기에 질문이 제기된다. 우리가 언제 전환점을 쳤고 언제 부양책의 악셀레이터에서 발을 떼어야 하는지 우리가 실제로 어떻게 알 수 있는가?

*주요 국가들의 경제×금융 위기에 대한 정책대응을 어떻게 평가할 것인가?* 비상 정책조치가 세계적 금융공황의 위협을 억제하는데 성공했다는 것이 중론이라고 생각한다. 금융기관에 대한 보증제공, 취약한 은행의 자본보충, 그리고 중앙은행의 비상 유동성 지원 등 문제에 대처하는 대응속도에 대하여 축하하는 소리도 있다. 금융시장을 안정시키는데 이처럼 먼 길을 왔다.

*출구전략의 적절한 시기는 언제인가?* 회복세가 지속될 때까지 어떠한 부양책도 중단해서는 안 된다는 것이 통상적인 지혜이다. 방금 지적한 바와 같이 우리가 불확실한 환경에 있기 때문에 이것은 매우 어려운 요청이다.

*출구전략에서 국제적인 공조를 해야 할 것인가? 각국이 스스로 판단할 것인가?* 각국은 자국의 경제×금융 조건을 반영해야 하기 때문에 상이한 출구노선을 추구하게 될 것이다. 그러나 국제적인 협조는 중요하다. 한 나라의 정책은 spillover effect를 갖기 때문이다. 정책공조를 통해 우리는 더 나은 세계적, 국가별 성과를 거둘 수 있다. 그러나 정책공조는 상당히 까다롭다. 우리가 원하는 세계적 성과를 개선할 수 있는 정책공조의 유형을 성취하는 것이 반드시 쉬운 일은 아니지만, 여러 나라의 통화×재정정책에서는 공조가 잘 이루어질 수 있을 것이

다. 깊이 다루어지지 않는 문제이지만, 통상적인 지혜와는 반대로 미국이 긴축통화정책을 쓴다면 그것이 세계경제 회복에 좋을 것이라는 물음이 있지만, 그것은 국제적으로 보다 완화된 재정정책에 의해 상쇄될 것이다. 이것이 새로운 자산가격 거품을 줄일 수 있기 때문에 그것은 사실상 더 나은 세계적 실적을 가져 올 것이다. 그러나 미국이 긴축통화정책을 쓰면 여러분은 국제적으로 완화된 재정정책을 쓸 필요가 있게 되므로 양자는 트레이드 오프관계(trade-off)이다. 그러나 세계경제를 위해서 더 좋을 수 있는 이런 유형의 합의를 국제적으로 이룩할 수 있는 실정인가? 나는 우리가 그런 단계까지 이르지 못했다고 생각한다. 그것은 국제적 공조의 유용성에 대한 논란이 있을 수 있는 분야이다. 규제차익을 막고 보증을 더 오래 해주는 나라로 자금이 이동하는 것을 피할 목적으로 도입된 복수보증의 철회에는 정책공조가 매우 중요하다고 생각한다. 공조는 일반적으로 시장신뢰를 증진하는데 좋다고 생각한다.

*출구시기가 재정정책과 통화정책 간에 다를 수 있을까? 다를 수 있다. 재정부양책을 먼저 중단하는 것을 검토하라는 것이 본인의 조언이다. 왜냐하면 시간이 갈수록 재정부양책을 푸는 일은 더욱 복잡하게 되며, 지속가능한 장기적 GDP대비 부채비율을 달성하기 위해서 조정의 규모가 매우 중요하기 때문이다. 국제적으로도 재정부양책을 먼저 중단하는 것이 널리 검토되고 있으며, 또한 통화정책은 재정정책보다 더 유연한 특성이 있다. 통화부양책을 너무 오래 지속하는데도 그 자체의 위험은 있다. 또한 내가 말하고 싶은 것은 문제가 재정 및 통화정책만이 아니라는 점이다. 많은 기업활동이 각종 보증에 의하여 지원되고 있다. 그러므로 우리는 대규모 정부보증을 철회하는 방안도 함께 생각해야 한다.*

*출구전략을 준비할 때 당국은 어떤 문제점을 염두에 두어야 할까?*

경기회복, 소비, 투자를 성취하기 위해서는 기대감이 흔들리지 않도록 해야 할 필요성을 깊이 의식해야 한다. 시장은 정부가 취하는 정책에 매우 민감할 것이다. “제발 우리를 믿어달라, 우리가 제대로 할 것이다.”라고 말한다고 이런 일이 이루어지는 것은 아니다. 당국은 국가적으로 어떻게 부양정책을 중단할 것인지 사전에 살필 필요가 있다. 불확실성이 계속되는 것을 최소화하기 위해서는 좋은 커뮤니케이션 전략이 필요하다. 또한 부양책의 철회는 *state contingent*이어야 한다. 우리는 유연해질 필요가 있다. 우리가 예상치 못한 일이 일어날 경우에 적응할 태세를 갖추는 필요도 있다.

*차기 G-20 정상회의의 쟁점들.* G-20에 제기될 핵심쟁점들 중 하나는 정책공조의 문제이다. G-20은 세인트 앤드루스(St. Andrews) 재무장관회의에서 내놓은 성명에서 새로운 정책공조의 기본 틀을 제시했다. 한국이 주재할 11월 회의에서 그것이 결실을 볼 것이며, 이 회의에서 지도자들은 그들의 여러 정책의 조합 즉 *policy mix*를 조정할 필요가 있는지를 결정할 것이다. 거기까지 이르는 데는 많은 단계가 있을 것이다.

둘째 쟁점은 금융규제 구조를 강화하자는 제안이 충분한 추진력을 얻도록 하는 일이다. 금융시장이 안정되면서 현 상황에 안주하려는 움직임이 우려될 수 있다. 한국은 의장국으로서 필요한 규제개혁을 달성하는 추진력이 약화되지 않도록 해야 할 중요한 역할을 해야 할 것이다. 우리는 여기서 어떻게 금융기관들을 다루고 어떻게 도덕적 해이를 최소화할 것인지를 이야기했다. 나는 이것이 매우 중요한 쟁점이라고 본다. 이 밖에도 규제의 범위, 새로운 자본과 유동성 기준의 개발, *shadow banking system* 처리 등이 의제에 포함되어야 할 여러 개의 쟁점이 있다. 의장국으로서 한국은 이런 일이 진척되도록 만들어야 할 중요한 책임을 지고 있다.

**조윤제:** 차기 G-20의 정책 공조를 이야기 할 때 정책조합, “policy mix”란 말을 사용했는데, “policy mix”란 무슨 의미인가? 세계적 불균형 문제를 다루는 것인가?

**Barry Johnston:** 그것은 불균형보다 더 광범하다. 불균형 문제를 다루는 것이 정책공조의 목표 중 하나인 것은 분명하다. 합의된 목표는 균형있고 지속가능한 성장이다. 앞으로 3~5년 안에 G-20 국가 모두가 균형 있고, 지속가능한 고품질의 성장을 달성하는 일을 G-20가 어떻게 집단적으로 해낼 수 있느냐는 것이 논의의 초점이다. policy mix가 기대하는 것은 재정과 통화정책만 보지 않고 구조적 금융정책도 함께 살핀다는 것이다. 이것은 매우 광범한 의제가 될 것이다. IMF는 각국의 정책제안을 평가해 달라는 요청을 받았다. 작업 일정은 2010년 1월 말까지 각국의 정책제안이 우리에게 제출되고, 2월말에 우리는 G-20으로 돌아와서 이러한 policy mix의 일관성을 평가하여 policy mix에 있을 수 있는 불일치성에 대응하는 정책대안/입장대안을 내놓게 될 것이다. 이것은 내년 봄 IMF 정기이사회(회원국 재무장관회의)에서 논의될 예정이며, 궁극적으로 G-20의 가을 모임에 상정될 것이다.

**조윤제:** 다음 연사는 박원암 교수이다.

**박원암<sup>3)</sup>:** 나는 경제예측가가 아니기 때문에 세계 경기회복에 관한 첫째 주제는 능력 밖의 일이다. 신문과 경제 관련 유인물에서 읽은 것을 요약하면, 회복에는 V자형, U자형, W자형이 있다. 대부분의 사람들은 U자형 회복일 가능성이 크다는데 동의하고 있다. 그러나 한국을 포함한 대부분의 신흥경제의 경우는 V자형에 가깝다.

---

3) 홍익대 교수



실제로 매 4분기마다 한국의 성장전망은 계속 플러스의 방향으로 수정되었다. 예를 들어 올해의 경제성장은 마이너스가 아니라 플러스로 예측되고 있으며, 내년도 성장은 4%가 넘을 것으로 전망된다. 어떤 의미에서 한국은 V자형 회복을 따르고 있다.

이러한 유형의 회복은 한국과 다른 나라들이 실시한 비상 거시경제적 금융지원조치 때문이라는 것이 중론이다. 예를 들어 한국의 교수 중 한 분은 한국의 비상조치가 총 GDP성장의 4%에 상당한다고 추정했다. 1%는 이자율 인하와 통화팽창정책에서 오고, 나머지 3%는 재정팽창에서 온다는 것이다. 한국에서 재정팽창은 통화팽창보다 3배나 더 강하다. 그런 의미에서 다소의 약점이 있다. 재정팽창은 지속될 수 없다. 이미 내년부터 재정정책은 긴축으로 들어갈 것으로 예측되고 있다. 정부가 금년도와 같은 규모의 추경예산을 편성할 계획이 없기 때문이다. 내년도 재정성장은 금년에 비해 마이너스가 될 것으로 보인다.

둘째, 내년도 우리의 투자는 늘어날 것으로 예상된다. 그러나 시설이나 고정투자가 아닌 재고투자에 의해 촉진될 것이다. 그러므로 투자에 다소의 취약점이 있다.

다음에, 한국에서의 자본유입문제, 원화의 절상과 이에 따른 피해에 대하여 이야기하겠다. 이러한 상황에서 언제가 출구전략의 적기일까? 그렇다. 아무도 적기를 결정할 수 없다. 지난 주 G-20 재무장관회의는 내년 1월까지 국별 및 지역별 정책, 프레임워크, 프로그램, 그리고 전망을 내놓고, 내년 4월까지 국별 및 지역별 정책의 집단적 일관성에 대한 합동 상호평가 과정의 시작단계에 들어가기로 합의했다. 어떻게 그들이 집단적 일관성을 결정하고 평가할까? IMF가 몇 가지 지침을 내놓았고 나는 그것에 대하여 이의가 없다. 이 지침은 기본적으로

로 재정건전화와 유연한 통화정책이다. 문제는 어떻게 재정건전화와 유연한 통화정책의 적기와 전체적인 실시를 결정하느냐이다. 적절한 시기는 여전히 매우 논란의 여지가 많고, 내년도 G-20 회의에서 논의 될 것이다.

나는 출구전략의 적기에 대한 논의가 전세계의 환율정책에 집중되지 않을까 우려된다. 만일 통화재정정책이 아닌 세계적인 재균형이 쟁점이 되면 환율정책이 테이블을 차지할 것이다. 그러므로 나는 재정 및 통화문제보다 환율정책, 개입, 그리고 국내수요 정책이 주 쟁점이 되어야 한다고 생각한다.

이 문제는 한국은 물론 아직도 전세계에 매우 중요하다. 아시는 바와 같이 한국은 자본유입 문제로 상당히 어려움을 겪고 있다. 한국의 금융자본계정 흑자는 9월에 60억 달러였다. 금년 6월이래 금융자본계정 잉여금은 점진적으로 늘어났다. 이것은 dollar-carry-trade 때문이다. 김경수 박사가 강조한 것처럼, 한국경제의 신속한 회복전망이 나오면서 한국으로 막대한 경기순응적 자본유입이 이루어지고 있다. 이러한 상황은 한국 통화정책에 어려운 딜레마를 제기하고 있다. 예를 들어 한국은 회복의 초기에 몇 가지 딜레마를 만나곤 했다. 한국의 경제가 회복되기 시작하면서 외국자본이 유입되고, 원화는 절상되고 인플레이션은 나타나지 않는다. 중앙은행은 자본유입 문제 이전에 경제회복이 매우 신속했음에도 인플레이션과 관련하여 아무것도 할 수가 없었다. 나아가서, 만일 이자율을 올린다면 자본유입은 더욱 많아질 것이다.

이자율의 차이가 외환스와프 금리를 초과하기 때문에 자본유입 문제가 확대된다. 이런 유형의 일은 2년 전 한국에서 처음 있었고, 보다 최근에는 작년 초 리먼 브러더스의 붕괴 직후에 있었다. 한국은 자본

유입 속에서 통화긴축이라는 딜레마로 어려움을 겪어왔다. 나는 자본 유입의 문제는 신흥시장의 입장에서 G-20 회의의 가장 중요한 의제 중 하나가 되어야 한다고 생각한다.

*변덕스러운 자본움직임에 대한 처방은 무엇인가?* 이에 대한 대부분의 정책과 치유조치는 자본수용국가에서 이루어지지만 자본공여기관이나 국가에게도 일부의 책임을 물어야 한다고 생각한다. 예를 들어 고든 브라운 영국 수상은 지난 주 G-20 재무장관회의에서 토빈세(Tobin's tax)를 제안했다. 토빈세는 많은 문제를 가지고 있지만 나는 토빈세가 그린세(green tax)와 비슷하다고 본다. 그린세 아이디어가 나왔을 때 많은 사람이 반대했지만 그러나 요즘은 많은 사람들로부터 큰 호응을 얻고 있다. 자본유입의 문제와 herding과 같은 집단적인 비합리성을 생각해 보면 오염과 외부불경제에 대한 그린세처럼 토빈세도 다소의 혜택을 가져올 수 있을 것이다. 이런 종류의 아이디어는 논의되어야 할 의제 중 하나이다.

한국은 변덕스러운 자본이동으로부터 스스로를 보호하기 위해 외환축적에 의존하고 있다. 그러나 이것은 많은 왜곡을 낳고 막대한 비용이 든다. 나아가서 아시다시피 이것은 세계적인 균형개편에 도움이 되지 않는다. 우리는 선진국 은행대출의 경기순응성과 함께 개발도상국으로 유입되는 자본의 경기순응성에 대해서도 다소의 해결책을 찾아야 할 것이다.

**조윤제:** 박 교수께서 매우 훌륭한 토론을 해 주셨다. 잠재적인 환율 전쟁에 대한 지적과 통화정책의 딜레마는 매우 깊은 통찰을 보여 주었다고 생각한다. 박교수는 또 토빈세 문제를 제기했다. 많은 사람들이 이제 그것이 더 이상 타부가 아니며 이제 우리가 그것을 논의해야 한다고 말하고 있다. 나머지 발표를 듣고 나서 Johnston 씨에게 토빈세

문제에 대한 IMF의 입장은 무엇인지 물겠다. 다음 연사는 노대래 차관보이다.

**노대래4):** 오늘 나는 출구전략과 다음 G-20 정상회의의 의제에 대하여 이야기하고자 한다. 출구전략의 적절한 시기에 관하여 말한다면, 우리는 경기회복이 굳건히 자리잡은 후 출구전략을 실시해야 한다. 경기회복은 주로 민간부문에서 와야 한다. 최근 세계적으로 경기가 회복되는 징후가 있음에도 불구하고 선진경제의 둔화 가능성, 지속되는 금융긴장, 유류가격의 인상 등 위험요소를 고려할 때 현재의 팽창적 거시경제정책 기조는 당분간 유지되어야 한다.

나는 지속적인 경기회복이 확실해질 때까지 강력한 정책대응을 유지한다는 피츠버그 G-20 정상회담의 공약을 지적하고자 한다.

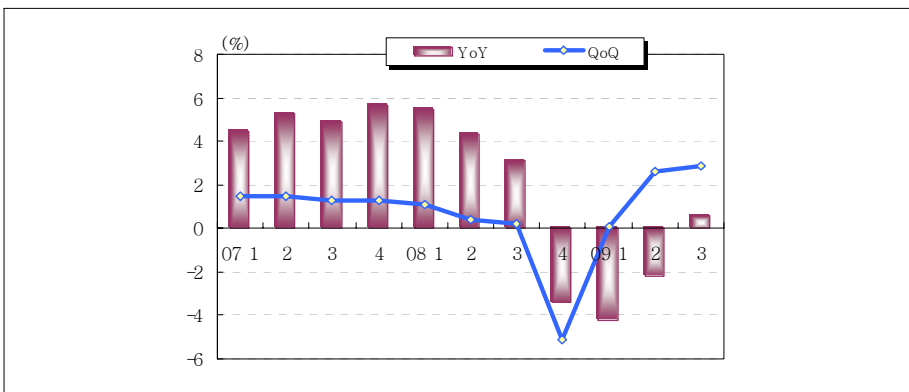
국제적인 공조는 매우 중요하다. 집단적인 최적화가 개별적인 최적화보다 더 우수할 것이다. 우리는 개인적인 근린공핍화정책이 경기침체를 가속화시켰던 대공황을 기억하고 있다. 그러나 공조는 획일적인 집행을 의미하지 않다. 개별국가는 그들만의 시기를 선택할 수 있다. 그 순서는 상황에 달려있다. 긴급히 재정건전화의 필요할 때, 인플레이션 압력이 약할 때, 그리고 자산거품의 가능성이 낮을 때 통화완화책으로 재정적 출구에서 오는 충격을 흡수하도록 하면서 재정적 부양책을 먼저 풀 수 있다. 다른 한편, 인플레이션 압력과 자산거품이 있지만 재정적으로 건전할 때는 통화정책에서 출구전략을 먼저 실시할 수 있다. 각 정책의 지속기간도 고려해야 한다. 예를 들어, 재정적 기조는 정상적으로는 일 년에 한번 정해지지만 통화정책은 보다 유연한 방식으로 바꿀 수 있다. 잠정적 조치는 그것 나름의 시간표를 갖고 있다.

정책조합을 먼저 바꾸는 것이 좋을 것이다. 예를 들어, 중앙은행은 이자율을 올리기 전에 그 포트폴리오를 바꿀 수 있다. 재정정책에서 우리는 장기 프로젝트 지출을 줄이고 그 돈을 일자리 창출에 쓸 수 있다.

출구전략을 실시할 때 두 가지 위험의 균형을 유지해야 한다. 너무 이르면 경제회복을 해칠 수 있고, 너무 늦으면 인플레이션과 자산거품을 야기할 수 있다. 한국정부는 기회가 있을 때마다 출구전략에 대한 입장을 밝혔다. 몇 가지 지표를 검토해 보면 한국에서 출구전략을 실시하기에는 아직 이르다. 몇 가지 경제지표에 근거하여 왜 적기가 아닌지를 설명하고자 한다. 이 지표는 GDP, 민간투자과 고용, 물가, 자산거품과 투기, 그리고 국제적 공조에 관한 것이다.

경기회복이 힘을 얻는 것처럼 보이지만 민간투자과 고용은 활력이 없다. 인플레이션은 안정되었고 자산거품의 위험은 낮다. 국제적인 공조는 여전히 팽창기조를 향해 있다. 그러나 민간부문의 자력에 의한 경기회복의 탄력은 아직 약하고 불확실성이 지배하고 있다.

〈GDP 성장〉

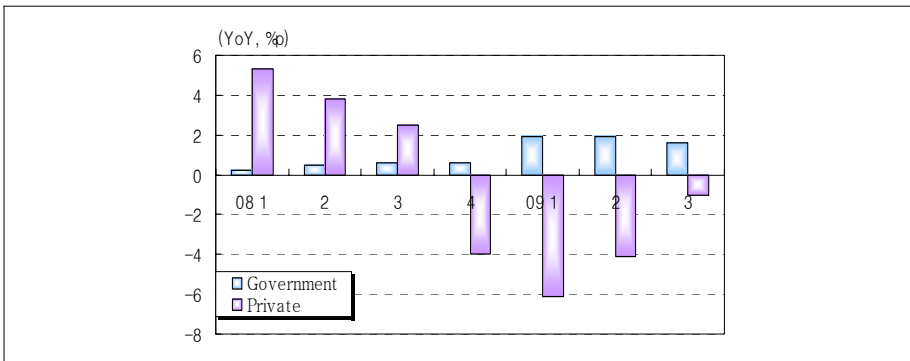


GDP는 2/4 분기에 2.6% 늘었고, 3/4분기에는 2.9%늘었다. 연간으

로 환산하면 11~12% 성장이다. 그러나 민간부문의 GDP 성장기여는 여전히 마이너스이다.

아래의 표에서 민간부문의 기여를 가리키는 막대그래프는 1/4분기에 바닥 밑으로 떨어졌지만 매우 빠르게 회복되고 있다. 그러나 그것은 주로 새 차를 구입하는데 세금 인센티브를 주었기 때문이며, 이러한 조치는 금년 말에 끝난다. 정부의 기여를 가리키는 막대그래프는 1/4분기와 2/4분기에 1.9였지만 3/4분기에는 1.6으로 줄었다. 1/4분기 이후 재정지출이 줄면서 정부의 기여는 더 줄어들 것이다.

〈GDP 성장 기여도〉

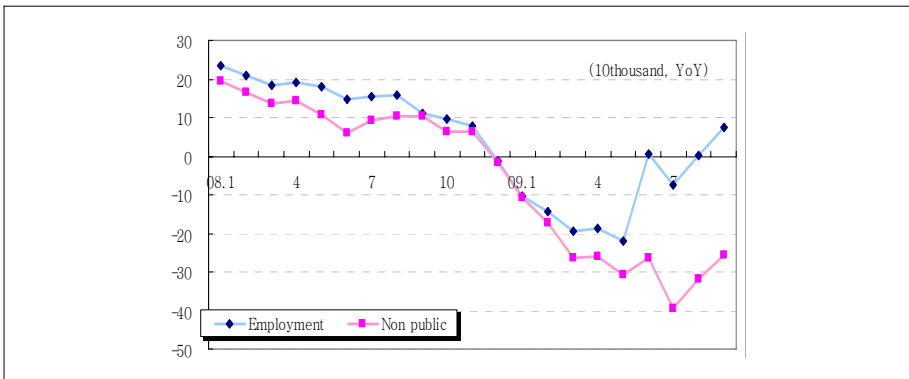


민간의 투자는 마이너스 영역에 머물러 있다. 고용은 정부 이니셔티브에 크게 의존하고 있다. 공공부문이 배제되면 창출된 일자리 수는 9월에 마이너스 250,000개이다.

“고용을 추세”표에서 각각의 선은 공공부문의 일자리 창출을 나타낸다. 정상적인 공공부문의 일자리 창출은 7,000 내외였지만 그것이 32,000으로 늘어났다. 공공부문 고용은 이번 12월에 정상으로 돌아갈 것이며, 일자리 창출은 마이너스로 돌아서게 될 것이다.

인플레이션은 연간 3% 이하로 안정되었다. 물가하락의 배후에는 원화강세와 디플레이션 아웃풋 갭이 있다. 그러나 유류와 원자재가격이 오르는 것을 볼 수 있다. 한국은 유류와 원자재에 크게 의존하고 있기 때문에 이러한 가격상승은 회복의 속도를 둔화시킬 수 있다. 9월 중순 이래 주식시장과, 특히 부동산시장이 안정되었다.

〈고용률 추세〉



끝으로 국제적인 공조가 여전히 팽창적 스탠스를 향하고 있음을 고려할 때 이 시점에서 한국에서 출구전략을 실시하는 것은 너무 이르다는 것이 분명하다.

### G-20 정상회의 의제

내년에 위기가 완화될 것이기 때문에 위기 이후 세계경영이 G-20 정상회의의 주 의제가 될 것이다. 회복을 지속하고 성장잠재력을 증진하기 위한 정책공조도 중요한 의제가 될 것이다. 금융시스템의 개혁에 대한 논의는 많은 진척을 보았으며, 이제 G-20 회의에서 마무리를 지어야 할 때이다.

개발도상국과 최저산업화국을 어떻게 지원할 것인지 심도있는 논

의가 있어야 할 것이다. 한국은 G-20을 주재하는 첫 신흥국으로서 선진국과 개발도상국 사이의 교량역할을 해야 할 것이다.

**조운제:** 발표에 감사 드린다. 보여주신 슬라이드는 우리의 토론에 매우 도움이 되었다. 마지막 연사는 Mr. Dobbs이다.

**Richard Dobbs<sup>5)</sup>:** 3가지 주요 분야에 대하여 이야기하겠다. G-20 국가들의 위기대처에 대한 평가, 그동안 무엇을 했는지에 대한 평가, 미래예측에 대한 앞으로의 전망조망, 그리고 이것이 G-20에 주는 의미이다.

한국과 G-20는 위기와 관련한 단기적 성과 문제에서는 훌륭한 일처리를 해 왔지만, 이렇게 한국과 G-20가 거둔 성과수준을 지속적으로 발전시켜 나가는 소위 경제의 건강 문제와 관련해서는 해야 할 일이 많다. 이런 진단을 고려할 때, 나는 IMF와 IGE가 이번 회의를 마련한 것에 각별한 축하의 뜻을 전하고자 한다. 이 회의는, G-20가 어떻게 회복의 추진력(momentum)을 유지할 수 있을 것인지를 생각해 볼 기회이기 때문이다.

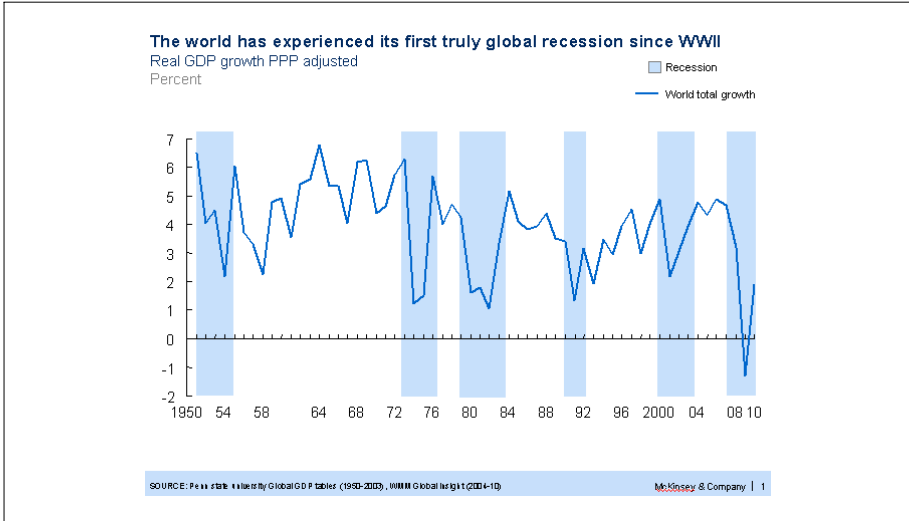
G-20는 이미 할 만큼 하지 않았느냐는 이야기가 나오기 시작하고 있기 때문에 나는 이 일이 매우 중요하다고 생각한다. “G-20는 1년에 단 한번 만나야 하나?” “G-20는 대통령보다 재무장관과 부총리들이 더 나서야 하는 것이 아닌가?”라는 물음이 나오고 있다. 그러나 나는 G-20가 다루어야 할 필요가 있는 문제들이 이번 위기 못지않게 중요하거나 또는 더 중요하다고 생각한다. G-20는 이러한 단기적 위기대처에서 벗어나 장기적 성장과 번영을 결정할 문제들을 다루어야 한다.

---

5) 맥킨지글로벌연구소(MGI) 소장



〈도표 1〉



세계경제의 몇 가지 국면을 살펴보자. 세계경제는 2차 대전 이후 처음으로 큰 경기침체를 겪었다(도표 1). 유류가격 쇼크와 같은 종전의 전세계 경제를 경기침체로까지 몰고 가지는 않았다. 금융시장과 무역상품의 세계화가 이번 위기에서 경기침체를 가져왔다. 우리는 이를 훌륭하게 잘 극복했다. 우리가 완전히 극복한 것은 아니지만, 우리는 세계적으로 공조된 거대한 경기부양 프로그램을 성공시켰다. 우리는 보호주의로 미끄러져 들어가지 않았다. 바로 이것만으로도 우리는 G-20에게 “잘했다”라고 말해야 할 것이다. 사태는 더 악화될 수 있었다. 2차 대전 전에 일어났던 몇몇 위기가 보여주듯, 이 사태는 훨씬 더 악화될 수도 있었다. G-20의 정부들이 함께 일을 하기로 한 것은 매우 잘한 일이다.

한국도 참 잘했다. 한국은 지금 가장 빨리 성장하는 OECD 비(非) 신흥국 G-20 국가이다. 비신흥 시장 G-20 국가 중 가장 빨리 성장하고 있다. 나는 이 좋은 소식의 일부는 능력에 기인하고, 일부는 우연한

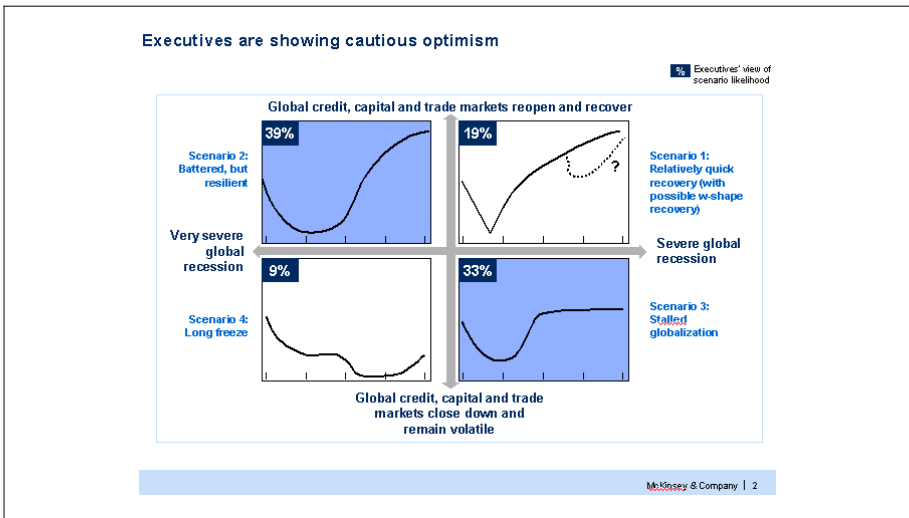
상황에 바탕을 둔 것이라고 생각한다. 그 능력은 재정적 부양책과 금융부문에 대한 지원, 그리고 위기 이전의 높은 건전성에서 나왔다. 우연은 지난 10월 한국 원화의 평가절하에서 왔는데, 특히 일본 엔화가 특히 강세였을 때 이 일이 일어났다. 여러분은 엔화/원화 환율변동을 눈여겨보지 않았겠지만, 어느 시점에서 그것은 8에서 16으로 올랐다. 이것은 대규모 제조업을 가진 산업체에게는 엄청난 경쟁력의 획득을 뜻한다. 월스트리트 저널의 계산에 의하면, 지난 4분기에 삼성전자는 9개 일본 가전산업체의 이익을 합친 것보다 2배나 많은 이익을 냈다. 이것은 무엇보다도 이러한 원화 평가절하 때문이다.

한국의 은행부문에서 유동성 불일치(mismatch)가 빚어져서 이러한 통화붕괴가 일어났다. 그러나 이것은 한국에 엄청난 우발적 혜택을 주었다. 내가 이 말을 하는 것은 세계적 위기가 일어났을 때 통화가 자동적으로 평가절하되도록 하여, 수출을 통해 위기에서 빠져 나올 수 있도록 약간 불안정한 은행시스템을 갖도록 각국에 자문하라고 맥킨지나 IMF에 제안하려는 것은 아니다. 그러나 돌이켜 보건대, 통화가치 하락을 초래한 은행부문의 문제들이 한국에게는 상당한 이익이 된 것이다.

이제 앞으로 무슨 일이 일어날 것인지를 이야기 해보자. 맥킨지는 세계경제의 모델을 만들려는 의도는 없었고, 단지 기업간부들에게 무엇을 생각하느냐고 물었으며, 앞으로 세계가 어떻게 진전되어 되어 갈 것인지에 대한 여러 가지 상이한 시나리오를 제시했다. <도표 2>의 숫자는 각 시나리오의 가능성에 대한 기업간부들의 평가를 나타낸다. 이 조사는 몇 달 간격으로 거듭 실시되었으며, 조사결과 기업간부들의 신뢰가 개선되고 있음을 뚜렷이 보여주었다. 아직도 상당히 많은 사람들이 앞으로 우리가 저성장 시대에 갇히게 될 것이라고 우려하고 있다. 그러나 기업간부들의 신뢰는 개선되고 있다. 이러한 신뢰는 매우

중요하다. 기업의 간부들의 신뢰는 투자활동을 촉진하기 때문이다.

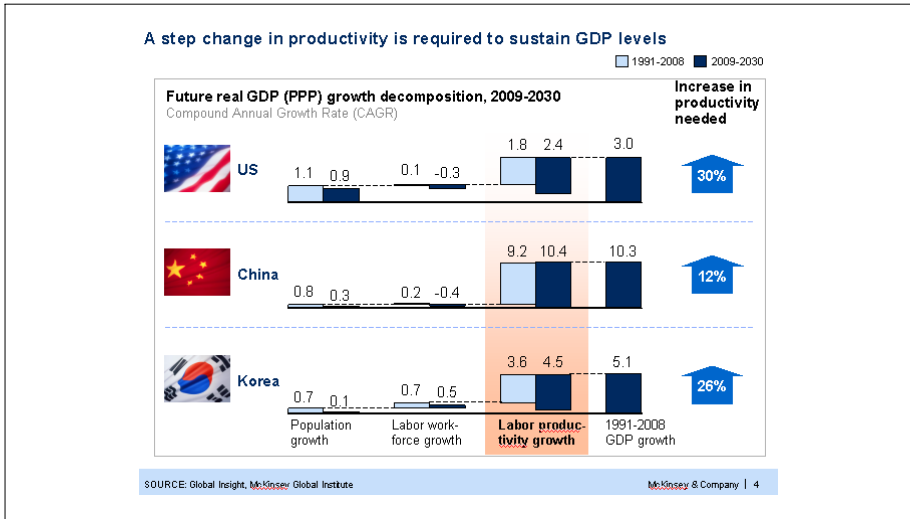
〈도표 2〉



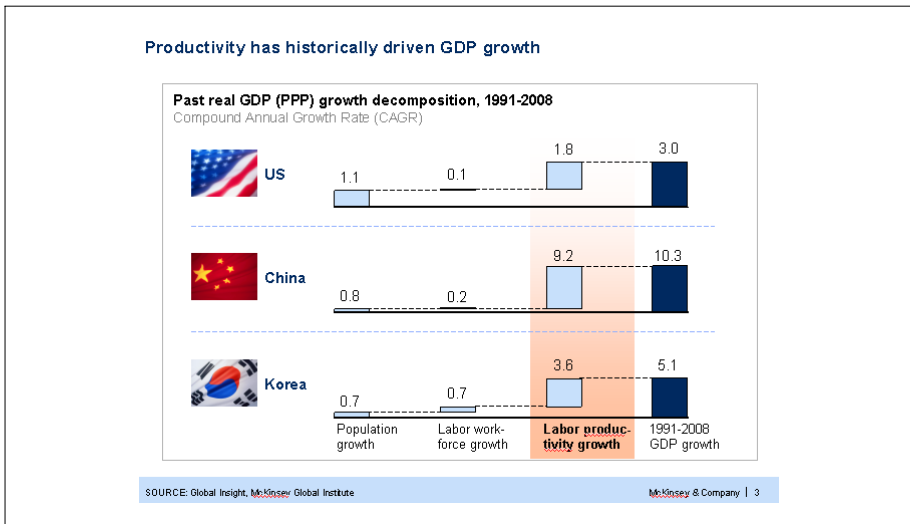
그러나 세계경제에 몇 가지 문제가 생기고 있다.

1. **인구통계.** 경제성장은 인구통계의 변화 생산성에 의해 추진된다. <도표 3>은 1991년 이후 미국, 중국, 한국이 역사적으로 어떻게 성장을 이루었는지를 보여준다. 문제는 미래를 전망할 때 나타난다. 인구통계의 변화가 앞으로는 성장달성에 큰 도움이 안 된다는 것이다(도표 4 참조). 미국, 중국, 한국의 인구통계는 악화되고 있으며, 일본과 유럽연합은 더욱 나쁠 것이다. 세계경제가 지난 15년간 달성한 경제성장과 같은 수준을 달성하려면 지속적으로 생산성을 증가시키기 위한 보조의 변화가 필요하다. 미국은 30% 더 높은 생산성, 인구구조가 덜 문제가 되는 중국은 12% 더 높은 생산성의 성장이 지속되어야 하며, 한국의 경우는 26%이다. 인구통계의 변화는 우리에게 도움이 되지 않을 것이며, 우리는 생산성을 더 높일 필요가 있다.

<도표 3>



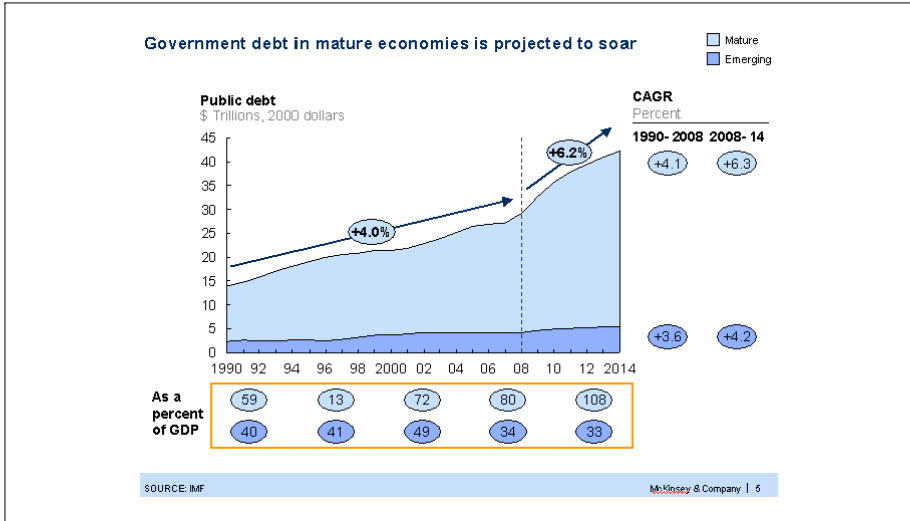
<도표 4>



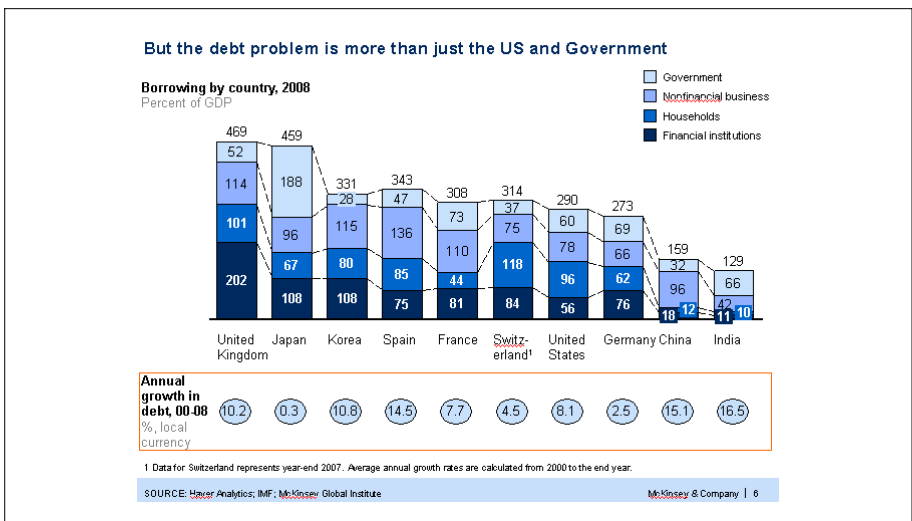
2. 부채와 부채감축. <도표 5>는 정부부채 증가에 대한 IMF의 전망을 보여준다. 보시다시피 정부부채는 상당히 늘어났다. 그러나 정부

부채에만 문제가 있는 것은 아니다. 우리는 세계경제 전체에 걸친 부채문제를 갖고 있다. <도표 6>은 세계적 주요국 부채의 추정치를 보

<도표 5>



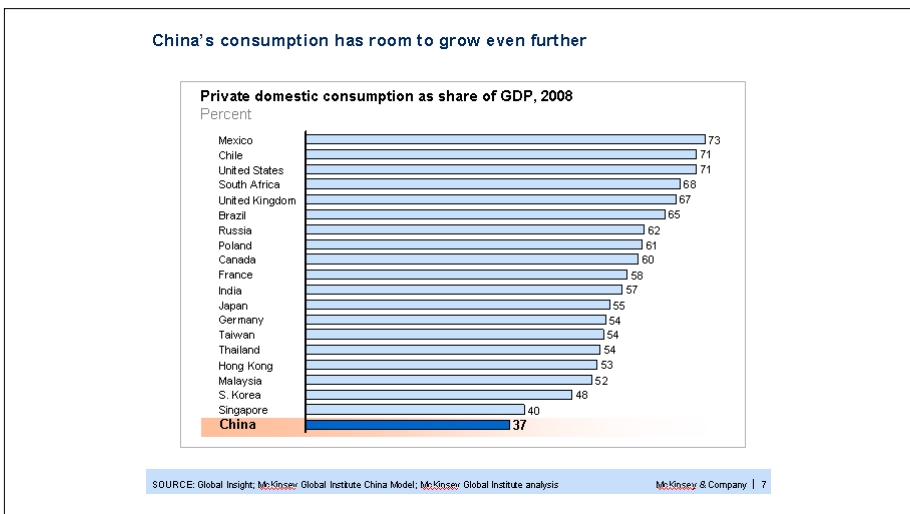
<도표 6>



여주고 있다. 보시는 바와 같이 영국, 일본, 스페인, 한국이 최고 수준이다. 부채는 미국만의 문제가 아니고, 금융부문만의 문제도 아니다. 과거에 일어난 여러 금융위기를 보면, 대부분의 경우 위기가 지난 후 각 경제는 대폭적으로 부채를 감축해나갔으며, 그 결과 여러 해 동안 저성장을 감수해야 했다. 우리는 이 위험을 감소시킬 방안을 마련할 필요가 있다.

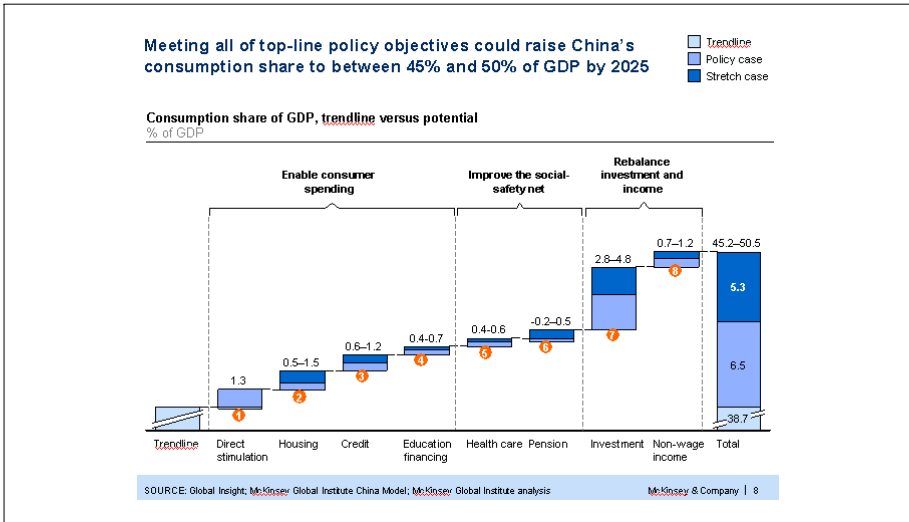
3. **소비실종**. 성장하는 경제권에서 소비가 늘어나야만 나머지 세계도 성장을 하는데, 그런 일이 일어나지 않는 것이 문제이다. <도표 7>은 중국이 GDP의 얼마나 작은 몫을 소비하는지를 보여주고 있다. MGI는 36% 내외인 중국의 35~37% 수준의 소비를 다른 아시아 국가와 비슷한 수준으로 올리려면 바꾸려면 어떻게 해야 할 것인지를 살펴 보았다(도표 8). 공급측면에서 많은 조치가 이루어져야 한다. 이것은 소비자들에게 더 소비하라고 권장하는 문제가 아니다. 소비가 다른 부문에 의하여 밀려나지 않도록 해야 할 필요가 있다. 돈을 쓰는 것이

<도표 7>



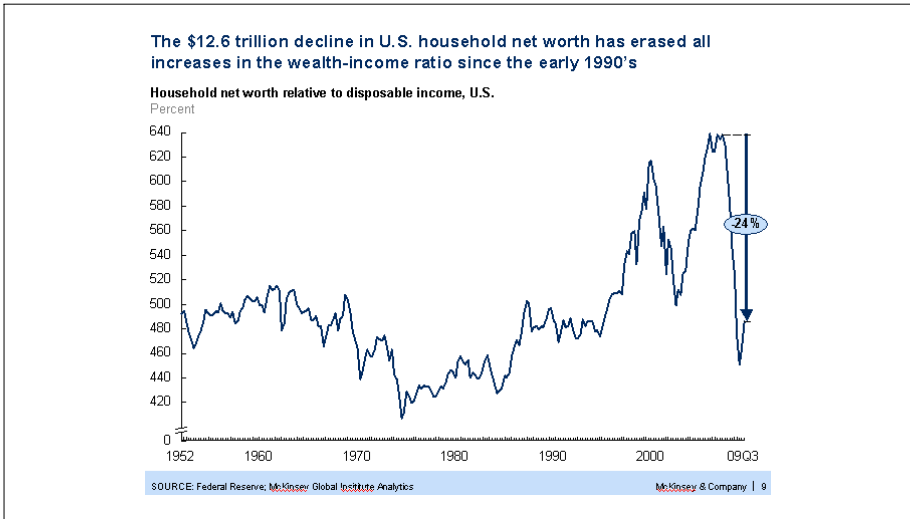
쉽도록 만들어 주는 것이 중요하다. 예를 들어, 중고차 시장이 없다는 것은 사람들이 자동차에 돈을 덜 쓴다는 것을 뜻한다. 왜냐하면 사람들이 중고차를 수입이 적은 사람에게 팔고 새 차를 사는 대신, 그 자동차가 완전히 닳아 망가질 때까지 쓰기 있기 때문이다. 소비에서 이러한 변화를 일으키려면 중국 전역에서 공급자 측면의 조치가 많이 이루어져야 한다.

<도표 8>



4. 부의 손실. <도표 9>는 가처분소득의 백분율로 본 미국 가계의 순 부의 가치이다. 오늘날의 부의 수준은 1960년 수준으로 뒷걸음쳤다. 보통 40~50대가 되면 저축률이 오르게 마련인데 베이비부머들의 경우는 오르지 않고 있다. 그들의 재산수준은 상당히 낮아졌다. 이것은 문제를 일으킨다. 우리가 은퇴비용 부담을 소비자에게 넘겼는데, 소비자는 그들의 은퇴비용을 덜 부를 갖고 있지 않기 때문이다.

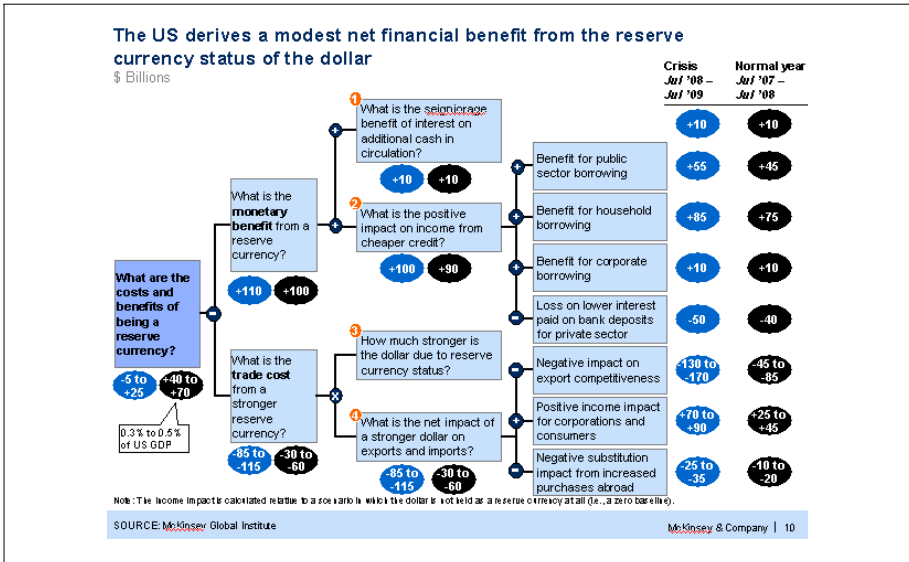
〈도표 9〉



5. 준비통화, 달러화, 그리고 통화안정. 미국은 달러화가 준비통화가 되었기 때문에 혜택을 보고 또 손실도 겪고 있다(도표 10). 표의 아래쪽에서 보듯이, 달러가 준비통화가 되었기 때문에 환율이 높아져서 미국은 제조업에서만 연간 1천억 달러까지 손실을 입을 수 있다. 미국정부는 돈을 더 싸게 빌리고 화폐주조 차익을 거두는 혜택을 누리지만 미국의 제조업은 1백만 개의 일자리에 해당하는 손실을 입고 있다. 강한 달러가 그대로 유지되거나 더 강해진다면, 실업이 계속 늘어나고 있는 상황에서 달러가 준비통화 역할을 하기 때문에 빚어지는 이런 일자리 감소를 미국 국민이 그대로 용인할 것인지 의문이다. 국가는 총체적으로 혜택을 보지만 앞으로 수년 안에 미국내의 일부 집단에서 “달러화가 계속 준비통화가 되는 것을 원치 않는다”는 소리가 높아질 수 있다. 복수의 기축통화체제로의 이행은 통화불안정성을 더욱 증가시킬 수 있다.



<도표 10>



이상은 세계경제에서 일어나고 있는 여러 문제 중 일부를 간략히 요약한 것이다. G-20가 힘을 합쳐 해낼 수 있는 일은 많이 있다. 위기가 회원국들을 모이게 하고 함께 일하도록 만들었다. 실질적인 일을 함께 함으로써 G-20는 목표의식을 갖게 되었다. 내년(2010) 한국과 캐나다가 해야 할 핵심 포인트는 “됐다. 이제 우리는 위기에 대처하면서 추진력을 얻었으므로 이제 위기 이후의 세계에 대처하도록 하자.”라고 말하는 것이다. 우리가 살펴 본 이러한 세계적 추세 중 일부는 금융위기 중에 일어난 일들보다 실질적으로 우리의 장기적인 번영에 훨씬 더 영향을 미친다.

G-20는 이러한 장기추세의 일부에 대하여 생각하고 새로운 G-20 시대로 이행할 필요가 있다. 위기 이후의 G-20는 이러한 장기적인 문제들을 다룰 필요가 있다.

첫째, 예를 들어 생산성 성장을 이룩하기 위한 보조변화를 이루기 위해 G-20는 무엇을 해야 할 것인가? 생산성을 개선하기 위해 각국은 정부와 사회부문이 일하는 방식을 어떻게 바꿀 것인가? 예를 들어 정부는 교육 등이 제구실을 하도록 하기 위해 어떻게 해야 하는가? 어떻게 고령화 인구를 위한 의료보험을 제대로 제공할 것인가? 우리가 생산성에서 20%나 30%의 변화를 달성할 수 있다면 우리는 같은 수준의 성장으로 되돌아 갈 것이다. 그렇지 않으면 우리는 범세계적으로 낮은 수준의 성장을 감수해야 할 것이다.

G-20가 생각할 필요성이 있는 둘째 분야는 전반적인 세계적 금융 구조이다. 나는 이미 연금문제에 대하여 이야기했다. 사람들의 연금을 살펴볼 때 큰 문제점은 그들의 연금투자 수익 중 수수료로 먹혀버리는 부분이다. 사람들의 연금 항아리에 충분한 돈이 있는 것도 아닌데 그나마 나오는 수익의 큰 몫이 수수료와 비용으로 먹혀버리는 것이 근본적인 문제다. 나는 연금을 선별하고 보다 장기적 투자사업에 자본을 마련하는 길이 있다고 생각한다. 은행부문에서 거액의 자본을 마련하는 것이 더욱 어려워지고 있으므로 우리는 더 장기적 기반에서 자본을 마련하는 다른 방법을 찾아야 한다. 동시에 새로운 국제금융질서 재설계의 일부로서 또는 이른바 Bretton Woods II로서, 통화휘발성(currency volatility) 문제가 있다. 큰 폭의 통화변동에 대처하면서 기업을 운영하는 것은 매우 어려운 일이다. 여러분이 바라는 유형의 결정은 매우 어려울 것이다. 이것을 다루는 방법은 무엇일까? 토빈세인가? 기축통화를 바꾸는 것인가? 통화를 안정시킬 수 있도록 준비통화를 더 늘리는 것인가? 이런 것들이 G-20의 또 다른 의제이다.

G-20의 셋째 문제는 G-20가 어떻게 함께 일하느냐 하는 것이다. John Palmer 씨는 발표를 통해서 공동규제감독단과 감시단의 합동업무 방안에 대하여 많은 이야기를 했다. 절차도 숫자만큼 중요하다.

G-20가 절차의 일부를 설계만 한다는 것에는 다소 큰 근본적인 문제가 있다고 생각한다. 그들은 OECD의 역할에 대하여, IMF 역할에 대하여, G-8의 역할에 대하여, UN의 역할에 대하여 생각해야 하며, 국가들이 함께 일해 나갈 이러한 절차의 일부를 설계해야 한다.

요약하면, 세계는 이번 위기에 훌륭하게 잘 대처했다. G-20는 우리가 문제의 해결사를 필요로 할 때 해결사 역할을 할 수 있음을 보여주었다. 그러나 이 위기는 우리가 지난 20년간 대처해야 했던 고령화, 저축의 부족 등 일부 장기적 문제에 비교할 때 경미한 것이다. 우리는 이러한 문제들에도 대처해야 한다. 우리는 G-20를 위기에 대처하기 위한 기구에서 이러한 장기적 문제들을 다루는 기구로 새로 자리매김할 기회를 맞았다. 이번 위기가 아니라 이러한 장기적 문제에 우리가 어떻게 대처하느냐가 실질적으로 우리의 장기적 부와 번영을 결정할 것이다.

**조윤제:** 5명의 패널리스트 모두로부터 내년도 G-20회의에 대한 여러 가지 훌륭한 제안들이 나왔다. 우리는 이러한 제안들을 잘 챙겨서 내년도 회의를 준비하는 한국의 당국자에게 전달할 것이다. 패널리스트 대부분이 출구전략을 시작하는 것은 시기상조라고 생각하는 것 같다. 패널리스트 모두가 우리에게 신중할 것을 당부했다.

통계학에서 우리는 제1유형의 오류와 제2유형의 오류에 대하여 배웠다. 정치적인 결정은 언제나 유형I이나 유형II의 오류에 노출되어 있다. 유형I의 오류는 그것이 진실일 때 歸無假說을 거부한다. 유형II의 오류는 그것이 허위일 때 歸無假說을 받아드린다. 돌이켜 보면 IT거품이 붕괴되었을 때나 9/11 때 주요 국가들의 정책대응은 아마도 유형II의 오류였을 것이다. 이 두 사건의 영향은 것처럼 크지 않았을지 모른다. 그러나 우리는 강력한 팽창적 정책 대응으로 대처했으며, 그 결

과 나중에 거품을 만들었다. 이제 우리 모두는 우리가 유형I의 오류를 피했다는데 의견을 같이하고 있는 듯하다. 패널리스트들에게 묻겠다. “금융위기와 관련하여 유형II의 오류 개연성은 얼마나 큰가?” 내일 금융통화위원회 모임이 있다는 것을 알기에 이와 관련한 의문을 가지고 있다. 만일 여러분이 중앙은행 총재라면 여러분은 내일 아침 어떤 결정을 내릴 것인가? 끝으로 나는 Johnston 씨로부터 토빈세에 대하여 듣고 싶다.

**Barry Johnston:** 오늘 말하는 것은 개인의 의견이라는 것을 말하고 싶다. 왜냐하면 G-20가 IMF에게 다음 모임을 위해 세금제도에 관한 제안을 준비해 달라고 요청을 했으므로 IMF가 다음 회의에 내놓을 것들에 대하여 내가 미리 왈가왈부하기를 원치 않기 때문이다. 토빈세에 따르는 어려움은 많은 거래세의 경우와 마찬가지로 조세회피 문제이다. 특히 금융활동과 관련한 이러한 세금은 비교적 쉽게 빠져나갈 수 있다. 이론적으로는 좋을지 모르지만 시행하기는 극도로 어렵다. 특히, 거래 상황에 대하여 그것이 무엇이며 어떻게 구현되고 어떤 거래 이어야 하는가에 대한 국제적인 합의가 필요하다. 왜냐하면 그것이 국경을 넘어 규제차익을 통해 교묘히 회피하기 때문이다. 거래가 가상계임을 통해 이루어질 우려가 있다는 기사를 읽은 적이 있다. 그것은 실제로 돈 거래는 아니지만, 그들이 가상현실에서 이러한 은행거래를 한 것이며, 규제자는 이것이 정상적인 지불시스템의 메커니즘을 교묘히 회피하고 있지 않은지 우려하게 된다. 이러한 속임수가 일어날 여지는 매우 크며, 이 경우 그것이 큰 문제이다.

유형II 오류에 관련하여, 만일 부양책이 너무 일찍 중단되면 우리는 다시 더블 덩으로 되돌아갈 것이며, 금융시스템에 다른 문제들이 다시 생길 수 있다는 심각한 우려가 있다. 이때 우리가 어떻게 정책대응을 하겠는가? 이 위기에 부역의 싱크대를 있는 그대로 이미 내다 버렸다

고 해야 할까? 각종 보장과 자본과 재정적인 것들이 담긴 채로 경기부양책을 너무 일찍 중단하여 경기침체 불안으로 되돌아간다면 우리에게 남겨진 것은 제한된 정책수단밖에 없다. 그 때문에 나는 이 경우 유형II의 측면에서 잘못을 저지르는 것이 더 나은 정책대응이라고 생각한다. 다시 말하면, 어떤 시점에서 균형이 바뀔 것임을 우리가 명심할 필요가 있지만 우리가 이미 그런 시점에 있다고 생각하지 않는다.

**Richard Dobbs:** 나는 그것에 동의하지 않는다. 우리는 가능한 한 빨리 부양책 패키지를 중단해야 한다고 생각한다. 이 부양책 패키지를 중단하는데 필요한 시간이 매우 길기 때문이다. 우리가 지금 수도꼭지를 잠근다 해도 그것이 시스템을 통하여 작동되는 데는 다소의 시간이 걸린다. 부양책 패키지가 시행되는 동안 부채는 계속 크게 늘어난다. 재정부양책 시행에서 오는 부채증가는 연쇄효과를 가져온다. 셋째 코멘트는, 스위치를 내리고 경제가 다소 둔화되어도 중국의 성장에 관한 다른 일이 많이 일어날 수 있으며, 우리는 어쨌든 인플레이션 위험을 맞게 될 것이다. 그러므로 너무 늦게 스위치를 내리면 인플레이션 때문에 경제를 약화시킬 위험이 있다는 것을 의미할 수 있다. 우리가 더블 딥을 만날 위험이 있다는 것을 나도 깨닫고 있지만 이처럼 부채 부담이 쌓이고 있다. 나는 또 출구전략 시기가 나라에 따라 다를 수 있다고 생각한다. 한국의 경우라면 지금 스위치를 내릴 것이다. 유럽의 일부에서는 조금 천천히 내릴 것이다. 미국이라면 더 빨리 내릴 것이다.

**현오석:** 조 교수께서 유형I과 유형II의 오류를 논하면서 흥미 있는 지적을 했다. 그것보다 우리는 위험의 비용을 비교하는 것이 좋을 것이라고 생각한다. 조기 출구정책에는 이른바 더블 딥 또는 높은 실업의 위험이 따를 수 있으며, 너무 늦은 출구전략은 자산거품과 더 높은 부채비율을 초래할 수 있다. 현재 한국의 실업문제는 인플레이션 문제

보다 더 심각하다고 생각한다. 이는 우리가 출구정책을 채택할 때 매우 조심해야 한다는 것을 의미한다.

우리는 수요측면에 대하여 이야기를 했다. OECD를 포함한 일부 연구에 의하면 위기 이후 잠재적 성장에 다소의 감소가 있을 것이라고 했다. 이것은 우리가 위기 이후에도 공급 측면에 주목을 하고 어떻게 생산성을 개선할 수 있는지 살펴야 한다는 것을 뜻한다.

**박원암:** 토빈세를 옹호하는 것은 아니지만 내가 앞서 말한 바와 같이 토빈세는 그린세와 같은 것이다. 우리가 어떻게 오염에 세금을 부과하겠는가? 모두가 오염세를 회피할 것이다. 정말 어려운 일이지만 토빈세를 추진하는 방법은 있다.

유형I 및 유형II 오류에 대해서 말한다면, 우리는 어떤 것이 유형I이고 유형II인지 알 수가 없다. 왜냐하면 우리는 어떤 것이 맞는 가설인지 모르기 때문이다. 정책수립에 다소의 혼동과 문제가 있을 수 있지만 기본적으로 우리는 한국은행의 인플레이션 타게팅을 믿는다. 우리의 인플레이션 타게팅 시스템은 매우 훌륭하다. 인플레이션 타게팅으로 한국은 유형I과 유형II의 오류를 제거할 수 있다고 생각한다.

# 축 사

사 공 일\*

먼저 이처럼 시의 적절한 컨퍼런스를 마련하고 후원해주신 세계경제연구원, 국제통화기금(IMF), 그리고 신한은행에 축하의 말씀을 드립니다. 이렇게 귀빈들을 모시고 연설을 하게 되어 정말로 큰 영광입니다.

작년 세계경제연구원과 국제통화기금이 공동으로 주최했던 컨퍼런스에서 축사를 한지 1년이 지났습니다. 당시 많은 전문가들이 세계경제가 대공황에 머금가는 장기침체에 빠질 가능성에 대해 우려했습니다.

하지만 다행스럽게도 현재 세계경제가 많이 호전되었습니다. 여기에 계신 여러분 대부분이 국제공조 노력이 이러한 차이를 만들었다고 인정할 것이라고 봅니다. 물론 G-20 정상회의가 국제 공조의 중심에 있었으며, 지금도 여전히 그렇습니다.

지난 2009년 9월 Pittsburgh에서 개최된 G-20 정상회의에서 정상들은 G-20를 국제경제협력의 주 논의의 장으로 합의했습니다. 정말이지 국제경제 governance의 역사적 사건이었습니다.

사실상 정상들이 G-20 정상회의를 매년 개최하기로 하여 G-20을 제도화하였습니다. Washington DC에서 첫 G-20 정상회의가 개최되

---

\* 대통령 직속 G-20 정상회의 준비위원회 위원장

던 2008년 11월 15일 Washington Post지는 이를 “G-20 정상회의가 역사적 힘의 이동을 상징한다”는 헤드라인을 게재했던 것을 기억합니다. 더 정확히 말씀드리자면 이미 발생한 힘의 이동을 특히 G-7이 분명하게 인식했다는 표시입니다.

어쨌든, G-20가 앞으로 세계경제를 이끌어갈 비공식 글로벌 운영 위원회의 역할을 해나갈 것입니다.

오늘날 우리는 심화된 글로벌 시대에 살고 있습니다. 그러므로 주요 경제이슈를 다루는데 있어서 국제적 정책공조 노력이 필요합니다.

또한 Pittsburgh 정상회의에서 G-20 정상들은 한국이 2010년 G-20 정상회의를 개최하는데 합의했습니다. 최초로 신흥경제국인 한국이 G-20 정상회의를 개최하게된 바 이 결정은 더 큰 의미가 있습니다.

한국이 선진국과 개도국 및 신흥국 간에 가교 역할을 하기에 적절한 입장에 있다는 것은 의심의 여지가 없습니다. 비록 한국이 현재는 OECD 회원국이지만, 아직 가장 최근의 개발경험을 가지고 있고 또 개발의 고통과 고민을 생생하게 기억하고 있기 때문입니다. 따라서 한국은 개발도상국과 쉽게 연결 지을 수가 있습니다. 둘째로, 최근에 한국은 스스로의 실수로 인한 금융위기를 겪은 바 있고 또 위기를 겪었던 다른 나라들보다 더 빠르고 성공적으로 위기를 극복한 경험도 있습니다. 자연적으로 한국은 신흥국이나 개도국이 금융위기를 타개해 나가는 데 있어 공유할 것이 많습니다.

이러한 이유들 때문에, 개발도상국들과 신흥국가들이 의장국인 한국의 역할에 아주 큰 기대를 가지고 있습니다.



한국에서 개최될 G-20 정상회의가 또 다른 하나의 성공이 되도록 노력할 것이라는 것은 두말할 필요도 없습니다. 앞으로 G-20의 제도화를 좀더 공고히 해나가기 위해서도 차기 G-20 정상회의의 성공적 개최가 매우 중요합니다.

한국은 국내 자원은 물론 세계 일류 연구소와 다자기구들도 활발하게 활용할 예정입니다. 이번 컨퍼런스는 이와 같은 초기 노력의 하나라고 할 것입니다.

이미 예정된 일정 때문에 내일 컨퍼런스에 여러분과 함께 자리를 같이 하지 못해 아쉽지만 컨퍼런스 결과보고서를 기대하겠습니다. 이런 긍정적 마음으로 금번 컨퍼런스가 성공리에 개최되길 기원합니다.

감사합니다.



# 금융개혁의 향후 방향

진 동 수\*

## I. 인사말

안녕하십니까?

먼저 오늘 컨퍼런스를 준비하시고 저를 초대해주신 세계경제연구원 김병주 이사장님, 남종현 원장님, 그리고 IMF의 Jose Vials 국장님께 감사 드리며, 아울러 오늘 귀중한 시간을 내어 컨퍼런스에 참석해주신 국내외 금융계, 학계 여러분들을 모두 환영합니다.

끝없이 지속될 것 같던 금융위기의 길고 어두운 터널도 이제 서서히 끝나가고 있다는 희망이 보이고 있습니다. 특히, 우리나라의 상대적으로 급속한 회복은 무엇보다 금융계 여러분들과 우리 국민의 노력으로 이루어진 것이라고 생각하며 다시 한 번 감사 드립니다.

그간 위기 극복을 위해 국제사회가 보여줬던 굳건한 공조와 역량은 이제 위기 재발을 막기 위한 금융시스템 개혁에 집중될 것으로 전망됩니다. 이런 측면에서 “G-20 Initiatives”를 주제로 개최된 오늘 컨퍼런스는 매우 의미있는 시간이 될 것으로 기대합니다.

---

\* 금융위원회 위원장

## II. 위기로부터 얻은 교훈

위기 이전 금융시장에는 ‘시장은 항상 효율적이다’라는 가설을 바탕으로 과도한 위험추구 현상이 만연해 있었습니다. 금융시장 참여자들은 수익과 리스크의 trade off 라는 기본 원칙을 망각한 채 손쉽게 레버리지를 확대하여 과도한 팽창전략을 추구하였습니다.

지난 수 십 년간 끊임없이 지속된 금융시장의 혁신과 안정적인 경제성장이 이러한 행위에 정당성을 제공한 것입니다. 그러나 이번 위기를 통해 금융산업은 역시 적절한 규제와 틀 하에서 발전하는 것이 바람직하다는 것이 확인되었습니다.

주지하다시피, 금융산업에는 개별 금융회사의 문제가 전체 금융시장으로 빠르게 확산되는 시스템적 외부효과(systemic externality)가 존재하고 있습니다. 이러한 내재적인 시스템 리스크는 복잡하고 상호연계된 현재의 글로벌 금융시스템 내에서 더욱 심화된 측면이 있습니다. 불행하게도 그간 규제당국은 이러한 시스템 리스크의 확산에 적절히 대응하지 못하였습니다. 개별 금융회사(firm-specific)에 초점을 맞춘 미시건전성 위주의 규제·감독 방식에서 탈피하지 못하면서 리스크가 시장에 과급되는 경로를 사전에 차단하는데 실패했던 것입니다.

## III. 위기 이후 새로운 금융시스템의 구축

향후 국제사회가 구축할 새로운 금융시스템은 더 이상 과거와 같은 무모한 레버리지 확대와 위험추구를 용인하지 않아야 할 것입니다. 또한 외부효과로 인한 시장실패를 억제하기 위해서 적절한 사전적 규제(ex-ante regulation) 강화도 필수적입니다. 아울러 규제당국은 시스템

리스크의 발생과 파급경로를 분석하고 이를 제어할만한 역량과 수단을 보유해야 합니다.

이러한 원칙을 바탕으로 현재 글로벌 차원에서는 G-20 국가들과 FSB를 중심으로 금융시스템의 개혁 작업이 차질 없이 진행되고 있습니다. 먼저 FSB는 거시건전성 규제를 통해 경기순응성을 완화하고 시스템 리스크를 축소하는 방안을 모색하고 있습니다. 또한, 종전 건전성 규제가 무기력했던 것으로 나타나면서 BCBS를 중심으로 전면적인 개편이 추진되고 있으며, 아울러, 규제사각지대를 해소하고 금융회사의 보상체계를 장기성과와 연계시키기 위한 작업도 진행되고 있습니다.

이와 함께 신용평가회사 개혁, 회계기준 개선 등 방대한 분야에 걸쳐 금융시장 개혁 작업이 이루어지고 있습니다. 이러한 국제사회의 노력이 성공한다면, 향후 글로벌 금융시스템에 대한 신뢰가 상당부분 회복될 것으로 기대됩니다.

한국 정부 역시 차기 G-20 정상회의 개최국으로서 이러한 국제금융질서의 노력에 적극적으로 동참하고 있습니다. 다만, 아쉬운 것은 현재 논의되는 이슈들이 대부분 선진 시장의 관심사에 치우쳐 있어 신흥시장의 문제가 충분히 반영되고 있지 못하다는 것입니다.

일례로, 한국 등의 신흥시장은 외화유동성 부족 문제가 시스템 리스크로 확대되어 큰 어려움을 겪은 바 있습니다. 적절한 장치가 보완되지 않으면 신흥국의 외환보유고 확대 노력으로 글로벌 불균형이 심화될 수 있다는 점에서 글로벌 차원의 대책이 필요합니다.

이러한 차원에서 한국 정부는 신흥국의 외환시장 안정장치 마련의

필요성을 계속 제기해 왔으며, 이에 대해 다각적인 개선노력을 기울이기로 G-20과 FSB에서 공감대가 형성된 것을 환영하는 바입니다. 앞으로 국제사회의 많은 관심을 촉구하며 한국정부도 향후 신흥국의 의견을 반영시키기 위해 더욱 노력할 것입니다.

#### IV. 맺는 말

돌이켜보면, 위기는 주기적으로 발생해왔고 그때마다 개혁 모멘텀이 제기 되었으나 위기 이후 당초의 의지가 축소되는 경우가 많았습니다. 그러나 이번에는 위기로 인해 겪은 고통이 매우 컸고 각국의 의지도 확고하여 금융시스템의 개혁이 일관되게 추진될 것으로 기대됩니다.

다만 우리가 주의해야 할 것은 금융시장의 건강한 혁신까지 구축할 수 있는 과도한 수준의 규제강화는 지양해야 한다는 점입니다. 이러한 측면에서 향후 당국과 금융시장은 금융시스템의 안정성을 유지하면서 금융혁신을 촉진할 수 있는 최적의 규제체계 설계방안을 함께 고민해야 할 것입니다.

아무쪼록 오늘 컨퍼런스가 위기 이후 새로운 금융시스템을 모색하는데 있어 서로의 경험과 지혜를 공유할 수 있는 좋은 기회가 되길 바라마지 않습니다.

감사합니다.

## 프로그램

2009. 11. 10 (화)

6:30 p.m.            리셉션 및 만찬  
환영사 :  
남 종 현 세계경제연구원 원장  
José Viñals IMF 통화자본시장국 국장  
  
축 사 :  
사 공 일 G-20 기획조정위원회 위원장

2009. 11. 11 (수)

8:30-9:00 a.m.    등 록

### 〈오전 세션〉

사회 : 김 병 주 세계경제연구원 이사장

9:00-9:10 a.m.    개회사  
이 백 순 신한은행 은행장

9:10-9:50 a.m.    기조연설 : 세계 경제 · 금융 위기가 주는 교훈  
Edwin (Ted) M. Truman 前 미국 재무부 차관보  
피터슨국제경제연구소(PIIE) 선임연구위원

9:50-10:30 a.m.    최근 금융위기와 규제 · 감독 당국의 대응  
José Viñals IMF 통화자본시장국 국장

## 질의 · 응답

10:30-10:45 a.m. 휴 식

10:45-12:15 p.m. I. 시스템 리스크 규제

누가 시스템 리스크를 규제할 것인가?

**Masahiro Kawai** 아시아개발은행 연구원(ADB) 원장  
시스템상으로 중요한 기관, 시장, 금융상품을 어떻게 정의할 것인가?

**Barry Johnson** IMF 통화자본시장국 국장보  
시스템 리스크 규제: 경기순응성, 레버리지, 그리고 자본부담금

**이 장 영** 금융감독원 부원장

## 질의 · 응답

12:15-2:00 p.m. 오찬

## 특별연설

**진 동 수** 금융위원회 위원장

## 〈오후 세션〉

사회 : **Cheng Hoon Lim** IMF 통화자본시장국 자문관

2:00-3:30 p.m. II. 국가리스크 관리

국제공동감독단의 구성 및 역할

**John Palmer** 前 캐나다 금융감독원(OSFI) 원장  
국제은행거래의 위기관리체제

**Luis Cortavarria-Checkley** IMF 통화자본시장국 자문관



외자흐름의 변동성을 어떻게 순화할 것인가: 규제, 제도, 구  
제금융?

김 경 수 한국은행 금융경제연구원 원장

질의 · 응답

3:30-3:45 p.m. 휴 식

3:45-5:15 p.m. 지정토론: 출구전략과 도전과제

사 회: 조 윤 제 서강대 국제대학원 원장,  
세계경제연구원 고문

토론자: Barry Johnston 국제통화기금 통화자본시장국  
국장보

현 오 석 한국개발연구원(KDI) 원장

노 대 래 기획재정부 차관보

Richard Dobbs 맥킨지 글로벌 연구소장(MGI)

박 원 압 홍익대 교수

질의 · 응답



## 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

## 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 종 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 분 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	이재웅
95-12	해방후 우리 경제 반세기의 회고와 전망	김광석
96-01	국내 선물시장의 구상과 전망	이선
96-02	중소기업시대 열릴 것인가	유동길
96-03	단체교섭제도 有感	배무기
96-04	세계화와 기업의 변신	지청
96-05	우리나라 금융시장개방의 추진방향	박영철
96-06	다변주의 對 지역주의, 兩立은 가능한가?	김세원
96-07	派生金融商品의 위험과 효용	민상기
96-08	최근 경제위기감의 실체와 대응방향	김광석
96-09	경제발전, 제도개혁, 경쟁질서의 확립	이성섭
96-10	轉機를 맞이한 정부의 기능	김병주
96-11	WTO의 새로운 협상의제	김완순
97-01	노동법개정 難局의 해법: 교섭창구 단일화를 前提한 複數勞組 허용	김수곤
97-02	감속성장, 왜 바람직한가	김적교
97-03	韓寶사태의 敎訓	이재웅
97-04	세계화시대의 경제운영	남덕우
97-05	기업성장의 虛實: 韓寶事態에서 얻는 敎訓	지청
97-06	북한의 식량난과 집단농장체제	문팔용
97-07	한국의 금융개혁	윤계섭
97-08	高齡化 社會의 도래와 財政危機	박종기
97-09	外換危機의 일반모형을 감안한 우리의 대응방향	박진근
97-10	벤처기업시대를 열어가려면	유동길
98-01	한국의 經濟奇蹟은 끝날 것인가?	남종현
98-02	파라다임의 대전환없이는 위기 극복이 불가능하다	송대희
98-03	기업구조조정과 바람직한 은행-기업관계	남상우
98-04	새로운 기업지배구조의 모색과 사외이사의 역할	이영기

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

### 3. 연구보고서 (세계경제 시리즈)

94-01	UR 이후 아·태경제협력의 과제와 한국의 선택	유 재 원
94-02	환경-무역관계가 한국 무역에 미치는 영향	김승진 / 나성린
94-03	円高에 따른 일본의 산업구조조정과 한국경제의 대응	이 중 윤
94-04	개방화에 따른 기업정책의 방향	김 중 석
95-01	국내 외국인직접투자 현황과 정책대응	주한광 / 김승진
95-02	비즈니스 리엔지니어링 기업: 한·일 기업의 수명가능성 비교	이 재 규
95-03	WTO 체제와 우리의 대응	김 지 흥
96-01	국내선물시장에 대한 구상과 전망	이 선
96-02	일본산업의 네트워크구조와 그 효율성	이 중 윤



97-01	루마니아의 경제현황과 주요개혁과제	김광석 / 김병주 / 고일동
98-01	우리경제의 成長要因과 成長潛在力 展望	김 광 석
98-02	한국과 ASEAN諸國間 무역구조의 변화추이와 대응방향	김 승 진
98-03	The Global Trading System: Challenges Ahead	Wan-Soon Kim / Nakgyoon Choi
98-04	정보화의 세계적 추세와 우리의 대응방안	박 중 국
00-01	Financial Crisis and Industry Policy in Korea	Young Sae Lee / 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 남중현
- A Foreign Businessman's Observations on the Korean Economy & Other Things William Oberlin
- 세계속의 한국경제 : 과제와 전망 사공 일 編

## 6. 기타 보고서

- The Global Economy and Korea 사공 일 編

- The Multilateral Trading and Financial System 사공 일 編
- Major Issues for the Global Trade and Financial System 사공 일 編
- 탈냉전시대 韓美 정치·경제협력관계 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
- 새로운 韓美 협력체제의 모색 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
- 세계화시대의 英美관계 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
- 한반도 통일 및 韓美 관계의 현황과 과제 사공 일 編
- International Next Generation Leaders' Foun( I ) 세계경제연구원 編
- International Next Generation Leaders' Foun( II ) 세계경제연구원 編
- International Next Generation Leaders' Foun(III) 세계경제연구원 編
- International Next Generation Leaders' Foun(IV) 세계경제연구원 編
- 세계반도체산업의 발전전망과 한국의 대응전략 세계경제연구원 編
- 한국의 금융개혁 세계경제연구원 編
- Policy Priorities for the Unified Korean Economy 사공 일 / 김광석 編
- The Fifty Year of the GATT/WTO: Past Performance and Future Challenges  
사공 일 / 김광석 編
- 아시아 금융위기의 원인과 대책 사공 일 / 구영훈 編
- 아시아 금융위기과 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

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

세계경제연구원 編



---

---

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

**(G-20 개혁과제: 향후 금융감독 및 규제방향 )**

---

2010년 2월 22일 인쇄

2010년 2월 26일 발행

---

발행인 남종현

발행 세계경제연구원

서울시 강남구 삼성동 159

무역센터 2505호

인쇄 오름시스템(주) 2273-7011

---

ISBN 978-89-86828-64-1

정가 15,000원





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



천만불의 새나라이서  
희망을 부는 새나리로

그의 꿈이

1등 트로피에 머물렀다면

많은 아이들의 꿈이

그저 꿈에 머물렀을지도 모릅니다

메이저 무대에서 받은 상금을 모아

아이들을 위한 자선재단을 설립한 최경주

그가 나는 천만불보다 값진 희망이

더 널리 퍼져 나갈 수 있도록-

희망을 카웁니다  
Great Money 

2009/10 다우존스 지속가능경영 한국지수  
은행산업 최우수 기업 선정

 Dow Jones  
Sustainability Indexes  
DJSI Korea Member 2009/10

신한은행 | 신한카드 | 신한금융투자 | 신한생명 | 신한캐피탈 | 제주은행  
신한 BNP 파리바 자산운용 | 신한데이터시스템 | 신한신용정보  
신한프라이빗에쿼티 | 신한맥쿼리금융자문 | 신한아이더스

나의 금융브랜드  신한금융그룹

 세계경제연구원  
Institute for Global Economics

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



9 788986 828641  
ISBN 978-89-86828-64-1

정가 15,000원