

새로운 글로벌 금융시대
아시아의 미래

세계경제연구원 지음

ASIA
IN THE NEW GLOBAL
FINANCIAL SCENE

A S I A
IN THE NEW GLOBAL
FINANCIAL SCENE
INSTITUTE FOR GLOBAL ECONOMICS

새로운 글로벌 금융시대, 아시아의 미래

1권 1쇄 발행 2012년 9월 13일

펴낸이 사공일
책임편집 송경진 김예지
디자인 공감의기쁨

펴낸곳 세계경제연구원
전화 02)551-3334-7
팩스 02)551-3339
주소 서울시 강남구 삼성동 159 무역센터 2505호

ISBN 978-89-97758-22-7 (03320)

※ 이 책은 저작권법에 따라 보호받는 저작물이므로 무단 전재와 복제를 금합니다.

※ 잘못된 책은 구입하신 서점에서 바꾸어 드립니다.

IGE/ ADB/ IIF/ KBFNG
국제금융컨퍼런스 결과보고서

새로운 글로벌 금융시대
아시아의 미래

ASIA
IN THE NEW GLOBAL
FINANCIAL SCENE

세계경제연구원 지음

공동주최

 세계 경제 연구원
Institute for Global Economics

 아시아개발은행
Asian Development Bank

 국제 금융 협회
Institute of International Finance

 KB 금융그룹

후원

 KB 금융공익재단

[Contents]

Program	10
Participants and Editors	12
List of Figures	20
List of Acronyms	22
Introduction and Executive Summary <i>Kyungjin Song</i>	25
Opening Remarks <i>Il SaKong</i>	44
Keynote Address <i>Seok-Dong Kim</i>	49
Special Speech Now or Never for Global Rebalancing_ <i>Stephen Roach</i>	58
:: Questions and Answers	76
:: Presentation material	78

Session I The Global Economy and Asian Financial Markets: Status and Challenges

Chair <i>Hung Tran</i> IIF	93
Presenter <i>Changyong Rhee</i> ADB	93
Discussant <i>Andre Meier</i> IMF	102
Discussant <i>Shinji Takagi</i> Osaka University	108
Discussant <i>Chang-Hyun Yun</i> KIF	110
Comment <i>Changyong Rhee</i> ADB	112
:: Questions and Answers	114
:: Presentation material	116

Session II European Sovereign Debt/Banking Crisis and its Implications for the Asian Financial Institutions

Chair | *Yoon-je Cho* Sogang University **159**

Presenter | *Hung Tran* IIF **160**

Discussant | *Alessandro Leipold* The Lisbon Council **167**

Discussant | *Jun Il Kim* The Bank of Korea **173**

:: Questions and Answers **179**

:: Presentation material **184**

Session III Consequences and Implications of Global SIFIs

Chair | *Changyong Rhee* ADB **191**

Presenter | *Michael Taylor* FSB **192**

Discussant | *Wonkeun Yang* KB Financial Group **205**

Discussant | *Takashi Oyama* Norinchukin Bank **210**

Discussant | *Hung Tran* IIF **215**

:: Questions and Answers **218**

:: Presentation material **224**

Session IV The Future of Asian Financial Cooperation: from CMIM to where?

Chair | *Yung Chul Park* Korea University **251**

Presenter | *JongKu Choi* Ministry of Strategy and Finance **252**

Chair | *Yung Chul Park* Korea University **261**

Discussant | *Benhua Wei* AMRO **262**

Discussant | *Masahiro Kawai* ADBI **264**

Discussant | *Andre Meier* IMF **268**

:: Questions and Answers **276**

:: Presentation material **278**

Wrap-up Roundtable Discussion

Chair | *Il SaKong* IGE **309**

Discussant | *Changyong Rhee* ADB **311**

Chair | *Il SaKong* IGE **313**

Discussant | *Hung Tran* IIF **313**

Chair | *Il SaKong* IGE **316**

Discussant | *Alessandro Leipold* The Lisbon Council **317**

Chair | *Il SaKong* IGE **318**

Discussant | *Yung Chul Park* Korea University **318**

Discussant | *Masahiro Kawai* ADBI **320**

Chair | *Il SaKong* IGE **322**

Appendix

Congratulatory Remarks | *Young-Rok Lim* President, KB Financial Group **327**

Luncheon Speech | *Jaewan Bahk* Minister of Strategy and Finance **330**

Dinner Speech | Asia's Role in Reviving Global Growth and Financial Stability

_Choong-soo Kim Governor, The Bank of Korea **337**

[한글 번역본]

프로그램 348

컨퍼런스 참여자 및 집필진 350

머리말 _송경진 세계경제연구원 부원장 356

개회사 교훈을 얻는 것이 중요하다 _사공일 세계경제연구원 이사장 375

기조연설 아시아, 다시 중심축으로 _김석동 금융위원회 위원장 379

특별연설 무역불균형을 해소할 절호의 기회

_스티븐 로치 예일 경영대 교수, 전 모건스탠리 수석이코노미스트 388

:: 질문과 답변 406

세션 I 세계경제와 아시아 금융시장 현황과 과제

형 트란 국제금융협회 사무부총장 411

이창용 아시아개발은행 수석이코노미스트 411

안드레 마이어 IMF 홍콩사무소 소장 420

신지 다카기 오사카대 교수 426

윤창현 한국금융연구원 원장 429

이창용 431

:: 질문과 답변 433

세션 II 유럽 국가채무와 금융위기가 아시아 금융기관에 미치는 영향

조윤제 서강대 교수 439

형 트란 국제금융협회 사무부총장 440

아레산드로 레이폴드 리스본 카운슬 수석이코노미스트 **446**

김준일 한국은행 부총재보 겸 수석이코노미스트 **453**

:: 질문과 답변 **459**

세션 III G-SIFI의 영향과 시사점

이창용 아시아개발은행 수석이코노미스트 **467**

마이클 테일러 금융안정위원회 자문관 **468**

양원근 KB 금융그룹연구소 소장 **479**

다카시 오야마 일본 농림중앙금고 회장 고문 **485**

형 트란 국제금융협회 사무부총장 **489**

:: 질문과 답변 **492**

세션 IV 아시아 금융협력의 미래와 CMI 다자화의 전망

박영철 고려대 석좌교수 **501**

최종구 기획재정부 국제업무관리관 **502**

박영철 **511**

변화 웨이 아세안+3 거시경제감시기구 사무국장 **511**

마사히로 카와이 아시아개발은행연구소 소장 **514**

안드레 마이어 IMF 홍콩사무소 소장 **518**

:: 질문과 답변 **525**

종합토론

사공일 세계경제연구원 이사장 **531**

이창용 아시아개발은행 수석이코노미스트 **534**

사공일 **535**

형 트란 국제금융협회 사무부총장 **536**

사공일 **539**

아레산드로 레이폴드 리스본 카운슬 수석이코노미스트 **540**

박영철 고려대 석좌교수 **541**

마사히로 카와이 아시아개발은행연구소 소장 **543**

사공일 **545**

부록

축하 연설 _임영록 KB금융그룹 사장 **550**

오찬사 아시아 금융환경 그리고 도전과제 _박재완 기획재정부 장관 **553**

만찬사 글로벌 성장 회복과 금융안정을 위한 아시아의 역할

_김중수 한국은행 총재 **560**

세계경제연구원 출간물 및 특별강연 시리즈 목록 **568**

IGE- ADB- IIF- KBFNG

Asia in the New Global Financial Scene

Thursday, May 17, 2012

18:30-21:00	Welcoming Dinner
	Welcoming Remarks Chong-Hyun Nam, President, IGE Special Address Choong-Soo Kim, Governor, The Bank of Korea

Friday, May 18, 2012

08:30-9:00	Registration
09:00-10:00	Opening Session
	09:00-09:10 Opening Remarks Il SaKong, Chairman, IGE Congratulatory Remarks Young-Rok Lim, President, KB Financial Group
	09:10-09:25 Keynote Addresses Seok-Dong Kim, Chairman, Financial Services Commission
	09:25-10:00 Special Address Stephen Roach, Senior Lecturer & Senior Fellow, Yale School of Management; Former Chief Economist, Morgan Stanley
10:00-11:10	SESSION I: The Global Economy and Asian Financial Markets: Status and Challenges
	Chair Hung Tran, Deputy Managing Director, Institute of International Finance (IIF)
	Presenter Changyong Rhee, Chief Economist, Asian Development Bank Discussants Andre Meier, Representative, IMF HK Office Shinji Takagi, Professor, Osaka University Chang-Hyun Yun, President, Korea Institute of Finance
11:10-11:20	Break

	Session 2: European Sovereign Debt/Banking Crisis and its Implications for the Asian Financial Institutions
11:20-12:30	<p>Chair Yoon-je Cho, Professor, Sogang University</p> <p>Presenter Hung Tran, Deputy Managing Director, Institute of International Finance</p> <p>Discussants Alessandro Leipold, Chief Economist, The Lisbon Council Jun Il Kim, Deputy Governor & Chief Economist, The Bank of Korea</p>
	Luncheon
12:30-14:00	<p>Special Address Jaewan Bahk, Minister of Finance and Strategy, Korea</p>
	Session 3: Consequences and Implications of Global SIFs
14:00-15:10	<p>Chair Changyong Rhee, Chief Economist, Asian Development Bank</p> <p>Presenter Michael Taylor, Adviser, Financial Stability Board</p> <p>Discussants Wonkeun Yang, Head, KB Research Institute, KB Financial Group Takashi Oyama, Counselor to President, Norinchukin Bank Hung Tran, Deputy Managing Director, Institute of International Finance</p>
	Session 4: The Future of Asian Financial Cooperation: from CMIM to Where?
15:10-16:20	<p>Chair Yung Chul Park, Professor, Korea University</p> <p>Presenter Jong-ku Choi, Deputy Minister for International Affairs, Ministry of Finance and Strategy, Korea</p> <p>Discussants Benhua Wei, Director, ASEAN+3 Macroeconomic Research Office Masahiro Kawai, Dean & CEO, Asian Development Bank Institute Andre Meier, Representative, IMF HK Office</p>
16:20-16:30	Break
	Wrap-up Roundtable Discussion
16:30-17:30	<p>Chair Il SaKong, Chairman, IGE</p> <p>Discussants Masahiro Kawai, Dean & CEO, Asian Development Bank Institute Yung Chul Park, Professor, Korea University Changyong Rhee, Chief Economist, Asian Development Bank Hung Tran, Deputy Managing Director, Institute of International Finance Alessandro Leipold, Chief Economist, The Lisbon Council</p>

Bahk, Jaewan, Minister of Strategy and Finance (MOSEF)

He previously served as senior secretary to the President for Political Affairs and State Affairs Planning, a member of the 17th National Assembly and a professor of Sungkyunkwan University.

Cho, Yoon Je, Professor of Economics at Sogang University

His previous positions include economic advisor to the President of the Republic of Korea (ROK), ROK's ambassador to the United Kingdom, vice president of the Korea Institute of Public Finance, and senior counselor to the Deputy Prime Minister and Minister of Finance and Economy.

Choi, Jong-ku, Deputy Minister of Strategy and Finance (MOSEF)

Prior to his current position, he served as a standing commissioner for the Financial Services Commission, secretary general for the Presidential Council on National Competitiveness, and various positions at the Ministry of Finance and Economy.

Kawai, Masahiro, Dean of the Asian Development Bank Institute (ADBI)

His previous positions include special advisor to the president of the ADB, full professor at the University of Tokyo, associate professor at Johns Hopkins University, and chief economist for the World Bank-East Asia and the Pacific Region.

Kim, Choong-Soo, Governor of the Bank of Korea

His previous positions include the president of the Korea Development Institute, ambassador and permanent representative of Korea to the OECD, president of Hallym University, and senior secretary to the President for Economic Affairs at the Office of the President of the Republic of Korea.

Kim, Jun Il, Deputy Governor of the Bank of Korea

Prior to joining the Bank of Korea, he worked at the IMF as a deputy division chief in the research department and was a senior fellow at the Korea Development Institute.

Kim, Seok-Dong, Chairman of the Financial Services Commission (FSC)

He has served in the Korean government in various capacities for over 30 years as vice minister of the Ministry of Finance and Economy, vice chairman of the FSC, and many other positions. He was also the CEO of Nonghyup Economic Research Institute.

Leipold, Alessandro, Chief Economist of the Lisbon Council

He has had a distinguished career in international economics and finance, and banking and held positions in the EU organizations and the International Monetary Fund (IMF), where he was acting director of the European Department until the end of 2008.

Lim, Young-Rok, President of the KB Financial Group

Before joining the KB Financial Group, he previously held many other senior positions at the Ministry of Finance and Economy (MOFE), including a vice minister position.

Meier, Andre, International Monetary Fund (IMF)

He has been the IMF's resident representative in Hong Kong SAR since June 2011. Earlier IMF assignments include positions as a country economist covering Cyprus, Norway, Turkey, and the United Kingdom, among others.

Nam, Chong-Hyun, Former President of the Institute for Global Economics (IGE)

He previously served as the head researcher of KDI and the dean of Graduate School of Policy Studies of Korea University. He is an emeritus professor of economics of Korea University.

Oyama, Takashi, Adviser to the Norinchukin Bank Group

He advises on matters of international dimensions, particularly on international financial and regulatory matters. Prior to his current position, Mr. Oyama worked for the Bank of Japan in various senior capacities.

Park, Yung Chul, Distinguished Professor at Korea University

He was previously a member of the National Economic Advisor Council, ambassador for international economy and trade at the Ministry of Foreign Affairs and Trade, and chairman of the board at the Korea Exchange Bank.

Rhee, Changyong, Chief Economist of the Asian Development Bank (ADB)

He is the chief spokesperson for the ADB on economic and development trends and oversees the Economic Research Department. Before joining the ADB, he was the secretary general and sherpa of the Presidential Committee for the 2010 G20 Seoul Summit and vice chairman of the Financial Services Commission (FSC) and chairman of the Securities and Futures Commission of Korea. He was also a professor of economics at Seoul National University and assistant professor at the University of Rochester.

Roach, Stephen, Senior Fellow at Yale University

He was formerly chairman of Morgan Stanley Asia and the firm's chief economist for the bulk of his 30-year career at Morgan Stanley, heading up a highly regarded team of economists around the world.

SaKong, Il, Chairman of the Institute for Global Economics (IGE)

He served in the government of the Republic of Korea as minister of finance, senior secretary to the President for economic affairs, senior counselor to the minister of economic planning board, and senior economist of the Council on Economic & Scientific Affairs for the President. He previously spent nearly 10 years at the Korea Development Institute. More recently, Dr. SaKong led Korea's endeavor for the G20 Summit in 2010 in Seoul. As the chairman of the Presidential Committee for the 2010 G20 Seoul Summit, he was wholly responsible for the entire preparation and coordination for the Seoul G20 Summit. Simultaneously, he chaired the Korea International Trade Association from February 2009 to February 2012.

Song, Kyungjin, Vice President of the Institute for Global Economics (IGE)

Her previous positions include special adviser to the Chairman of the Presidential Committee for the Seoul G20 Summit, foreign press spokesperson of Ministry of Finance and Economy, executive director of Workers Rights and director of Women's Department of the International Trade Union Congress (Asia and Pacific Region).

Takagi, Shinji, Professor of Economics at Osaka University

He has held numerous professional appointments over the years, including economist at the IMF, senior economist at the Japanese Ministry of Finance, and visiting professor of economics at Yale University, among others.

Taylor, Michael, Adviser at the Financial Stability Board (FSB)

He is an internationally recognized thought-leader in the field of financial stability and regulation. Before joining the FSB, Dr. Taylor worked in academia, journalism, and several leading central banks and international financial institutions.

Tran, Hung, Deputy Managing Director of the Institute of International Finance (IIF)

Before his current position, he was counselor and senior director of the IIF's Capital Markets and Emerging Market Policy. Prior to his work at the IIF, he served for six years at the IMF as deputy director of Monetary and Capital Markets Department. He also served from 1998 to 2001 in London as the managing director, chief economist and global head of research for Rabobank International.

Wei, Benhua, Director of the ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO)

He oversees the AMRO's work in monitoring the macroeconomic situation and financial soundness of the ASEAN+3 countries and assessing the financial vulnerabilities of these countries. Prior to this appointment, Mr. Wei was deputy chief of China's State Administration of Foreign Exchange (SAFE). He also previously worked at the People's Bank of China.

Yang, Won-keun, Senior Managing Director of the KB Financial Group

Prior to joining KB Financial Group, Dr. Yang served as management adviser at Daewoo Securities, a subsidiary of the Korea Development Bank, and as a standing audit committee member at Woori Bank.

Yun, Chang-Hyun, President of the Korea Institute of Finance(KIF)

He is a professor of finance at the University of Seoul (on leave). He is a member of several committees, including the National Council of Economic Advisors, the Presidential Committee of Social Integration, and the Shared Growth Committee.

List of Figures

- S-1. *11 Crises in the Past 30 Years* 과거 30년간 11차례 위기
- S-2. *Current Account Imbalances* 경상수지 불균형
- S-3. *Demand Side: The Global Consumer* 수요 측면: 세계의 소비
- S-4. *Europe's Convergence Bubble* 유럽의 융합 버블
- S-5. *Lessons of Japan: Bubbles, Zombies, and Debt* 일본의 교훈: 버블, 무기력함 그리고 부채
- S-6. *GDP Shares: Developing Asia* 수출과 소비의 GDP 구성 비율: 개발도상 아시아
- S-7. *China's Growth Leaders* 중국의 성장 견인 요소
- S-8. *China's Growth Laggard* 중국의 성장 부진 요소
- S-9. *Retirement Assets 2009* 2009년 퇴직연금자산
- S-10. *Behind the US Current Account Deficit* 미국 경상수지 적자의 이면
- S-11. *Current Account Balances: China vs. the United States*
중국과 미국의 경상수지
- 1-1. *Comparison of Population, GDP and Financial Assets*
인구, GDP 및 금융자산 비교
- 1-2. *S&P Sovereign Credit Ratings, Foreign Currency LT Debt*
S&P 국가신용등급
- 1-3. *Banking System Assets to GDP, 2007* 2007년 GDP 대비 금융시스템 자산
- 1-4. *Change in Foreign Claims against EM Asia by BIS- Reporting Banks, by Banks' Country of Origin, 2011-12* 2011-12년 국가별 국제결제은행 보고의 무 은행의 아시아 신흥시장 내 상환 청구 변화
- 1-5. *Reduction in Credit Supply by EU Banks through 2013*
2013년까지 유럽연합 은행 신용 공급 축소
- 1-6. *International Investment Positions, 2010* 2010년 국제투자 포지션

-
- 1-7. *Net Capital Flows in Developing Asia* 개발도상 아시아의 순자본 흐름
 - 2-1. *ESM Lending Capacity* 유럽안정기구 대출능력
 - 2-2. *ESM Capital Structure and Lending Capacity*
유럽안정기구 자본구조 및 대출능력
 - 3-1. *Designated G-SIBs, 2011* 2011년 지정된 G-SIBs
 - 3-2. *Deleveraging of G-SIBs in 2009* 2009년 G-SIBs의 디레버리징
 - 3-3. *Bank's Foreign Exchange Liability Composition* 은행의 외환부채비율
 - 4-1. *Capital Flow Volatility* 자본흐름 변동성
 - 4-2. *CMIM Assessment* CMI 다자화 평가
 - 4-3. *Rising GDP Growth Correlation among ASEAN, China, India and Japan* 아세안, 중국, 인도 및 일본 간 GDP 성장률 상관관계 증가
 - 4-4. *Sizeable Buffers against External Shocks*
외부 충격에 대비한 상당 규모의 완충장치

List of Acronyms

- ABMF** *Asian Bond Market Forum* 아시아채권시장포럼
- ADB** *Asian Development Bank* 아시아개발은행
- AMF** *Asian Monetary fund* 아시아통화기금
- AMRO** *ASEAN+3 Macroeconomic Research Office* 아세안+3 거시경제감시기구
- ASEAN** *Associations for Southeast Asian Nations* 동남아시아국가연합
- ASEAN+3** *ASEAN plus China, Korea and Japan* 동남아시아국가연합 및 한국, 중국, 일본으로 구성된 협력체제
- ASEAN+6** *ASEAN+3 and Australia, India and New Zealand* 아세안+3 및 호주, 인도, 뉴질랜드의 협력체제
- Basel III** *Basel III* 새로운 은행자본 및 유동성 기준
- BCBS** *Basel Committee on Banking Supervision* 바젤금융감독위원회
- BIS** *Bank for International Settlements* 국제결제은행
- CDS** *Credit Default Swap* 신용부도스왑
- CFM** *Capital Flow Management* 자본흐름관리
- CGIF** *Credit Guarantee Investment Facility* 신용보증투자기구
- CMI** *Chiang Mai Initiative* 아세안+3가 설립한 위기시 역내자금지원제도
- CMIM** *Chiang Mai Initiative Multilateralization* CMI 다자화
- D-SIBs** *Domestic Systemically Important Banks* 국내 체제적으로 중요한 은행
- D-SIFIs** *Domestic Systemically Important Financial Institutions* 국내 체제적으로 중요한 금융기관
- ECB** *European Central Bank* 유럽중앙은행
- EFSF** *European Financial Stability Facility* 유럽재정안정기구
- EIB** *European Investment Bank* 유럽투자은행
- ELA** *Emergency Liquidity Assistance* 비상 유동성 지원

EMU	<i>Economic and Monetary Union</i>	경제통화동맹
ESM	<i>European Stability Mechanism</i>	유럽안정기구
EU	<i>European Union</i>	유럽연합
FDI	<i>Foreign Direct Investment</i>	외국인직접투자
FSB	<i>Financial Stability Board</i>	금융안정위원회
FSF	<i>Financial Stability Forum</i>	금융안정포럼
FTA	<i>Free Trade Agreement</i>	자유무역협정
G20	<i>Group of 20</i>	G7 선진국과 주요 신흥경제국이 모인 국제경제협력의 최고위 포럼
GDP	<i>Gross Domestic Product</i>	국내총생산
G-SIIs	<i>Global Systemically Important Insurers</i>	글로벌 체제적으로 중요한 보험사
G-SIBs	<i>Global Systemically Important Banks</i>	글로벌 체제적으로 중요한 은행
G-SIFIs	<i>Global Systemically Important Financial Institutions</i>	글로벌 체제적으로 중요한 금융기관
IAIS	<i>International Association of Insurance Supervisors</i>	국제보험감독자협의회
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>	국제회계기준위원회
IFC	<i>International Finance Corporation</i>	국제금융공사
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>	국제회계기준
IGE	<i>Institute for Global Economics</i>	세계경제연구원
IIF	<i>Institute for International Finance</i>	국제금융협회
IMF	<i>International Monetary Fund</i>	국제통화기금
IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions</i>	국제증권관리위원회
KIF	<i>Korea Institute of Finance</i>	금융연구원
LTRO	<i>Long-Term Refinancing Operation</i>	ECB 장기대출프로그램
NPL	<i>non-performing loan</i>	부실채권

-
- PCL *Precautionary Credit Line* 예방대출제도
- PSI *Private Sector Involvement* 국채교환프로그램
- QE *Quantitative Easing* 양적완화
- RMB *Renminbi* 중국 위안화
- SMP *Securities Markets Programme* 국채매입프로그램
- SSBs *Standard Setting Bodies* 국제기준제정기구
- TARGET2 *Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express
Transfer System 2* 유럽연합 국가 즉시총액결제시스템
- US Fed *US Board of Governors of the Federal Reserve System* 미국연방준비은행
제도이사회

| *Kyungjin Song*

Vice President, Institute for Global Economics

Uncertainties abound in the world economy amid the aftermath of the 2008 global financial crisis and the ongoing European financial market and sovereign stress. Since the 2008 global financial crisis, the global community led by the G20 has actively engaged in building financial safety nets and firewalls to prevent as well as handle future financial crises of magnitude more effectively.

These protracted global troubles and the rapidly changing global financial regulatory environment undoubtedly have major implications not only for the global economy but for the Asian economy and financial markets, in particular. Therefore, it is critically important for Asian policy makers and financial institutions to fully understand the new challenges, explore possible options to cope with them, and put in place adequate financial cooperation mechanism in the region, so as to

weather through the downside risks better.

In view of this, the Institute for Global Economics organized an international conference on “Asia in the New Global Financial Scene” jointly with the Asian Development Bank, Institute of International Finance and the KB Financial Group. The conference, composed of four sessions, one special session and a wrap-up roundtable, concentrated on the impact of the current global economic and financial developments on the Asian economic and financial entities and the policy formulation and implementation at national, regional and international level. The four sessions specifically dealt with: (1) the global economy and Asian financial markets: status and challenges, (2) European sovereign debt and banking crisis and its implications for the Asian financial institutions, (3) consequences and implications of the global SIFIs, and (4) the future of Asian financial cooperation: from CMIM to where?

Special Session:
“Now or Never for Global Rebalancing”

In his speech, Stephen Roach argued that a serious macroeconomic

imbalance is the single most critical factor of most of the major crises of the past 30 years. By studying the trends of the current account, the broadest measure of any economy's balance between saving and investment, he concluded that (1) global imbalances have worsened over the past 15 years. Moreover, global imbalances are forecast by the IMF to level out at around 4 percent of world GDP over the next three years, four times the magnitude of those prevailing in the mid-1990s; (2) the United States is a dominant source of the deficits; and (3) the surpluses are concentrated in China, Japan, Germany, and the oil producers. In assessing the implications of persistent and worrisome imbalances, it is important to understand the forces at work on both the demand and the supply sides of the global macro equation. The demand side is dominated by the American consumer who Roach claimed is now in the early stages of a Japanese-like balance sheet recession.

Roach viewed the sovereign debt overhang in the developed world as one of the most worrisome risks caused by imbalances. He argued that the false sense of complacency has been created by the fact that it has not happened and that the consequence of the sovereign debt overhang can be highly disastrous. Another risk he mentioned is the possibility of crippling the economic relationship between the United States and China. In this regard, he suggested that the US-China relationship

be seen as an opportunity rather than a threat. In order to exploit this opportunity, the US should focus on insuring a fair business opportunity for US companies in China rather than on debating over the misplaced currency fixation of renminbi as China leans toward growth driven by consumption.

Warning the danger of unsustainable prosperity of asset and credit bubbles together with the ideological capture of regulators and policymakers to the global economy, Roach urged an immediate start of global rebalancing by advanced economies' consuming less and developing economies' consuming more.

The Global Economy and Asian Financial Markets: Status and Challenges

Changyong Rhee argued that Asia's financial development is still at an embryonic stage. Asia accounts for 3 percent of the world GDP but it makes up for only 24 percent of all global financial assets. Excluding Japan, the share is halved, clearly showing how far behind the Asian financial market is. For this reason, Asia has only four global systemically important financial institutions (G-SIFIs) of the

29 G-SIFIs and Asians are not well represented in the international standard setting bodies. Rhee noted that although Asia has shown progress, Asia's overdependence on dollar has caused problems with liquidity, exchange rate fluctuation, and trade financing. It explains a partial non-correlation between the macroeconomic performance of the Asian economies and their credit ratings. While welcoming the strengthened Chiang Mai Initiative Multilateralization (CMIM) as a regional safety net to deal with such issues, Rhee nonetheless observed that the CMIM would not be an effective safety net if there is a global or region-wide shock like the eurozone crisis. Stressing the importance of institutional reforms including better regulation, better surveillance and increased transparency, Rhee suggested that Asia reduce its dollar dependence by diversifying its use of currencies for trade settlement in the region, for instance, and implement institutional reforms and deepen regional integration to reduce its reliance on financial intermediation by financial institutions of advanced economies. He saw these measures will provide Asia with sound ground for capital development and create larger Asian financial institutions and a larger voice of Asia in the global discussions.

Shinji Takagi agreed to Dr. Rhee's assessment that financial integration in Asia is more with the world than within the region. He highlighted

two features of the global private capital inflows into Asia: (1) Asia holds substantially more external liabilities than external assets; and (2) much of the net inflows take the form of foreign direct investment (FDI). He argued that from these features, proper policy actions can be drawn to deepen regional financial integration. First, private capital outflows should be liberalized in order to accumulate more of private external assets. And the legal infrastructure of the Asian countries should be strengthened as the dominance of FDI reflects foreign investors' lack of confidence in it. Takagi concluded that with little barrier and better institutions, financial transactions at the regional level will occur more often.

Andre Meier argued that although Asia has proven resilient to the significant turbulence emanating from Western economies in recent years, it also is exposed to the risk of adverse spillovers from the euro area crisis through various channels, including the European banks' retrenchment, volatile capital flows, trade links and the loss of confidence. So far, the overall impact of the euro area crisis has been limited due to sufficient liquidity supply from local banks and bond markets but longer-term lending markets are apparently affected by it. Nonetheless, emphasizing the quality of financial development over its pace or scale, Meier called on Asian policy makers to pay close

attention to the health of balance sheets across the economy and to further enhance prudential oversight.

Chang-Hyun Yun pointed out that Korean financial market contains a complex issue of Korean companies not making deposits into Korean banks because of the banks' high dollar dependence, which hinders Korean banks from growing. There is much to catch up for Korean banks to keep abreast with global financial institutions. As to this matter, he viewed that the creation of a BESETO (Beijing, Seoul, and Tokyo), a trilateral cooperative institution, could be helpful.

European Sovereign and Banking Crisis and its Implications for the Asian Financial Institutions

Hung Tran laid out his observations on the European debt crisis and restructuring and how they will affect the global economy and financial markets in five points. First, the European debt crisis is the first domestic sovereign debt crisis involving several industrialized and high income countries. The fact that the domestic sovereign debt of such countries contains credit risks and losses has undermined the foundation of modern banking, which consists of holding risk-free

instruments for prudential and liquidity purposes, and of modern finance, which consists of using benchmarks to price other assets. Second, the fact that the sovereign debtors do not have control over foreign exchange and monetary policies has resulted in austerity measures on top of fiscal consolidation instead of monetary easing and currency devaluation to cushion budget deficit reduction, exacerbating fiscal conditions. For instance, Greece has had 18 percent points decline in GDP and needs 20 percent more to reverse the gap completely, which seems impossible. Third, the European Union needs fiscal union to underpin monetary union or to be shrunken back to a more natural optimum currency area for any policy to take long term effect. Fourth, firewalls are built on liquidity. Hung questioned the roles of existing firewalls such as EFSF, ESM, SMP, ELA, TARGET2, LTRO1, 2, and 3 and argued that short term liquidity support is not the solution. Fifth, the Greek PSI negotiation process that was not abided by the principles and was much politicized has delayed the consolidation of a pragmatic solution.

Among various other concerns, Hung also pointed out that subordination by the ECB, national central banks, and the European Investment Bank is problematic, because it is very difficult to stabilize the problem in sovereign debt markets. Assessment of the impacts on

the global economy and financial markets, especially in Asia, regarding bank funding markets, investment flows, and trade flows shows that the eurozone bank loans to emerging markets have gone down almost a quarter trillion US dollars, trade finance has gone down 10.2 percent, world trade volume slowed from 13.8 percent in 2010 to 5 percent in 2011 and 3.7 percent this year, and Asian exports have decelerated drastically, inevitably affecting China and Korea.

Hung conjectured that if Greece were to default, the fiscal consequences will reverberate to Spain, Portugal, and Italy. Furthermore, Europe will see a reversal of European integration amidst recrimination, and the eurozone could shrink back to an extended Deutsche mark bloc.

Alessandro Leipold disagreed with EU leaders' arguments that with larger firewalls, the euro area is now more prepared to ring-fence Greece and stop the contagion in that (1) the lending cap of the European Stability Mechanism (ESM) has never increased from €500 billion, and (2) even the €500 billion is not readily available from the start because the EU Treaty requires paid-in capital to be at least 15 percent of outstanding loans. He added that even if the current firewalls could be fully used, it is not enough for the risks the euro area faces. He argued that the main risk at hand is risk of a full-fledged bank run

in other periphery countries, which can only be defended by unlimited ECB action, as a disorderly break-up of the euro project would be too disturbing to contemplate for all. Then, he suggested that a possible, more orderly way out lies in a rebalancing of the policies in Europe. He argued that a key to saving the euro is in fully-fledged fiscal federalism (union), and until it becomes feasible, questions will be made about Greece, the weakest link, and the possibility of its exit.

Based on his observations of (1) rising debt-to-GDP ratio in Europe; (2) tighter links between European sovereigns and banks; (3) possibility of the real economy negatively affected by banks' deleveraging; and (4) questionable effectiveness of credit default swap (CDS) for investment protection, Jun Il Kim argued that the short-term implications of the European crisis on Asian financial institutions will be foreign exchange liquidity disruption in Asian markets, negative impact on Asian exports, and rising funding costs for Asia. Also, he added that in the long-run (1) it will be difficult for Asia to do trade financing and project financing as European banks' business model changes; (2) Asian banks might be very constrained in funding the market due to lack of safe assets; and (3) Asian banks may need greater foreign exchange liquidity buffers.

Consequences and Implications of the Global SIFIs

Michael Taylor first introduced the history and mandate of the Financial Stability Board (FSB). Particularly, he explained that its mandate is essentially three fold: (1) assessment of vulnerabilities affecting the financial systems globally; (2) coordination of the activities of different standard setting bodies; and (3) implementation monitoring. He added that in dealing with the “too big to fail” problem, it is important to have in place effective resolution regimes that insure the resolution of financial institutions without taxpayer exposure to loss, in addition to identifying, regulating, and supervising global systemically important banks (G-SIBs), so that they have higher loss absorbency.

Taylor argued that having only four banks in Asia listed as G-SIBs should actually be welcome as it means that the countries are not responsible for a very large contingent liability. He clarified that while large markets can be a force for good, large institutions are a source of problems. Finally, he emphasized that Asia should try to learn from the mistakes that the West has made while recognizing that in some ways the West is catching up with Asia in that it is going through the process of strengthening which Asia already experienced after the

Asian financial crisis in the 1990s, and that Western policy makers are looking to return their banking systems to the traditional model of banking.

Won Keun Yang claimed that the recent global financial crisis has drastically reduced the size of G-SIB assets since 2009, which are projected to shrink further over the next couple of years due to the Basel III and the ECB regulations. Although the impact of deleveraging by European banks will be unavoidable, overall stability of the Asian exchange market will likely be safeguarded by the large foreign exchange reserves of US\$6 trillion in the region which will also provide a buffer from global financial instability. Noting the Korean banks' improved performance and endeavor to reduce foreign currency liquidity risk by cutting the portion of foreign short-term funding, he stressed the importance of expanding overseas operations of Korean banks, currently contributing less than 5 percent of the total, for foreign exchange management as well as for asset growth.

Takashi Oyama pointed out that while internalizing the negative externality of G-SIBs operations may make G-SIBs more resilient and reduce potential negative ramifications of G-SIBs' failures, it may also mean increased moral hazard and systemic risk. He suggested

that being a G-SIB grants banks the “too-big-to-fail” status in the eyes of depositors and market participants, hence added competitive advantage in business. However, he also mentioned that the G-SIB status burdens banks with systemic surcharges and greater reporting requirements for the analysis of inter-connectivity. Aside from the said perverse advantages to G-SIBs, there are intended advantages as well. Formulating recovery plans facilitates the process of embedding risk management in board-level decision-making, and it encourages bank management to rethink banks’ structure, core businesses, and systemic functions. Most likely, competitive forces in the market may prompt non-SIBs in Asia to emulate the G-SIBs framework - in which case, enhancing risk management would be more important than meeting capital surcharges, since many Asian banks are equipped with higher capital.

Hung Tran argued that the regulation of G-SIBs could have many unintended consequences which tend to reinforce deleveraging by banks, contributing to depressed economic growth conditions. First, the designation of G-SIBs strengthens market perception of these institutions as “too big to fail” allowing them market and funding advantages. This is a market practice that regulatory reform seeks to change. The simple calculation of scores to determine systemic

importance is not sensitive to risk and could distort results. For example, sizes and cross-border activities and exposures tend to go together and being used in separate scores could lead to “double counting.” Such approach could discourage cross-border financing flows, contributing to bank deleveraging. In particular, it could further discourage trade financing flows, adding to the negative effect of the Basel III treatment of trade finance in the calculation of leverage ratio.

The Future of Asian Financial Cooperation

In his presentation, Jong-ku Choi argued that Asian economies are more vulnerable to external factors such as changing economic cycles, fluctuations in exchange rates, and capital inflow and outflow from developed countries because of their high dependence on export than on domestic demand for growth and their lack of key currency. During and after the Asian financial crisis of the late 1990s, Asian economies recognized the necessity of regional financial cooperation and a regional financial safety net separate from global financial safety nets such as the IMF.

Consequently, the first regional financial safety net, the Chiang Mai

Initiative (CMI), was established in 2000 and was multilateralized to become the Chiang Mai Initiative Multilateralization (CMIM) in 2010. Likewise, the ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO), the regional surveillance unit, was launched last year to support and effectivize the function of CMIM. Some studies suggest that the CMIM has been proven superior or comparable to the IMF in such criteria as “impartiality in lending decision” and “speed of lending.” However, there is still room for improvement, as the CMIM is relatively weak in analytical expertise, monitoring and enforcement mechanism and access to information. Choi further pointed out some difficulties, including the expansion of size commensurate with the economic power and trade volume of the members, the possibility of leniency error, and the fact that the AMRO and the CMIM are separated from each other.

Choi suggested that in order to overcome these limits, further integration of the AMRO into the CMIM is necessary. The structure of the resulting comprehensive and independent body would allow for a more objective and impartial assessment of economic policies and conditionality impositions. Some initial hurdles include political factors, the initial contribution burden that follows the establishment, and the lack of expertise to manage the huge amount of capital. As

it will take time to overcome these hurdles, Choi advised that it is important to focus on accumulating experience in operating the CMIM and building AMRO's capacity.

While hailing the doubling of the size of the CMIM, Benhua Wei expressed that the size, at 1.8 percent against GDP of the 13 ASEAN+3 countries, is still too small to take up the mission of crisis prevention and management and pressed for a bigger size. In view of the fact that the CMIM has never been tested, Wei highlighted the particular importance of strong capacity building of the AMRO to support the mandate of the CMIM and appealed the ASEAN+3 countries for implementing their financial commitment.

Masahiro Kawai suggested ASEAN+3 countries should: (1) support AMRO more; (2) develop a peer review process among themselves to discuss other countries' policies; (3) expand the size of the CMIM; (4) alter the current arrangement, so that one country can borrow more; and (5) make the CMIM a more fully independent financing arrangement. Although Kawai stressed the importance of working closely with the IMF for crisis prevention and management, he pressed for the establishment of a de facto Asian Monetary Facility by strengthening the AMRO capacity and making the CMIM 100

percent delinked from the IMF.

Andre Meier commented that most Asian countries have some buffers against external shocks, including strong foreign exchange reserves and fiscal/monetary policy room to boost demand. Also, regional and global financial safety nets have been strengthened through expansion of the Chiang Mai Initiative Multilateralization (CMIM), supplemented by IMF's efforts to build a stronger global firewall. Meier emphasized the importance of looking at the current structure and longer-term potential of Asia's financial markets. In this regard, he suggested the countries retain the scope for further developments while increasing regional financial integration.

Wrap-up Roundtable Discussion

The wrap-up roundtable discussion focused on the financial safety nets, regional and global. Il SaKong maintained that the regional financial safety net, CMIM, should be complementary to the IMF and take advantage of the IMF's accumulated experience and expertise. In this connection, reform of the IMF governance should be expedited to make it a more credible and legitimate multilateral institution. Also,

for the CMIM to implement its mandate, the AMRO should be made an international organization as soon as possible and be strengthened to carry out its mandate of regional macroeconomic surveillance in support of the CMIM.

Cautioning that the CMIM could have the same stigma effect as the IMF loans have had on the recipient countries, Changyong Rhee suggested to develop criteria for prequalification list in normal times and to make simultaneous multi-country offers to avoid stigma effect. Alessandro Leipold compared current Asia with Europe in 2008 and argued that important difference between the two is that going through 2008 financial crisis, Asia strengthened its global standing and prepared itself for adverse shocks by setting up crisis prevention and management institutions. Going forward, he suggested that Asia avoid Europe's mistakes by (1) understanding that regional crises make self-rescue difficult, so regional financial safety nets should be supplemented by multilateralism; (2) setting up for working arrangements to avoid too many crisis managers; and (3) avoiding excess politicization of crisis management.

Yung Chul Park argued that the CMIM should play a complementary role to the IMF as the international financial markets are so tightly

integrated with one another. Pointing out that Japan and China have not been able to agree on many things, he suggested that a solution to this problem should be found in order for the ASEAN+3 countries to work together, whether it is to build a new regional monetary unit or to develop the CMIM to a more effective liquidity backup.

Masahiro Kawai repeated his position to create an Asian Monetary Facility to compete with the IMF as having competitors will enhance the capacity of the multilateral organizations concerned.

In conclusion, Il SaKong pressed the Asian economies which are underrepresented to work together to raise their voice at the IMF and exert leadership to get the issues of global importance moving to the benefit of not just the Asian region but also the global community as a whole. He also advised to take heed of the “them vs us’ attitude and be realistic and pragmatic. Given the importance of putting the global and regional financial safety nets firmly in place, he called for a separate international conference on this subject alone.

Opening Remarks

| *Il SaKong*

Chairman, Institute for Global Economics

Chairman Seok-Dong Kim,
President Young-Rok Lim,
Professor Stephen Roach,
Distinguished participants,
Ladies and gentlemen,

Let me first of all extend my warm personal welcome to all of you on behalf of all the co-organizers of this conference, the Institute for Global Economics (IGE), the Asian Development Bank (ADB), the Institute of International Finance (IIF) and the KB Financial Group. I would also like to take this opportunity to thank the KB Financial Group and the KB Foundation for their generous support.

The global economy at this moment is still in a highly uncertain state,

primarily because of the European economic malaise. At the core of the European problem lies a relatively small economy of Greece producing some 2 percent of the entire EU GDP with a population of about 11 million. It reminds us again how deeply integrated the world we are living in today is.

In any case, the current European trouble goes well beyond the short term policy issue of austerity vs. stimulus. Central to this is the fundamental structural problem of the monetary union without a political and fiscal union. Considering the current weak EU governance system and European leadership, it seems the fundamental problem cannot be easily resolved in the near future. For this reason alone, the global economic uncertainty may stay with us for some time to come.

In the meantime, both Europe and the rest of the world need to devote more time and resources to strengthening financial safety nets and firewalls, or to put it differently, to minimize possible contagion and continue the financial sector reform.

In fact, the current European economic problem can be seen as a twin problem of sovereign debt and banking crises. Certainly, the banking crisis aspect of the problem calls for both higher financial firewalls and fundamental banking sector reform.

As we all know, the global community has been engaging in building a new global financial regulatory regime to safeguard global financial stability since the Lehman Brothers' bankruptcy in 2008. As part of this effort, especially under the leadership of the G20 the Financial

Stability Forum (FSF) was expanded into the Financial Stability Board (FSB) with a more inclusive membership and a broader set of mandates; the new capital and liquidity standards of Basel III were adopted for implementation in phases starting in 2013; the FSB already designated 29 banks as global systemically important financial institutions (G-SIFIs); and the IMF's financial safety net facilities have been expanded and strengthened, among others.

In Asia, the Chiang Mai Initiative, which was first launched in the aftermath of the Asian financial crisis in the late 1990s, has been multilateralized to turn into the Chiang Mai Initiative Multilateralization (CMIM). In the US, the Dodd-Frank Act which includes the so-called Volcker Rule was introduced. In Europe, the European Stability Mechanism (ESM) was set up. With recent political leadership changes, a financial transaction tax in one form or another may soon become a reality in Europe.

Going forward, in addition to these reform measures, JP Morgan Chase's recent big trading loss spurs renewed attention to an even stronger financial regulatory reform, i.e. a stronger Volcker Rule. Obviously, whether or not the Volcker Rule, if it were in effect, could have prevented the incident remains debatable.

Naturally, these changes would affect all global financial markets and institutions in critical ways. Asian financial institutions are no exception. In fact, Asian financial institutions have been weathering through both the 2008 global financial crisis and the current European crisis rather smoothly, thanks primarily to their relatively lower global risk exposure and perhaps, weaker financial linkages to

global financial institutions.

Asia has the largest pool of savings and thus the current account surpluses. However, Asian countries in general have been heavily relying on global financial intermediation. It is well evidenced by the fact that there are only four global systemically important banks (G-SIBs) in Asia out of the 29 that are on the FSB's G-SIBs list. Next month in Los Cabos, the International Association of Insurance Supervisors (IAIS) is expected to present to the G20 Summit a progress report on identifying the global systemically important insurers (G-SIIs). I doubt that there will be many Asian insurers included in the list.

That said, we may recognize the potential positive side of the situation in Asia. There is much room for financial development in Asia. For this reason, it is critical for Asian policy makers and financial leaders to fully understand the changing global financial regulatory environment and draw lessons from the still on-going global financial crisis and major financial incidents.

In addition, it is equally important for Asia to have a strong region-wide financial cooperative mechanism for financial stability in the region. In this regard, the region may aim for a more ambitious goal for the current CMIM, i.e. to make it a regional monetary facility. I might add here that the regional monetary facility can be, and should be, complementary to the existing multilateral facilities, most importantly to the IMF.

I am certain that the globally renowned experts and policy makers on these subjects gathered here will provide most enlightening views and

policy recommendations. I personally am looking forward to taking part in the discussions.

Before ending my short opening remarks, I would like to thank once again all the speakers and participants and co-organizers of this conference for their cooperation and support.

Thank you.

| *Seok-Dong Kim*

Chairman, Financial Services Commission

First of all, I would like to extend my sincere congratulations to the IGE, the ADB, the IIF, and the KB Financial Group for hosting this conference. I would also like to thank Chairman Il SaKong of the IGE and all the participants.

For the Asian countries with high dependency on external markets the conditions of the global economy and financial markets have a great impact on their economic growth and stability. For this reason, I believe it is very meaningful to have this conference to find ways to deal with the problem of global uncertainty. In place of a keynote speech, I will talk about what challenges lie ahead for Asia in this changing environment.

Ladies and gentlemen, the global economic system is changing into

something that is completely different from what was in place before the financial crisis. In order to effectively deal with the changes, we have to first understand the direction of the changes. Toward this, I would like to talk about several fundamental changes that we need to be aware of.

First, there are changes to the global economic paradigm. The recent financial crisis has delivered a blow to the global economy. Against the recent shock, neoliberalism which dominated the global economy for the past four decades will be replaced by a new paradigm. If history is any guide, the Great Depression of the 1930s shifted the weight from laissez-faire to revised capitalism which emphasized the role of the state. The global inflation of the 1970s brought the introduction of neoliberalism which placed more importance on the role of the market. In retrospect, neoliberalism has encouraged for the last four decades limitless competition among economic players and thus was able to achieve quantitative growth and the spread of capitalism. Globalization and free trade has become the soil for the growth of Asian countries.

However, excessive faith in the effectiveness and autonomy of the market inherent in neoliberalism brought about such side effects as deepening income inequality and the frequent occurrence of economic crises. Now, against the global financial crisis, the movement for reflection on and reform of the economic paradigm led by neoliberalism people is gaining momentum. I am of the view that the current system of neoliberalism will be replaced by a new economic paradigm that places more importance on the new role of the public and private sectors and the stability of the economic system.

Second, I believe the paradigm for the financial markets and industry will change. The recent crisis has made the latent problems of the financial industry surface. It has been pointed out that the financial sector's excessive pursuit of profits undermined the financial stability and that the financial sector was negligent of its role as a public good and thus its social responsibility. In reaction to these, the undergoing reform of the global financial system is aimed at enhancing the financial sector's prudence and stability as well as strengthening its social responsibility. Along with this, change seems inevitable, too, in the competition structure of the global financial market dominated by large western financial institutions. The advanced financial markets and the global financial institutions have quite weakened due to huge losses from the recent crisis and are burdened by the more stringent capital requirements as part of the global effort to strengthen the prudential regulation. However, direct impact of the recent global financial crisis on financial institutions in emerging markets has been relatively small. Therefore, I believe that these institutions will have more opportunities to enter into a diversity of areas in the global financial market and their roles and importance will increase.

Third, the global governance which was also dominated by a handful of super powers is expected to change. Due to the global financial crisis, the political and economic clout of western countries such as the United States and in Europe has been on a weakening trend. Currently, the eurozone economic crisis is spreading from the periphery to the center and from the fiscal to the financial sector. On top of this, the controversy on drastic austerity policy promoted as a cure for the fiscal crisis has expanded and is increasing political instability. As we can witness from Greece whose exit from the eurozone is even

being suggested, the eurozone crisis is very complicated involving not just the economic, political and social problems of each member but also the eurozone's structural problem compounded by the single currency system. Therefore, it is highly likely that the uncertainty in the eurozone economy will continue for a while. Also, economic recovery in the United States and Japan is protracted because of structural problems and limited macroeconomic policy measures. On the contrary, the economic weight and political influence of emerging economies in the world economy will likely increase thanks to their relatively faster economic recovery. Also, the main players involved in the discussion on the new global economic order are being shifted from the G7 to the G20. In view of these, the global governance which was managed by an exclusive club of a few super powers will move to a more pluralistic system with the participation of major emerging economies.

Ladies and gentlemen, the reorganization of the global economic order is posing an opportunity as well as a risk for Asian economies that have sustained higher growth. We are at a critical juncture and we have to make effort to find a coordinated response for sustained growth.

For the last twenty years, supported by the abundant workforce, the continuous inflows of capital, and the expansion of the export markets, Asia's share of trade and GDP in the world economy has doubled and tripled, respectively. Additionally, unlike other regions, Asia is sustaining fairly good recovery, so I think it can be a source of growth for the global economy.

International organizations, such as the IMF and the ADB, are

forecasting that Asia is going to surpass the G7 in terms of economic size by 2030 and account for more than a half of the world economy by 2050.

In the financial sector, Asia has unlimited potential. In Asia, we already have international financial centers such as Hong Kong, Singapore and Shanghai. We also have huge financial markets such as Japan and Korea. Recently, China is also actively reforming its financial system including opening its capital markets. I believe that the Asian financial market is going to expand further. The ADB has forecasted that Asia's financial sector is going to grow from 23 percent of the world market in 2009 to 45 percent by 2050. As you can see, I believe that Asia has enough potential to become the center of the global financial market, let alone the global economy.

Ladies and gentlemen, it is not, however, all rosy for Asia. Asia should watch out for the middle income trap that Latin America got caught in. If Asia also gets caught in this trap, then the region's contribution to the world economy will remain in the range of 30 percent only by 2050. Also, Asia's high external dependence is always accompanied with the potential for contagion of shocks such as the current European fiscal crisis can be spilt over to Asia via the financial and real sectors. The region's vulnerability to external shocks is augmented by delayed growth of domestic demand and the private sector's weak self-reliance.

Additionally, Asia's room for growth really depends on the Chinese economic performance because of a high dependence on China. Furthermore, economic disparity among the Asian countries can limit the rapid expansion of intra-regional economic cooperation.

Unstable social systems due to inadequate social safety nets and the underdeveloped financial system are also some of the structural problems Asia is faced with.

In order for Asian countries to become key players of the global economy, the region needs to work together to eliminate these risks. With that in mind, I would like to briefly touch on some of the tasks for which Asian countries need to make coordinated efforts, with a focus on the financial sector.

First of all, we need to have a stable and strong intraregional financial stability framework. The quick inflows of capital following financial globalization and liberalization have supported the fast growth of Asian countries with secured investment resources and increased asset prices. However, as witnessed in the financial crises in 1997 and again in 2008, when the international financial markets become unstable, the Asian financial markets are impacted as well. So, we need to work together to put in place a system to deal with it. Fortunately, Asia has made considerable progress in establishing regional financial safety nets, including the launch of the ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO) to surveillance regional financial crises. Recently, the ASEAN+3 countries have agreed on introducing an independent crisis prevention system. I believe this is a very important milestone in regional financial cooperation. Also, the establishment of the Credit Guarantee Investment Facility (CGIF) of \$700 million and the launch of the Asian Bond Market Forum (ABMF) as regional bond market standard setters are also very meaningful achievements for the development of Asian bond markets.

Now, we need to work together to have a region wide financial cooperation system such as making the AMRO an international organization. First, in the medium to long term we need to expand the domestic market by increasing the regional demand. In this sense, FTAs among the countries in the region or regional economic integration are important tasks to pursue actively.

Secondly, we need to actively participate in the discussion of a new global financial order, so the Asian views can be duly reflected in the discussion. In case the global discussion on financial regulation is led by the advanced countries, high level regulation can be applied indiscriminately to all countries and consequently the financial industry of emerging economies can be put at a disadvantage. Additionally, excessive capital outflows from emerging economies in the process of deleveraging by global SIFIs for their increased capital quality can cause financial instability. Therefore, we need to take active part in the discussion of one of the main agenda items of this year's G20 "financial regulation's unintended impact on emerging economies." Asia's coordinated common response can be a way to go to get the Asian views effectively reflected in the G20.

Third, we need to address the problem of economic inequality that has emerged as an important issue during the recent crisis. According to the ADB, the income disparity of Asian emerging economies continues to deepen unlike in Africa and Latin America. It is a clear example of the problem of the Asian economies focused on growth. Deepening social inequality undermines not just social stability but also economic growth in the medium to long term. Deepening income polarization reduces effective demand of the society at large. At the

same time, people in the high income bracket whose consumption increase has reached the limit are driven to concentrate their assets in financial markets, thus hurting the healthy circulation of capital. Therefore, we need to make efforts for inclusive growth which covers the establishment of social safety nets, increase in investment in human resources and the development of employment-friendly growth policy. I believe the financial sector has a very important role to play in effectively alleviating the social inequality issue. As was discussed at the G20 Seoul Summit, we need to make concerted efforts to expand the financial services to the financially excluded, such as the small and medium companies and low income earners.

Finally, I would like to point out that a common response is required for climate change and energy issues. As many of the Asian economies are agriculture- and fisheries-based, they are particularly more vulnerable to climate change than other regions. Out of twenty cities that will be most impacted by the rising sea level, fifteen are located in Asia. Rapid economic growth is predicted to push Asian countries to consume 40 percent of global energy consumption by 2050. However, the region is expected to import 85 percent of its oil needs. The energy self-sufficiency rate is very low. Asia's low responsiveness to climate change and vulnerable energy supply and demand structure will highly likely become an obstacle to sustainable growth. The problems of climate change and energy security cannot be tackled by one country alone. Therefore, to establish a sustainable green growth strategy we need collective efforts led by international organizations like the ADB.

Ladies and gentlemen, in the eighteenth century before the Industrial Revolution Asia was the largest economic bloc whose share of the

world economy amounted to 60 percent. However, Asia lagged behind the West because it failed to make a mega change like the Industrial Revolution. Therefore, for Asia to re-emerge as the center of the global economy in and after the current crisis, I believe it is critically important for Asia to take the leadership into a new era. I hope this international conference will be an important stepping stone for Asia opening up a new future.

Thank you.

Now or Never for Global Rebalancing

| *Stephen Roach*

Senior Lecturer, Yale School of Management

(Former Chief Economist, Morgan Stanley)

The global economy is in trouble. In an era of globalization no one is in an oasis of prosperity. Not you in Asia or you specifically in Korea. At work, in my opinion, is a very corrosive force of mounting imbalances that has been building in the global economy for the last few decades. We have ignored those imbalances because it has been convenient to ignore them. Yet, we always seem to come back to them in moments of crisis. The crises we face are then followed by temporary recoveries, which lead us once again to forget the difficulties we have been through.

There are a lot of things one could speak about in addressing the prospects for the global economy these days. I can spend all morning talking about Europe but I'm not going to. I am going to stick with one key aspect of the global economic outlook, the need to pay attention to imbalances and the need to finally get on with the very difficult yet

unavoidable task of global rebalancing before it is too late.

For those of you who have followed some of my work over the years you will remember that I have been speaking about global imbalances for about a decade. I first warned of global imbalances in 2002 and no one listened. The world just came through three difficult events in the short span of three years: the Asian financial crisis, the Y2K scare, and the bursting of the dotcom and the US equity bubble. I argued at the time that these crises were an outgrowth of mounting imbalances and that they were likely to persist.

At that time, I also argued that the world was ill equipped to deal with these persistent imbalances. Yet it was lured into complacency by the subsequent recovery that followed. These three events a decade ago were not isolated developments. You can see a pretty sad state of affairs of a crisis prone world over the last 30 years.

By my count there have been 11 major crises in the last three decades beginning with the Latin debt crisis in the early 80s, going through your own crisis in this region in the late 90s, then of course the subprime, and now Europe (Figure 1). This time line offers a tough commentary on the nature of the world to fall into crisis all too frequently. Roughly once every three years on average, as you can see from the time line, they have gone from small to big, from local to global, and from simple to complex. In the end, one crisis seems to beget another as the cure for one sows the seed for the one that is to follow. Some have referred to this aspect of the time line as “kicking the can down the road.” It is hard to argue with that.

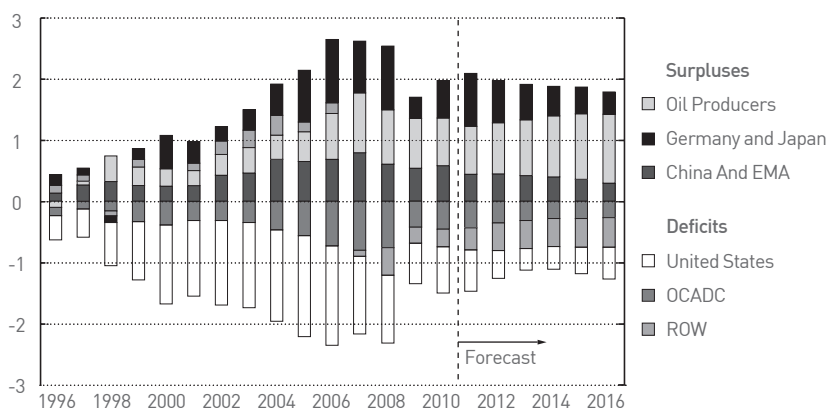
Figure 1. *11 Crises in the Past 30 Years*

1. 1982: Latin American Debt Crisis
 2. 1987: Stock Market Crash
 3. 1990: US Saving and Loan Crisis
 4. 1990: Japan
 5. 1995: Mexico
 6. 1997: Asia
 7. 1998: LTCM
 8. 2000: Dotcom
 9. 2001: Enron-led Accounting Scandals
 10. 2007: Subprime
 11. 2010: Europe
-

There is one key unifying aspect of these all too frequent pitfalls in the crisis prone world. Behind each of these crises is a major imbalance. Through reflection of the confluence of asset bubbles and credit bubbles, these imbalances could have been addressed by proactive and disciplined monetary and fiscal policies. But the temptations of false prosperity proved to be too alluring. So, the crisis prone world continued its race to the edge.

What do we mean by global imbalance? Figure 2 shows one of my favorite matrixes looking at the current account imbalance. Major surpluses are stacked above the zero line and deficits stacked below it. There are three important conclusions I want to stress from this depiction of global imbalances. First, the magnitude of the global imbalances can be approximated by adding up the surpluses and the deficits, and scaling them by the world GDP. In the mid 1990s that

Figure 2. *Current Account Imbalances (% of World GDP)*



Source: IMF

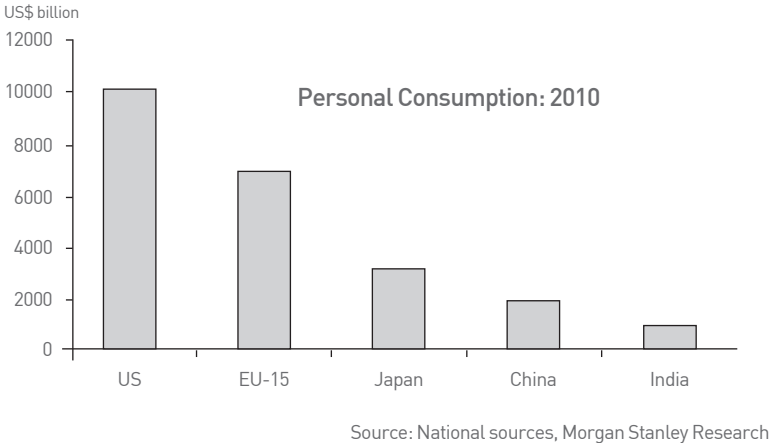
sum was about 1 percent of world GDP. Pre-crisis that number was 6 percent. It has narrowed, as you would expect, in the aftermath of the great recession but is projected by the IMF to hold steady at about 4 percent of the world GDP over the next three to four years, literally four times the magnitude of the imbalances that prevailed in the mid 1990s.

The second point to note is that the deficits are highly concentrated in the United States. The red bars account for about 75 percent, they absorb about 75 percent of the entire surplus savings since the mid 1990s. Third, the surpluses are more broadly based but they are still concentrated in China, Japan, Germany, and amongst oil producers.

In drawing out this theme of unsustainable imbalances, I want to bore into some detail on the forces that work both on the demand side and on the supply side of the equation. On the demand side, you can see

a mix of global consumption dominated by the biggest consumer in the world, the US consumer (Figure 3). At 4.5 percent of the world's population, the US consumer is a \$10.7 trillion consumer. Compare that with the two most populous countries in the world, China and India. Combined they have nearly 10 times the population of the US but collectively they are only a \$2.5 trillion consumer, literally one-fourth that of America.

Figure 3. Demand Side: The Global Consumer



The conclusion that I want you to make from this chart is that the mix of global consumption suggests that the outlook for consumer demand globally is likely to be weak for years to come. The global demand will be driven by the American consumer. The consumption share of US GDP, which averaged 65 percent in the final quarter of the 20th century, is now 71 percent. There was a surge of spending, unprecedented in global history and unprecedented in American history.

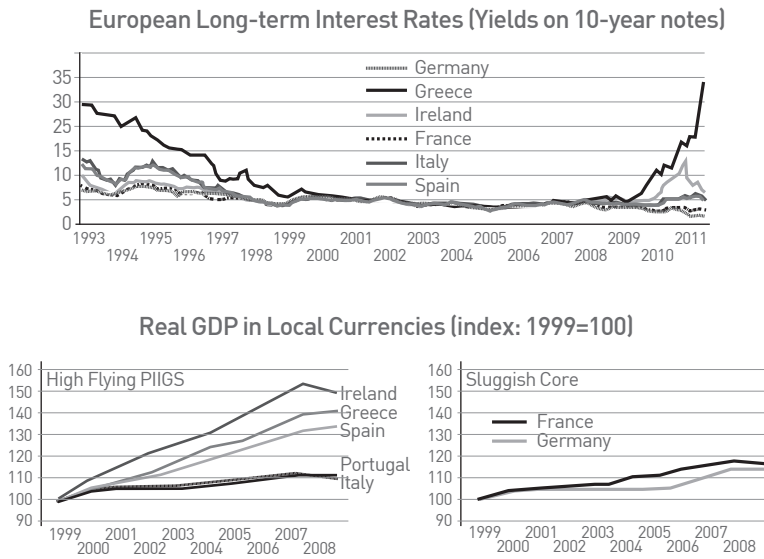
It was a surge in spending that was not supported by the economy's underlying income-generating capacity. It was supported entirely by two bubbles, property and credit, both of which now burst. In response to the balance sheet recession that emerged, US consumers have cut back as never before. Consumption growth in the United States, the biggest consumer in the world, has had an average annual rate of 0.6 percent over the past 17 quarters, which compares with the trend of 3.6 percent in the decade leading up to the crisis. This is the most significant headwind holding back global consumption right now and it is likely to persist for years to come given the excess of debt and the inadequacies of personal savings that still exist in the United States.

In Europe, the outlook is terrible. Europe is in recession despite the fact the GDP for the first quarter was unchanged. There is no question in my mind that the European economy has been in recession for at least six months and will likely continue to be in recession through the balance of this year.

Uncompetitive, unbalanced, and overly reliant on banks, the European economy is in the grips of a major crisis where the focal point is on the financial system. However, it is a crisis that has spilled over dramatically into the real economy. Consistent with the timeline I showed you at the outset, please do not view the European crisis as a separate independent crisis. This is very much an outgrowth of the great recession that began in 2007 and 2008.

At work in Europe are the lethal forces of the bursting of a convergence bubble. Figure 4 is slightly complicated but it shows at the top, courtesy of the European Monetary Union, how everybody got German and

Figure 4. Europe's Convergence Bubble



Source: European Central Bank and International Monetary Fund

French interest rates beginning in 2000. Irrespective of how flawed your economy was structurally or competitively, all you had to do was join and you got German interest rates. In retrospect, that was totally ridiculous. That was a bubble every bit as bad, if not worse, than the dotcom bubbles and property bubbles that we have seen. But based on that bubble, growth exploded in Ireland, Greece, and Spain. And of course, Germany, Europe's great exporter, benefited enormously from selling things to peripheral economies in southern Europe and Ireland.

Europe was caught up in its own convergence bubble, which has now burst with sickening aftershocks not just in southern Europe but it is

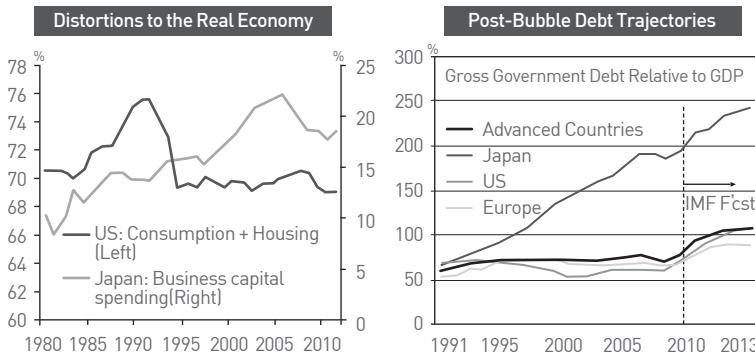
now spilling over into the core. This is another direct manifestation of the perils of unbalanced economic growth that is deeply rooted in a regime of financial excess.

Japan has very much been the laboratory, unfortunately, for much of what ails the broader economies of the developed world. One of the courses I teach at Yale University right now is called “The Lessons of Japan,” where we spend five or six weeks exploring what went wrong in Japan, what brought that first miracle of modern Asia to its own demise, and what those lessons imply for other economies around the world, particularly those of the United States, Europe, China, and the rest of you in Asia or elsewhere in the developing world.

The key conclusion we draw from this course is not that bubbles are bad but that bubbles are bad when they create imbalances and distortions in the real economy. I am not arguing that policy makers go in and prick every bubble the first time they see the market go to excess. But when there are visible manifestations of speculative bubbles distorting the real economies as you can see on the left, the blue line in Japan blowing up from 15 percent to 22 percent in the latter half of the 1980s or home building activities and consumption the US blowing up from 70 percent to 76 percent of GDP in the late 1990s, that is when you know something is wrong (Figure 5). That is when you know the imbalances must be addressed by discipline and proactive monetary and fiscal policy that is very much focused on financial stability.

The real lesson from Japan is seen on the graph. On the right it shows the soaring sovereign debt-to-GDP ratio. Japan looked like the rest of the developed world in the early 1990s, but now its debt-to-GDP ratio

Figure 5. *Lessons of Japan: Bubbles, Zombies, and Debt*



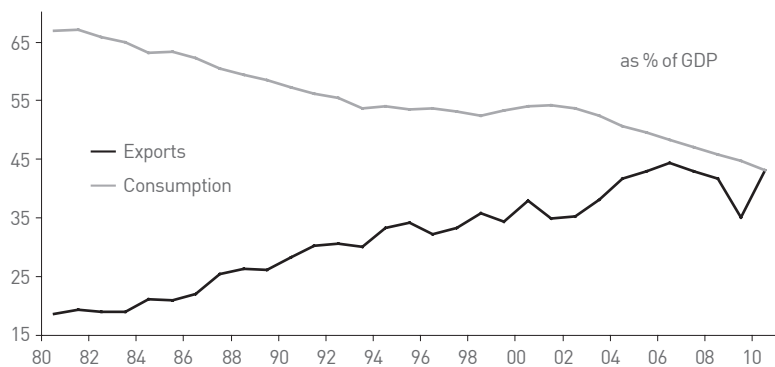
Source: National accounts of Japan and the US; IMF

is 220 percent and rising. We are told: “Don’t worry, long-term interest rates are low and it doesn’t cost anything to service the debt.” If you believe that, I’ll give you the remainder of all the unsold copies of my book, *The Next Asia*.

This is a time bomb that is ticking right now, ladies and gentlemen. The fuse is being lengthened by central banks who are subsidizing debt service by zero interest rate policies. How sustainable is that? Is that in fact a visible sign of the next crisis? The supply side of the world is a story that is very much made in Asia. While I am a huge enthusiastic supporter of all that has unfolded in Asia over the past 15 years, I am very mindful that your region here continues to suffer major imbalances of its own to this very day.

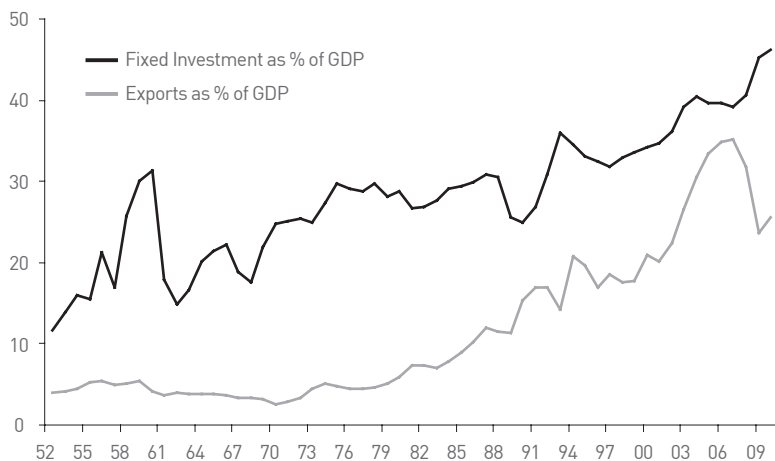
Adding up the GDP of 15 economies of developing Asia including Korea, you see these imbalances before your very eyes. In Figure 6, the

Figure 6. GDP Shares: Developing Asia



Source: IMF, Morgan Stanley Research

Figure 7. China's Growth Leaders



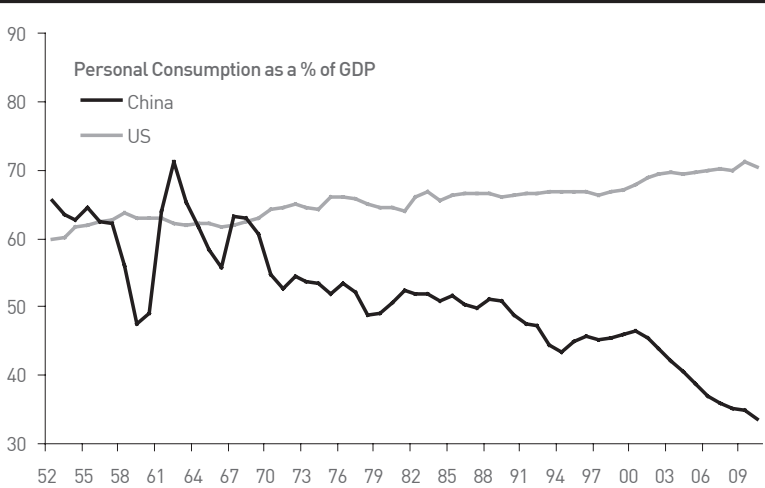
Source: National sources, Morgan Stanley Research

red line shows internal private consumption has never been lower. The black line shows exports, which plunged in the crisis of 2008-9. Exports are now back to their pre-crisis high. They have never been higher. Asia remains hugely dependent on external demand from the developed

world, as Chairman Seok-Dong Kim said in his speech. Nowhere is that more evident than in China. In China, the shares of GDP that have accounted for its miracles are export and investment (Figure 7). The share that has been on the outside looking in is internal private consumption (Figure 8).

Five years ago, the premier of China, Wen Jiabao, pointed out, that while China was strong on the surface, beneath the surface was an economy that worried him because it was increasingly unstable, unbalanced, uncoordinated, and ultimately unsustainable. We call this the paradox of the “Four Uns.” The crisis of 2008-9 underscored that paradox very clearly. Exports shown in the red line in Figure 7 collapsed in seven months given the shortfall of global trade. Lacking support from internal private consumption, the Chinese did the

Figure 8. *China’s Growth Laggard*



Source: National sources, Morgan Stanley Research

only thing they could do to continue economic growth and maintain social stability. There was a massive fiscal stimulus, aimed at fixed investment and the Chinese economy recovered very sharply in the second half of 2009, but with obvious and important aftershocks to deal with in the years ahead.

The challenge for China is to take the warning shot heard in 2008-9 as a strong sign to move ahead with a long overdue structural rebalancing of its own economy. The good news is that China gets it. The 12th Five-year Plan, enacted over a year ago, features three key forces that will drive a much more pro-consumption growth model in China in the years ahead: jobs, wages, and a social safety net.

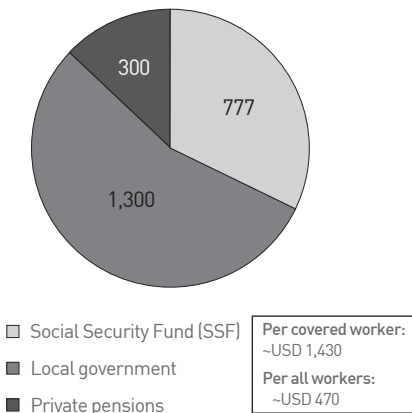
The jobs story is all about the development of a very small services sector in China. At 43 percent of Chinese GDP and targeted to go to 47 percent over the next five years, this is the smallest services sector of any major economy in the world. Services are critical for China. They are the infrastructure for consumer demand and they generate far more jobs than do the current sectors leading the economy, manufacturing and construction. In China, services generate 35 percent more jobs per unit of GDP than manufacturing or construction. By shifting from capital-intensive manufacturing to labor-intensive services, China can still hit its labor absorption targets but grow more slowly. This is good for China and good for relieving the pressure on oil and other natural resource demand.

The wages piece is driven by a lot of forces that work in China but the single most important one, in my view, is the unprecedented pace of rural urban migration. Last year was the first year the urban shares

of the Chinese economy at 51.3 percent was larger than the rural share. This is very important because the average worker in the city makes between 3 and 3.25 times that of his or her counterpart in the countryside. The trick is to couple rural urban migration with the development of services industries that provide employment for newly migrated Chinese workers.

Then finally there is the safety net. You can generate labor income by services led development, but it will be saved and not spent if families do not have some sense of security over the future of China, and they do not. You can see this with the pie chart in Figure 9 that shows the assets under management in the various retirement plans in China. National social security, local government social security, and private sector pensions total up to be about 2.4 trillion RMB, which works out

Figure 9. Retirement Assets 2009 (RMB Billion)



Source: International Monetary Fund, National Bureau of Statistics (China), National Social Security Fund (China)

to be about \$470 per person of assets to cover lifetime employment for the average worker in China. Money goes a long way in China but \$470 is not enough.

On China, I would just say there are a lot of predictions that the Chinese economy will experience a hard landing. I am not in the hard landing camp. The Chinese economy is slowing but the slowing is far gentler than was the case during

the crisis three to four years ago. The deceleration from the peak of 11.9 percent a year ago has been less than half that. The most important thing you need to know about the growth risk to the Chinese economy is that it has plenty of ammunition to deal with the downward pressure on economic growth. For monetary policy, the benchmark one year lending rate today is 6.5 percent versus the headline CPI of 3.4 percent. There is plenty of scope for easing, should the economic conditions continue to deteriorate which I do not think they will. With fiscal deficits of 2 percent of GDP, there is plenty of scope for stimulus there as well.

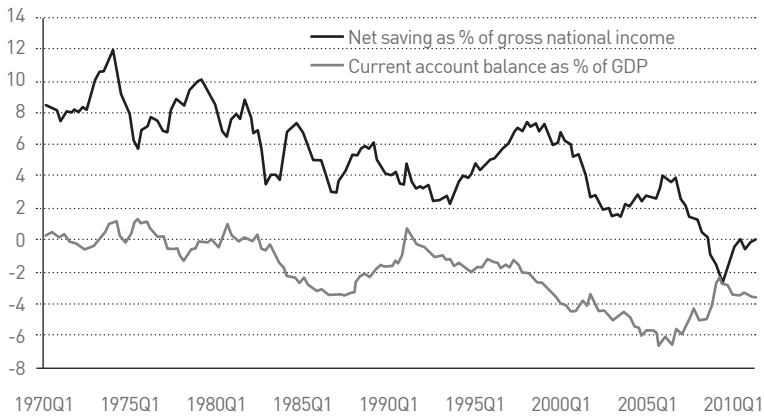
Now back to my theme of global imbalances, if there is one imbalance that I worry about the most down the road, it is the sovereign debt overhang building in the developed world, Japanese style. The second thing I worry about most is the outbreak of protectionism, especially Washington led China bashing.

In case you have not followed the developments in the United States over the last seven years, we continue to believe that China is the source of all the problems bearing down on the American workers. We do not like to accept responsibility for our problems. We like to find somebody else to blame them on. So, we blame China. And the logic is that we have big trade deficits. The trade deficits are squeezing jobs and real wages. 35 percent of our trade deficit since 2005 reflects bilateral imbalances with China. China manipulates the renminbi; therefore, we have to punish China to revalue the renminbi to make things better for American workers. It would be a simple thing to do. "So, why don't we just do it?" ask the republicans, democrats, and unfortunately, some very prominent economists. I don't want to name names but there is a guy with a beard who writes columns on Mondays and Fridays in the

New York Times, you know who I mean.

We do have a big trade deficit with China but we have trade deficits with 88 countries. We do not have a bilateral problem, we have a multilateral problem. And you cannot fix a multilateral imbalance by putting pressure on a bilateral currency. We must instead get at the forces behind the multilateral imbalance and that is the shortfall of our national savings (Figure 10). You would think that a Nobel Prize winning economist would understand that.

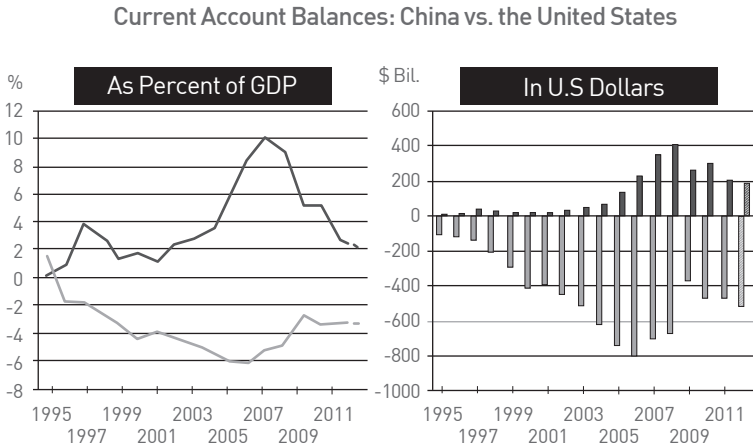
Figure 10. *Behind the US Current Account Deficit*



Source: U.S. Bureau of Economic Analysis

We talk a lot about the fact that a lot of the sources of imbalances in the global economy are due to the savings glut led by China. In Figure 11, we see the charts that are typically assembled in support of that. The Chinese current account surplus peaked at 10 percent of GDP. It is the biggest surplus we have seen in a long time for a major economy.

Figure 11. *Current Account Balances: China vs. the United States*



Source: International Monetary Fund; 2012 is IMF forecast

There are a couple of things to note though. Number one, the Chinese surplus is vanishing before our very eyes. It is estimated to be 2.25 percent of its GDP this year. Number two, when scaled by the respective economies, it distorts the global magnitude of this problem. Just looking at the Chinese surplus in dollars compared to the US deficit in dollars, you can see this year alone the US deficit is likely to be near three times that of China's surplus. I continue to believe that the single most destabilizing factor in the global economy today is America's massive current account deficit.

I just want to stress one final point. The bilateral relationship between the US and China continues to be, in my view, the single most important bilateral relationship in the global economy with enormous implications for the rest of Asia. We have viewed this bilateral

relationship through the wrong lens for far too long. We viewed it more as a threat than an opportunity.

For growth-starved America, where the biggest piece of our economy is now frozen consumer demand, we need to look long and hard at new sources of economic growth. Export is at the top of my agenda and America's third largest export market and the most rapidly growing is China. We need to get over this unfortunate fixation on the currency and make certain that we have access to the new markets that will be emerging in China as China does its own pro-consumption rebalancing. There is plenty of opportunity in the United States for partnering up with the Chinese in services and in knowledge-based and innovations-based industries.

These are our opportunities and America has had a long history of seizing competitive opportunities by taking the high road of economic competition rather than the low road of currency bashing. Needless to say, however, the pressures on labor are an extremely important part of the global imbalance equation, as well.

I will leave you by just underscoring the theme that I opened up with and that is, that for far too long we have allowed these imbalances to build in the global economy. It is no longer acceptable in my opinion to ignore these ever mounting global imbalances. They have given us 11 major crises in the last 30 years and the odds are they will give us another one in the not so distant future.

The United States must lead the way for the advanced economies in saving more and consuming less. Developing Asia must do the opposite

and lead the way in putting your surplus savings to work to stimulate internal private consumption. China needs to take the lead in that respect. As far as I am concerned, if there is one thing we should learn from these wrenching crises of the last 30 years, especially these two major crises of the last three years, it is that it is now or never for global rebalancing. And this time I really hope someone is listening.

Thank you very much.

Q u e s t i o n s a n d A n s w e r s

Q *Question from the Floor*

I agree that the 11 crises were all major crises but I would have thought that there were many more than 11. What were the criteria for choosing those 11?

Stephen Roach

These are the major crises that I personally judged to be of global impact over the last three decades. There are a lot more, you are entirely right. But each one of these events led to a series of significant adjustments in financial markets with collateral damage to the real economy and they are deeply rooted in macro imbalances that emerged at the time. So, it does leave out some of the smaller crises that were also very important from time to time.

Q *Question from the floor*

It seems the central banks have become more politicized rather than abiding by their principles and roles. What is your view on this?

Stephen Roach

That is the heart of the debate right now that is raging on both sides of the Atlantic over austerity or discipline. It is a debate that has been increasingly evident in the elections in Europe over the last few

weeks alone. I think you are right in your basic premise that what we have seen in the last 30 years is the politicization of macro policy discipline. The politicians are putting pressure especially on central banks to deliver growth beyond which is appropriate. Nowhere is that more evident than in the United States. In the Greenspan era and Bernanke era we had a far too accommodative monetary policy. We had a series of excuses as to why it is appropriate to run excess monetary stimulus—“don’t worry we can clean up after bubbles.” We have a new paradigm that explains the dotcom bubbles in the late 1990s. More recently, derivatives were thought to be good, the shock absorber cushioning the provision of liquidity for financial markets. Try telling that to Jamie Dimon today.

I think central banks have lost their independence. They have become politicized. Fiscal authorities by definition are politicized, so you need independent central banks to be the offsetting counter weight to these powerful political pressures. We are certainly not getting that in the United States. I am in favor of changing the mandate of the central bank to require central banks to focus on financial stability which is something you did last year in Korea. That has become increasingly global in scope, with the two important holdouts of the Federal Reserve and the European Central Bank (ECB). Until that happens, I worry that central banks will be caught in a web of these powerful political forces and will continue to go down this destabilizing path of unbalanced and increasingly dangerous global economic growth.

Presentation

Now or Never for Global Rebalancing

Stephen S. Roach

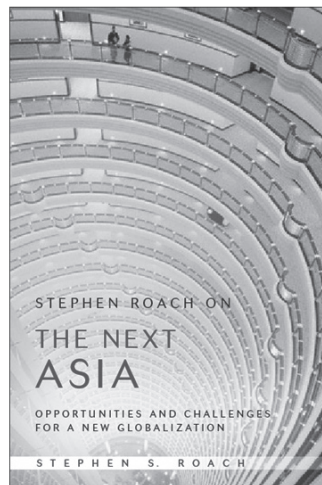
Yale JACKSON INSTITUTE FOR GLOBAL AFFAIRS

Now or Never for Global Rebalancing

Stephen S. Roach

Senior Fellow
Yale Jackson Institute for Global Affairs

Institute for Global Economics
Seoul, Korea
May 18, 2012



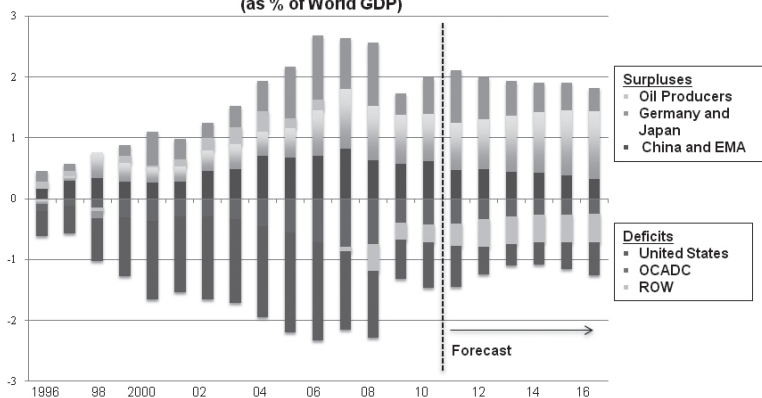
A Crisis-Prone World

11 Crises in the Past 30 years

- 1982: Latin American Debt Crisis
- 1987: Stock Market Crash
- 1990: US Saving and Loan Crisis
- 1990: Japan
- 1995: Mexico
- 1997: Asia
- 1998: LTCM
- 2000: Dotcom
- 2001: Enron-led Accounting Scandals
- 2007: Subprime
- 2010: Europe

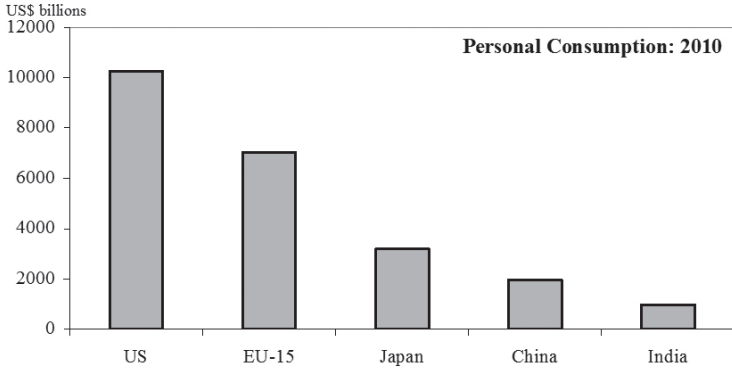
The Delusion of “Sustainable Imbalances”

Current Account Imbalances
(as % of World GDP)



Source: IMF

Demand Side: The Global Consumer



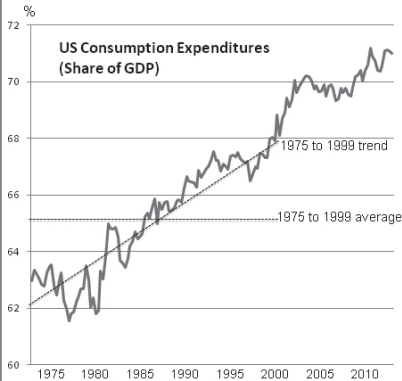
Source: National sources, Morgan Stanley Research

Yale JACKSON INSTITUTE FOR GLOBAL AFFAIRS

3

Growth American Style

US Consumption Binge



America's Zombie Consumers

(US real consumption:
Average annualized growth)

- **The Balance Sheet Recession**
2008-I to 2009-II: -2.2%
- **Anemic Recovery**
2009-III to 2012-I: +2.7%
- **17 Quarter Average**
2008-I to 2012-I: +0.6%
- **Pre-crisis trend**
1996 to 2007: +3.6%

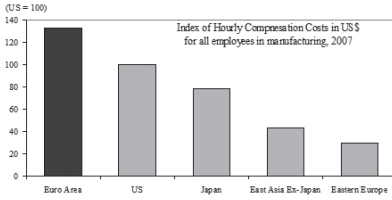
Source: National sources, Morgan Stanley Research

Yale JACKSON INSTITUTE FOR GLOBAL AFFAIRS

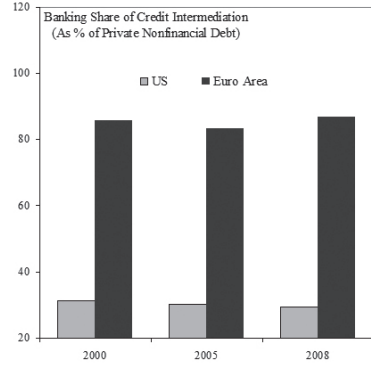
4

Euro Malaise

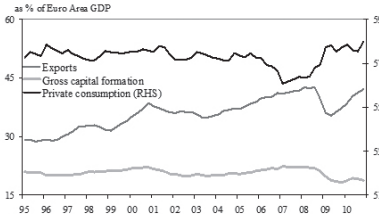
Uncompetitive



Bank-Centric



Unbalanced

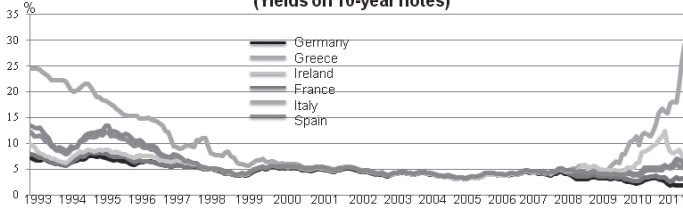


Source: National sources, Morgan Stanley Research

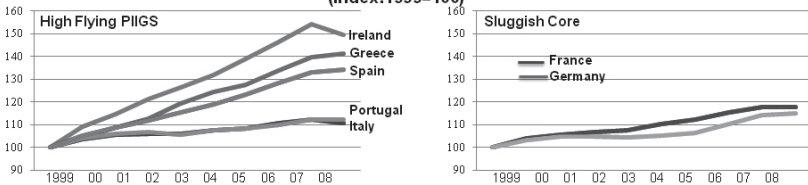
Yale JACKSON INSTITUTE FOR GLOBAL AFFAIRS

Europe's Convergence Bubble

European Long-term Interest Rates (Yields on 10-year notes)



Real GDP in Local Currencies (Index:1999=100)

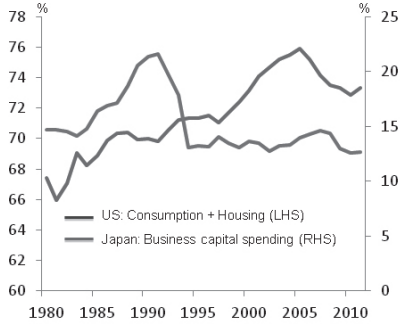


Sources: European Central Bank and International Monetary Fund

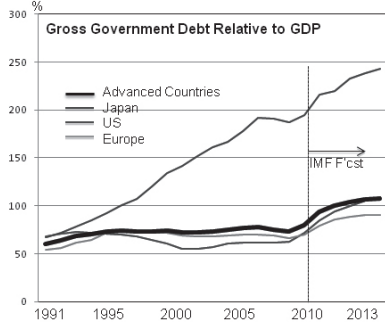
Yale JACKSON INSTITUTE FOR GLOBAL AFFAIRS

Lessons of Japan: Bubbles, Zombies, and Debt

Distortions to the Real Economy



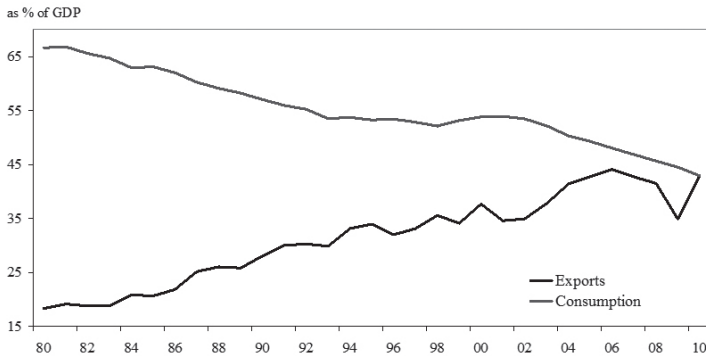
Post-Bubble Debt Trajectories



Source: National accounts of Japan and the US; IMF

Supply Side: Unbalanced Asia

GDP Shares: Developing Asia

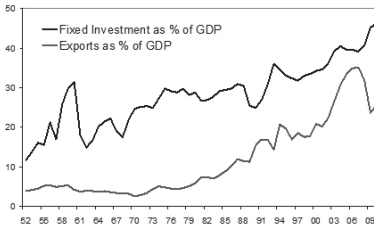


Source: IMF, Morgan Stanley Research

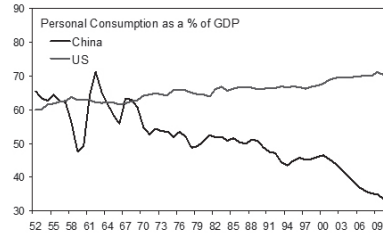
Growth Chinese Style

"Unstable, unbalanced, uncoordinated, and unsustainable."
 — Premier Wen Jiabao, March 16, 2007

China's Growth Leaders



China's Growth Laggard

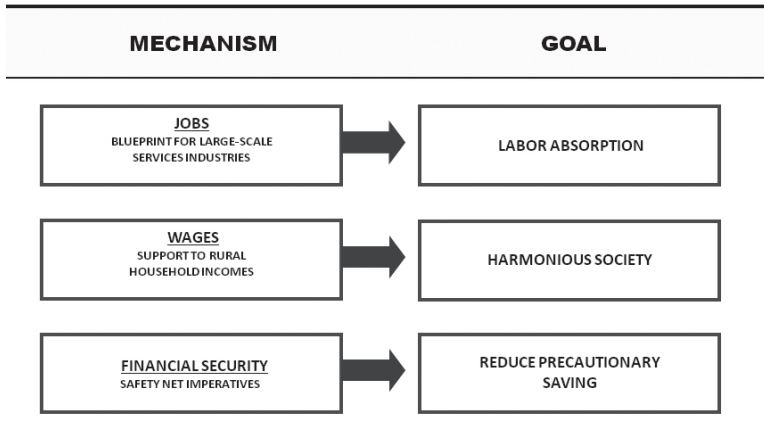


Source: National sources, Morgan Stanley Research

Yale JACKSON INSTITUTE FOR GLOBAL AFFAIRS

9

China's Pro-Consumption 12th Five-Year Plan

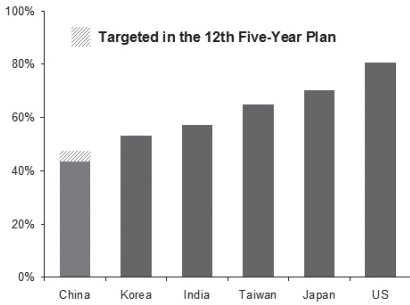


Yale JACKSON INSTITUTE FOR GLOBAL AFFAIRS

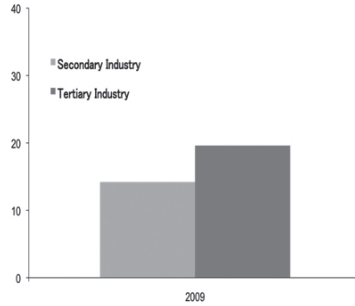
10

Jobs: The Potential in Chinese Services

A Lagging Chinese Services Sector

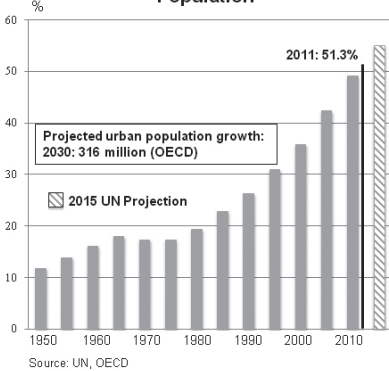


Labor Intensity: Jobs per RMB Million GDP

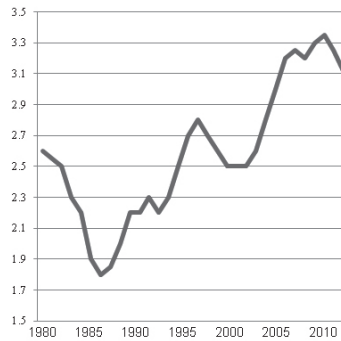


Wages: The Tailwinds of Urbanization

Urban Share of Chinese Population



China: Ratio of Urban to Rural Income



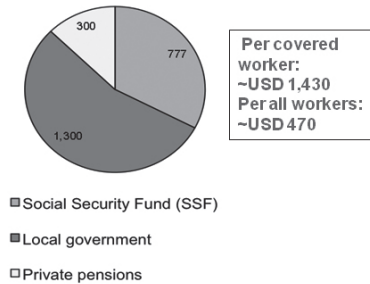
Financial Security: The Safety Net

Chinese Household Saving Rates



Source: International Monetary Fund, National Bureau of Statistics (China), National Social Security Fund (China)

Retirement Assets 2009 (RMB Billion)



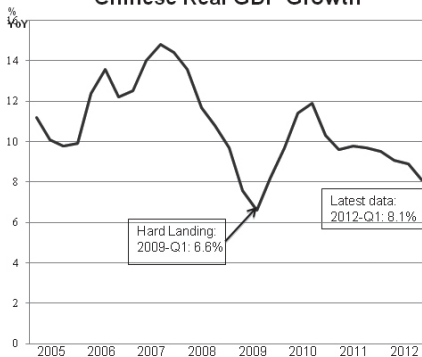
Per covered worker:
~USD 1,430
Per all workers:
~USD 470

Yale JACKSON INSTITUTE FOR GLOBAL AFFAIRS

13

China's Landing – Soft not Hard

Chinese Real GDP Growth



Source: China National Bureau of Statistics

Two Landings

Peak	Trough	Diff
2007-Q2 14.8%	2009-Q1 6.6%	8.2
2010-Q1 11.9%	2012-Q1 8.1%	3.8

Assessing 2012-Q1 (8.1%)
 • Fuzzy expectations (8.3%)
 • Milder descent
 • Still 1.5 pts faster than 2009-Q1
 • This could be the low point

Yale JACKSON INSTITUTE FOR GLOBAL AFFAIRS

14

Washington's Misplaced China Phobia

America's Multilateral Problem: 88 Bilateral Trade Deficits in 2010

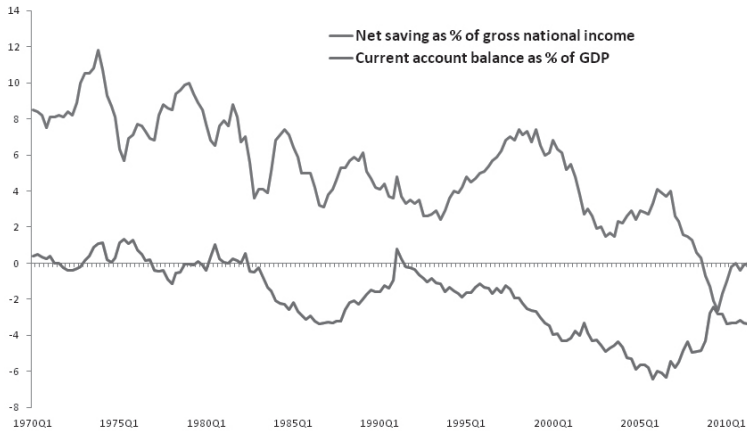
ALGERIA	Czech Republic	Korea, South	RUSSIA
Angola	Denmark	Kuwait	SAUDI ARABIA
Austria	Ecuador	Laos	Serbia
Azerbaijan	Equatorial Guinea	Lesotho	Slovakia
Bangladesh	Estonia	Libya	Slovenia
Belarus	Falkland Islands	Lichtenstein	South Africa
Bolivia	Faroe Islands	Lithuania	Sri Lanka
Bosnia-Herzegovina	Fiji	Macedonia	St. Helena
Botswana	Finland	Malawi	St. Pierre and Miquelon
British Indian Ocean Terr.	FRANCE	MALAYSIA	Swaziland
Bulgaria	Gabon	Mauritius	Sweden
Cambodia	Gaza Strip	MEXICO	Taiwan
Cameroon	GERMANY	Namibia	THAILAND
CANADA	Guyana	Nepal	Trinidad and Tobago
Chad	Hungary	Nicaragua	Turkmenistan
CHINA	India	NIGERIA	United Kingdom
Cocostslands	Indonesia	Norway	VENEZUELA
Columbia	Iraq	Pakistan	Vietnam
Congo (Brazzaville)	IRELAND	Philippines	West Bank
Congo (Kinshasa)	Israel	Pitcairn Islands	
Costa Rica	ITALY	Portugal	
Cote d'Ivoire	JAPAN	Reunion	
Croatia	Kazakhstan	Romania	

Note: Top 15 in CAPS

Yale JACKSON INSTITUTE FOR GLOBAL AFFAIRS

15

Behind the U.S. Current Account Deficit



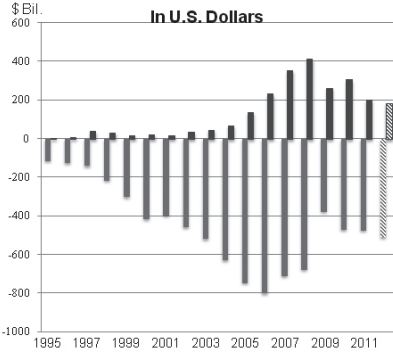
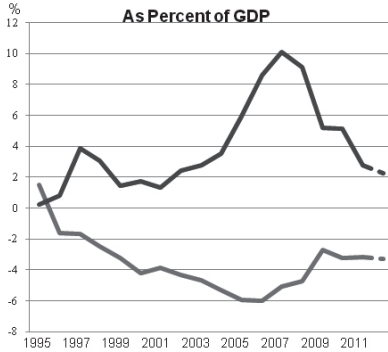
Source: U.S. Bureau of Economic Analysis

Yale JACKSON INSTITUTE FOR GLOBAL AFFAIRS

16

A Tale of Two Imbalances

Current Account Balances: China vs. the United States



Source: International Monetary Fund; 2012 is IMF forecast

America's Opportunity: The Export Revival



Top 10 Markets for U.S. Exports

	\$ Value: 2011 (bil.)	5 Year growth*
1. Canada	280.9	2.4%
2. Mexico	197.5	3.7
3. China	103.9	15.6
4. Japan	66.2	0.4
5. U.K.	56.0	6.0
6. Germany	49.1	7.9
7. Korea	43.5	2.8
8. Brazil	42.9	15.3
9. Netherlands	42.8	6.9
10. Singapore	31.4	n/a

* Average annual export growth: 2005-09

Source: U.S. Department of Commerce, BEA

China's Opportunity: Rebalancing Up the Value Chain

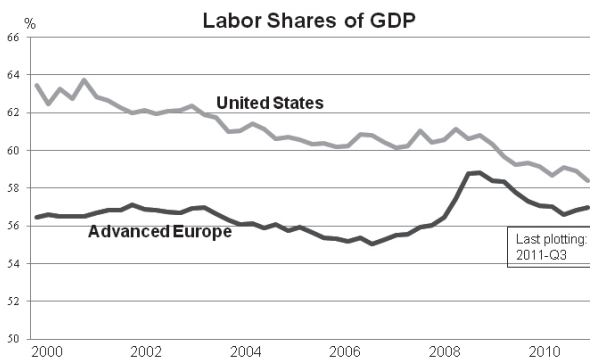
- **Services infrastructure:**
 - Distribution network
 - Transactions intensive
- **Knowledge-based expertise**
 - Education
 - The Silicon Valley Model
- **Innovation-led synergies**
 - Strategic emerging industries
 - IT-enabled innovation
- **Safety net and asset management**

China's Undersized Services Footprint

	China: Urban Units	United States
Total employment (mil)	120.2	131.6
Primary	7.8%	2.1%
Secondary	37.0%	13.0%
Tertiary	55.2%	84.9%
Government	11.0%	17.1%
Private Services	44.2	67.8
Wholesale & Retail	4.2	15.1
Healthcare	4.6	12.4
Prof & Bus Services	4.3	12.6
Leisure & Hospitality	2.6	9.8

Note: For China, employment structure is for 2008; urban units do not include private enterprises and self-employed. For United States, data are for January 2010.
 Source: NBS China and US Bureau of Labor Statistics

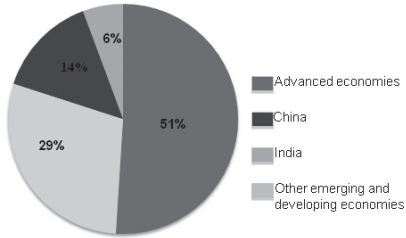
Occupy Wall Street – Not Europe



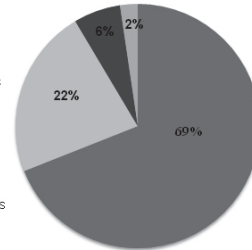
Source: International Monetary Fund

Global Rebalancing: Now or Never

Shares of World GDP: 2011
(Based on PPP GDP)



Shares of Consumption: 2011
(Based on constant US \$)



Source: International Monetary Fund

SESSION I

**The Global Economy and
Asian Financial Markets:**
Status and Challenges

Chair *Hung Tran* Deputy Managing Director, Institute of International Finance (IIF)

Presenter *Changyong Rhee* Chief Economist, Asian Development Bank (ADB)

Discussants *Andre Meier* Representative, IMF HK Office

Shinji Takagi Professor, Osaka University, Japan

Chang-Hyun Yun President, Korea Institute of Finance (KIF)

The Global Economy and Asian Financial Markets: Status and Challenges

Chair | Hung Tran, IIF

Let me introduce the speaker and discussants on the panel. The speaker, Dr. Changyong Rhee, is the chief economist of the Asian Development Bank (ADB). We have three distinguished discussants. First, Andre Meier is the Representative of the IMF in Hong Kong. Shinji Takagi is a professor of economics at Osaka University. Finally, Chang-Hyun Yun is the President of the Korean Institute of Finance.

Presenter | Changyong Rhee, ADB

When I was asked about the role and current status of Asian financial markets, I thought it was more about the long-term issues. However, as many of you know, the global financial market is once again in

turmoil. In this presentation I will address the long-term prospects of Asia's financial markets and the short-term issues that we are facing. In fact, I think they are significantly related to each other.

The question of whether Asia can finance Asia is closely related to the overall discussion of global imbalance. One of the reasons for the global imbalance is that Asia exports its savings to advanced economies. Asia's savings are intermediated by large international financial institutions, rather than being recycled within Asia. This is one of the mechanisms that have allowed the global imbalance to be sustained. On the other hand, it is one of the reasons why Asian financial institutions are not as big, efficient, or important as the manufacturing sector.

If you look at the manufacturing sector, you can see many leading Asian global players. For example, Korea is very proud that Samsung and Hyundai are doing very well globally. In the Asian financial sector, however, there are not many leading financial institutions, except a few Japanese banks and some large state owned Chinese banks. I want to pose the question of why that is. Can Asia catch up and finance Asia?

Thirty or forty years ago Asia's manufacturing sector was in the same stage. There was a huge gap between most Asian countries and advanced economies. Now, we have caught up and in some cases leapfrogged over some advanced economies. Is there any chance that Asian financial institutions could do the same? This may be related to how we rebalance the economy in the region.

I can anticipate some of the responses to the questions I am raising. For one, people may say that we need greater transparency and that

we need to resolve institutional bottlenecks. When I hear these responses, I think about how people used to say similar things about Asia's manufacturing sector. It was said that Asia did not have enough institutions or experience. Some people criticized the crony capitalism in the real sector. These kinds of structural issues are quite common. We overcame these kinds of issues in the manufacturing sector, so why is it more of a problem in the financial sector?

In this presentation I would like to discuss three things. First, Asia has a lot of room for catching up. Second, unlike in the manufacturing sector, dollar dependency is a crucial structural weakness and is causing a vicious cycle that prevents Asia's financial institutions from becoming global players. Third, I would like to present some solutions.

Figure 1 shows that Asian countries account for about 35 percent of the world GDP. Among that about 6 percent of the global GDP belongs to Japan. So, Asia's share of world GDP excluding Japan is around 29 percent. As for population, Asia accounts for 55 percent of the global population. However, Asia's financial assets account for 24 percent of all global financial assets, half of which are held by Japan. Excluding Japan, only 12 percent of the world's financial assets are owned by Asia. These statistics really attest to how far behind Asia is, but every cloud has a silver lining. We can see all the areas where we still have room to catch up.

Asia is quite heterogeneous. We cannot really group all the countries into one Asia. If we look at the lower income countries in Asia, we can see that even primitive banking services are not available. That means there is a huge amount of room for improvement. For example, when I

Figure 1. Comparison of Population, GDP and Financial Assets

	Population(mn)			Nominal GDP (\$bn, at market exchange rates)			Financial Assets(\$bn)		
	1990	2000	2010	1990	2000	2010	1990	2000	2010
Asia	2,945 56%	3,400 56%	3,788 55%	5,987 24%	11,824 28%	26,333 35%	12,819 29%	n.a.	50,212 24%
of which Japan	124 2%	127 2%	127 2%	2,338 9%	3,250 8%	4,333 6%	11,437 26%	n.a.	25,125 12%
Europe	484 9%	495 8%	515 8%	7,123 28%	10,977 26%	16,544 22%	14,051 32%	n.a.	63,808 31%
US	250 5%	282 5%	310 5%	5,751 23%	9,899 23%	14,582 19%	14,722 33%	n.a.	67,371 32%
Rest of World	1,600 30%	1,908 31%	2,243 33%	6,525 26%	9,602 23%	18,826 25%	2,533 6%	n.a.	26,463 13%
Total	5,278 100%	6,085 100%	6,855 100%	25,385 100%	42,302 100%	76,285 100%	44,126 100%	n.a.	207,855 100%

Source: World Bank, McKinsey Global Institute, and authors' calculations

was in Myanmar, I was shocked to hear there are less than one hundred bank branches in the country with over 60 million people. This is the state of some of the Asian economies even though they have relatively good manufacturing sectors and good natural resources. Real activity is not so bad but financial development is very primitive. That means that there is a lot of room for growth.

Even the high income and middle income economies in Asia have limited financial institutions. Among 29 Global Systemically Important Financial Institutions (G-SIFIs), only four are Asian institutions. Three are from Japan and one from China. This results in a lack of an Asian voice in developing international financial regulations. Currently, there are roughly 11 important regulatory institutions in the world. They are

all located in either Europe or the US. Among these regulatory bodies, only one chief executive is Asian. I am not trying to say there is ethnic discrimination but it shows that Asians do not have a strong voice in developing financial regulations.

I currently see some promising signs and it looks like a new pattern is emerging. First, this current mechanism cannot continue. If we look at the recent changes in current account surpluses in Asia, we can see that global rebalancing has already begun. The current accounts in many Asian economies are declining. For example, in 2007 China had a current account surplus of around 10 percent but last year it was around 2.8 percent. This year we are forecasting that it will shrink to 2.1 percent. Some people say that this may be due to the cyclical effect and the slowdown of the US and Europe. On the other hand, the rising labor cost in China, the changing terms of trade, and China's change in policies that favor more social safety nets and domestic spending play an important role. In the future, Asia will have to be prepared for having more modest current account surpluses instead of the huge current account surpluses they are used to.

Also, we now see that intraregional trade is increasing. There are closer trade relationships within the region. For example, intraregional trade now makes up for 44 percent of all exports. Exports to the US and Europe have declined from 33 percent to 24 percent in the last decade. There is more regional integration in trade and with this comes more intraregional financing. Since 2005, cross-border portfolio asset holdings within emerging Asia have increased quite significantly. This is partially because the US and European assets are no longer seen as safe assets, but it is still a great sign that there are more financial flows within the region.

There has not only been quantity increase but also quality improvement. Asian banks are now much sounder in terms of their nonperforming loan ratios, regulatory capital, and provisions for nonperforming loans. Unlike in the American and European banks, over the last couple of years bank profits in Asia have also increased. Rates of return on assets have increased while in other areas they have declined. Asian banks are now starting to widen the range of their income sources instead of solely relying on net interest income. Consequently, the share of non-interest income is increasing, as are local currency bonds and financial innovations such as securitization.

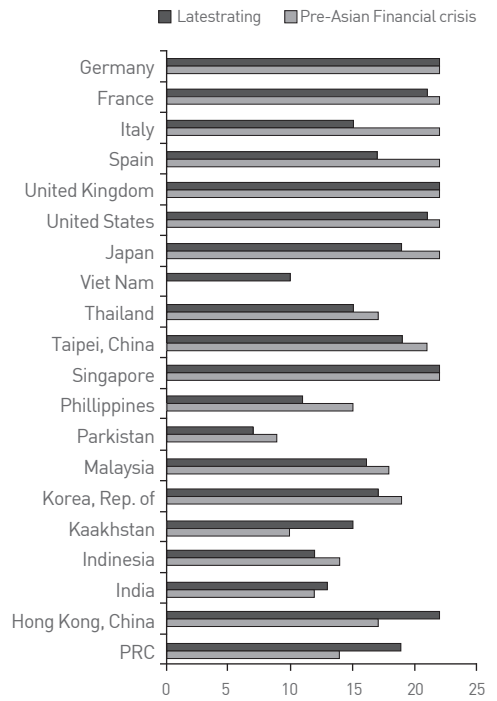
I have portrayed a rosy picture so far, but I am concerned about several things. First, although banking development is progressing well, capital development remains quite slow. Following the 1997 Asian financial crisis, Asia's macroeconomic situation has improved significantly. If we look at most macroeconomic indicators, we see Asia is far better off than Europe or the US. However, the credit ratings of many Asian countries have not improved very much. In Figure 2, we can see the credit ratings from before the 1997 Asian financial crisis compared to more recent ratings. Naturally, because of the recent crisis the credit ratings of the US and several European countries have gone down. On the other hand, we do not see much improvement of the credit ratings for Asian countries. I think this is a reflection of dollar illiquidity in Asia. In 2008, we did not have many problems on the macro side, but many Asian countries suffered from liquidity problems when American and European banks withdrew their capital. Given that Asia is highly dependent on exports, we need liquidity for trade and paying debt. If Asia is not able to access the global capital market, then there will be a crisis even if Asia does not have any macro problems. That is part

of the reason why the credit ratings for Asian countries have not improved even as the macroeconomic situation has improved.

This situation also explains why even though there are large inflows of capital coming into Asia, most of them are short-term capital. Because Asia's credit rating is low, long term investors such as pension funds in advanced economies cannot invest in Asia. Usually, Asia sees investments in the form of hedge funds, stock investments and other short-term capital. Low credit ratings due to dependence on the dollar and other international currencies cause a vicious circle where short-term capital is the major source of capital for the region.

Exchange rate fluctuation exacerbates the problem and makes banks in Asia more vulnerable. Another problem is an accounting issue. Most banks have foreign liabilities, but their books are kept in local currency. When exchange rates fluctuate, the bank's balance sheet can also have wide fluctuations. This makes banks more vulnerable, so sovereign credit rating is low.

Figure 2. *S&P Sovereign Credit Ratings, Foreign Currency LT Debt*



Source: S&P

Trade financing is another key issue for Asia. I believe the World Bank reported that the role of trade financing is limited to the volume of trade. I, however, do not buy that argument in the case of Asia. In Europe and the US, when trade financing is a problem, the central bank can expand domestic credit to counteract recession and the trade financing problem. In Asia, however, this is not the case. For example, if there is a recession in Korea and the Bank of Korea prints money, then it may contribute to the recovery of the economy but it cannot be used for trade financing of external exports and imports. Asian economies do not have the luxury that advanced economies have of using monetary policy as a solution to problems with trade financing. There are many reasons why Asian financial markets have a lot of room to make improvements, but dollar dependence is one of the key issues.

The next question is if the Chiang Mai Initiative Multilateralization (CMIM) can work as a regional safety net to provide some solutions. The magnitude of the CMIM is increasing and that is a good sign. However, the stigma effect and conditionality are two issues that need to be addressed. Also, the CMIM has introduced a new precautionary line but it is not clear if it is completely free from conditionality even as the portion delinked from the IMF has increased from 20 percent to 30 percent. The CMIM can be quite effective as an insurance mechanism if one country is suffering and the others are healthy. However, one of the biggest problems with the CMIM is that it will not be very effective if there is a global or region-wide shock like we currently see in Europe. The CMIM as a regional safety net is an important improvement. We need to work more on it, but we cannot rely on it as a perfect solution.

What does the region have to do? In my opinion, we need a lot of

institutional reforms including better regulation, better surveillance, and increased transparency. At the same time, regional integration is very important. Additionally, reducing dollar dependence is the key.

When we talk about regional integration, many people say that the more our economies and financial markets become integrated, the more risk they must bear. There are two points I would like to make to counter that argument. First, regardless of the speed of fiscal integration, integration in the real sector will continue to progress rapidly. If Asia does not try to integrate its financial sector, Asian economies will have to continue to rely on financial intermediation by financial institutions from advanced economies. That would mean that Asia will be giving a very profitable industry away to the advanced economies.

The second point is that if there is no more financial integration, Asia will have to increasingly rely on the dollar. Some people argue that it is more efficient to rely on a single currency, but that is only true if the supplier of the currency is fair. However, the 2008 and 2009 crisis taught us that the US Fed and ECB may not be fair suppliers. Actually, it is reasonable to expect them not to be fair. In some sense, the analogy of one country having one currency cannot be extended to a whole region relying on one currency. In order to avoid this structural problem, Asia needs to diversify its use of currencies. I am not saying that any Asian currency should be an international currency in the short-term. However, Asia should diversify the currencies for trade settlement within the region to include the Japanese yen, Korean won, and Chinese RMB. This will significantly reduce Asia's dollar dependence and it will increase the credit ratings of the countries and financial institutions in the region. Furthermore, it will provide a sound ground for capital

development, create larger Asian financial institutions, and give Asia a larger voice in the global discussions.

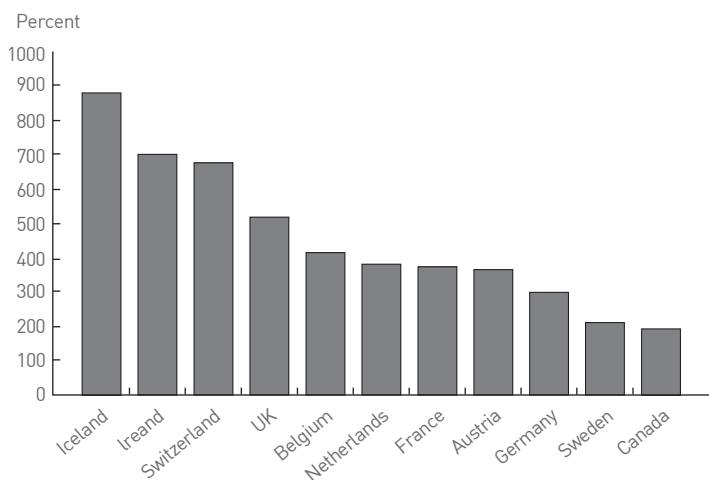
Discussant | *Andre Meier, IMF*

I would like to comment briefly on the longer-term structural challenges that Dr. Rhee talked about, and then shift the focus to a more conjunctural perspective and discuss how Asia is coping with the current spillovers from Europe.

The main argument of Dr. Rhee's presentation is that while Asia boasts many strengths and has made a lot of progress, its financial markets still remain underdeveloped in terms of depth, size and regional integration. I agree with that assessment and, therefore, will use my discussion chiefly to provide a somewhat different perspective on some of the issues raised by Dr. Rhee.

The key point I would like to make is that Asia does not have any reason to suffer an inferiority complex. The financial sector is still relatively small in many countries. But that also means Asia has avoided the pitfalls that come with excessively fast financial development as seen in many "advanced" economies. Quite simply, big is not always beautiful. If it were, then Ireland, Iceland, and the UK would have the most beautiful banking systems in the world (Figure 3). But I think most people will now agree that those banking systems have had pretty significant issues. And even Switzerland has had some trouble with its big, globally active investment banks.

Figure 3. *Banking System Assets to GDP, 2007*



Source: IMF

What applies to banks also applies to bond markets. Yes, big does mean more liquidity and more depth. However, if you had to choose between the big Japanese bond market and the much smaller Korean one, then you would probably prefer to call the Korean bond market your own. A similar argument can be made for corporate bond markets. A lot of corporate debt outstanding also means potentially more leverage. Asian corporates, however, have been relatively conservative in recent years, relying to a significant extent on self-financing, which was arguably a good thing.

Finally, even regional integration can backfire, despite its obvious benefits. We are learning this quite painfully in the euro area right now. Incidentally, Asia's relative resilience to the euro area crisis is due partially to the fact that it is not very closely linked with the more

vulnerable economies in the euro area.

I say all this somewhat tongue-in-cheek. In the end, I obviously do not want to question the case for more integrated and deeper financial markets, but what is important is not the scale or the pace of financial development but rather the quality of it. As Dr. Rhee also remarked, there needs to be prudent oversight in order to make sure that financial markets actually serve the real economy. Otherwise, if financial development outpaces the capacity of regulators and supervisors, it can become counterproductive. This is especially true in a region like Asia that still suffers from some structural vulnerabilities, such as the continued dependence on dollar financing and the volatility of portfolio flows in and out of the region.

How has Asia managed to cope with these challenges? It has, first, through sound balance sheets in the private and public sector, with less leverage and less currency mismatch than we saw during the Asian financial crisis. A second key factor is prudent oversight of the financial industry. And third, Asia has strong buffers against external shocks, notably large currency reserves and the shock absorption capacity that comes with flexible exchange rates in many economies.

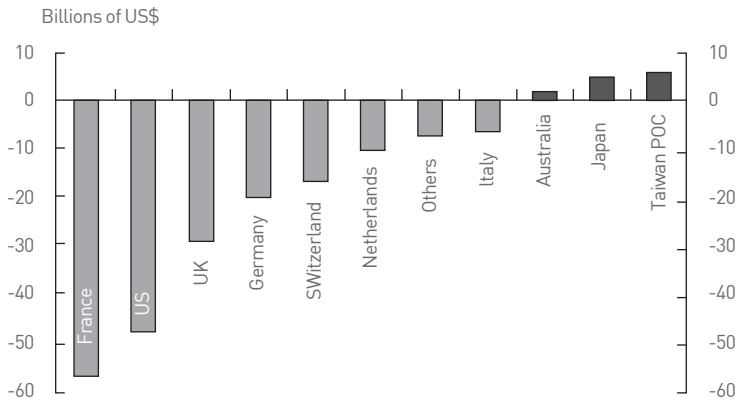
Notwithstanding all the caveats that I mentioned, there clearly is a lot of scope for Asian financial markets to expand and develop in a beneficial manner. Such development will give better access to credit for corporations. It will provide investors with greater opportunities for risk sharing, as they can choose from a larger pool of assets. And it may lead, over time, to the creation of an Asian investor base that is more knowledgeable of regional markets, less fickle, and therefore

more stable. Some colleagues of mine at the IMF have even argued (in a recent working paper) that financial development could help Asian economies overcome their excessive reliance on exports. If Asia develops its financial markets, there could be better opportunities to exploit domestic demand development.

There are, however, some significant obstacles that Asia faces. For instance, there are still important barriers to competition in banking, especially across borders. There are also restrictions on capital inflows and outflows which are holding back financial market development. Against that backdrop, domestic capital markets have generally remained fairly illiquid, which poses a bit of a chicken-and-egg problem. If the markets are small, they are likely to stay illiquid; and if they are illiquid, that may hold back development. Despite that chicken-and-egg problem, I am quite optimistic that Asia's financial markets will develop well over the coming years, not least because there is strong investor appetite for financial assets from countries with better fundamentals than those found in most advanced economies today.

That takes me straight to the second part of my remarks, namely the way Asia is coping with pressures spilling over from the euro area crisis. One channel through which Asia has been affected is the retrenchment by European banks. As you can see from the chart (Figure 4), Western lenders in general reduced their exposures to Asia significantly in the second half of 2011, led by French and US banks. The impact, however, has been limited, as there have been a few important offsetting trends. First, regional Asian banks, notably from Japan, Australia, Taiwan Province of China, and also from Singapore have stepped into the breach, taking over some market share from retreating Western banks.

Figure 4. *Change in Foreign Claims against EM Asia by BIS-Reporting Banks, by Banks' Country of Origin, 2011 H2*



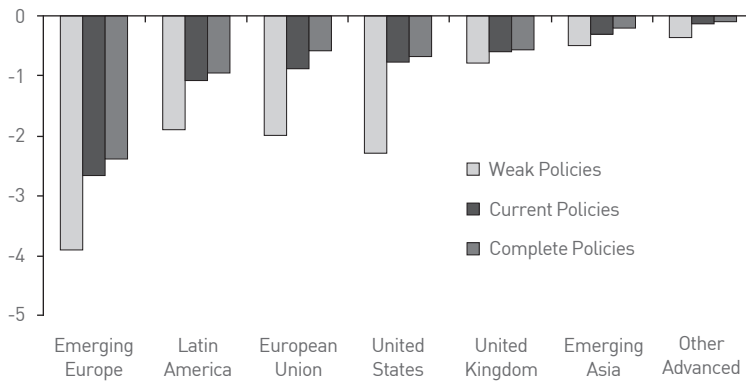
Source: IMF

Second, to the extent that syndicated loan markets have become less active because of the European bank retrenchment, high-quality Asian corporates have tapped the bond market instead.

One particularly encouraging fact is that the much-feared crunch in the trade finance market has not happened. Back in October 2011, this was a serious worry. Trade finance is typically short-term and thus can be rolled off very quickly, hurting businesses. In the end, however, the short tenor of trade finance is not only a weakness, but also an advantage, as it makes trade finance attractive for banks that have balance sheet capacity, but are looking for relatively modest-risk, short-term lending opportunities. Thus, where European banks have cut back, others have been content to step in, at least for now.

Looking ahead, there are obviously risks of a further escalation of the

Figure 5. *Reduction in Credit Supply by EU Banks through 2013
(Percent of total bank credit in the region)*



Source: IMF

crisis in Europe. In our most recent Global Financial Stability Report, we tried to quantify how much additional global bank deleveraging might occur under different scenarios. As you can see from the next chart (Figure 5), some parts of the world could be affected quite strongly, especially Central and Eastern Europe, but the outlook for Emerging Asia is more benign. This reflects, first and foremost, the relatively limited role of euro area banks in this region.

If we are nonetheless concerned, it is because of pressure points that might arise in certain specific markets where European banks have traditionally had a significant share. One leading candidate is the market for longer-term project and infrastructure finance. It is currently squeezed not only by the retrenchment of European (especially French) banks, but also by the general tightness of long-term dollar funding markets. If banks cannot secure their own long-

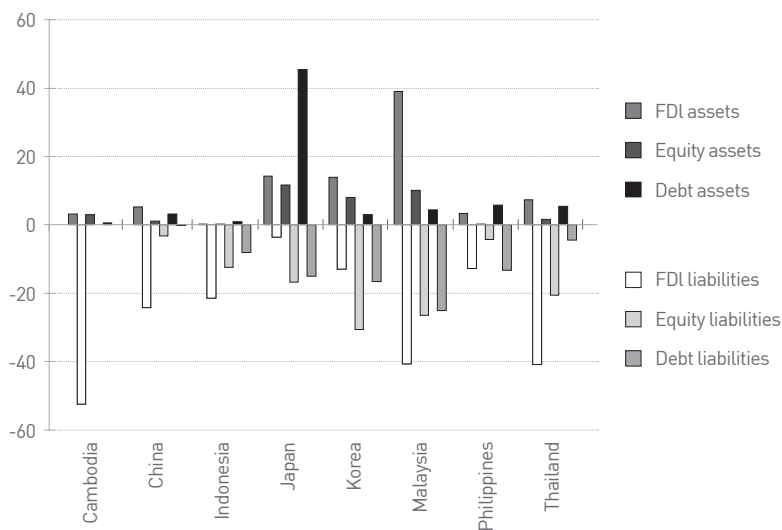
term dollar funding, they won't be keen on extending new long-term dollar loans, and that is bound to hurt this particular market. A short-term solution for this problem may be difficult to find, but over time you could probably envisage some combination of public support, e.g., from institutions like the International Finance Corporation (IFC) and the ADB, and further development of bond markets, including the creation of project bonds.

Discussant | Shinji Takagi, Osaka University

I will focus my discussion on why Asia exports so much capital and relies on outside markets for financial intermediation. Dr. Rhee posed the question, "Can Asia finance Asia?" My answer is "No," unless governments change policies and build better institutions. I agree with Dr. Rhee's assessment that low credit ratings reduce long-term inflows. Dr. Meier pointed out a few reasons why financial integration has not taken place. I would like to highlight the two main reasons that I see for this. Dr. Meier mentioned the problem with restrictions of both outflows and inflows in Asia. I think the critical aspect of that is the restriction of outflows. Also, international investors do not consider investment protection and accounting rules to be adequate.

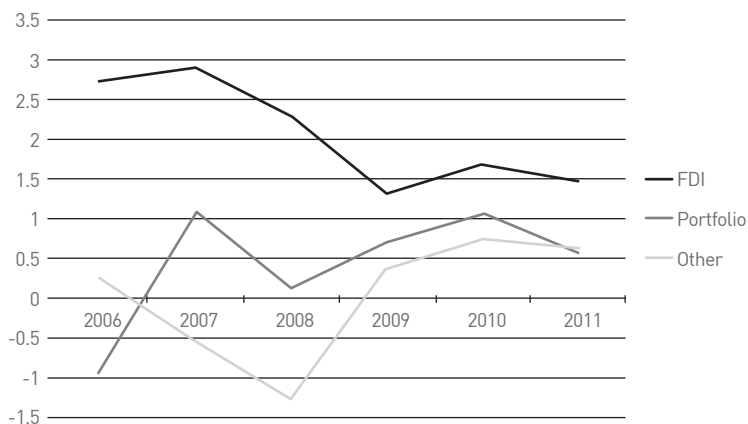
In Figure 6, we see some of the stronger countries in Asia except Singapore which is far above these countries. In most of these countries, the growth asset positions are very limited and most of the flows are due to foreign direct investment (FDI). Figure 7 shows only the developing Asia and it is very clear that most of the net inflows come

Figure 6. *International Investment Positions, 2010 (% of GDP)*



Source: IMF International Financial Statistics

Figure 7. *Net Capital Flows in Developing Asia (% of GDP)*



Source: IMF WEO atabase, April 2012

from FDI. This is typical of most developing economies, except Eastern Europe and perhaps Latin America. The reason capital inflows mainly take the form of FDI is that investors want to have control because they do not trust the markets.

Another issue is that the region has low growth asset positions because outflows are controlled more than inflows. This means that most of the inflows into Asian economies come from outside the region. Given the current account surplus, however, most of the outflows are taking place through the private sector. My thesis is that unless Asian countries allow the private sector to export capital freely, regional financial integration in Asia will not take place. Furthermore, unless Asia develops better institutions, including a better legal structure, most of the inflows will continue to be in the form of FDI.

Discussant | Chang-Hyun Yun, KIF

I will just touch on some general issues regarding finance and manufacturing in Asia. I basically summarize Dr. Rhee's presentation to say that Asia is good at manufacturing but not so good at finance and other services. The issue of how to catch up in the financial industry is not an easy one to solve.

In Korea, before the crisis, we talked about the buildup of a Northeast Asian financial hub and we thought that the financial industry should be a growth engine. However, after the crisis people want the financial industry to be quiet. They see the financial industry as the source of the

crisis. It is difficult for me to speak about growing the financial industry or promoting policies that are beneficial to the financial industry. This change in the political climate is an important yet difficult issue for the finance industry.

I would like to explain the situation using a metaphor of speeding cars. There were cars driving at a speed of 150 miles per hour and they had an accident. These cars represent the financial industry in the US. In Asia, the speed of the cars was 50 miles per hour and there were almost no accidents. Now, the regulators are saying that the speed limit should be lowered to 100 miles per hour. In this case, what should the strategy of Asian economies be? Should Asia lower the speed limit to 30 miles per hour? It may be better to narrow the gap and increase the speed limit to 70 miles per hour.

In Korea, although the Korean financial industry was not a source of the crisis, it is criticized just as much as the financial industries in the US and Europe. This is really a big problem because catching up with more developed financial industries is very important. KB Bank has provided a lot of support for this issue and the KB Financial Group Chairman, Euh Yoon-Dae, has talked about many issues regarding foreign exchange savings. The manufacturing sector in Korea is very strong in exports. It has a lot of dollars. With those dollars they make they deposit in foreign banks. Korean banks do not have dollar liquidity, so they should go to foreign banks to borrow money with high interest rates, but the original source of the dollar funding is domestic companies such as Samsung and Hyundai.

Korean banks complain that Korean companies do not make deposits

in their banks. They feel that when those companies were growing, they received a lot of assistance from Korean banks. Now that they are big, however, they do not make deposits into Korean banks and foreign banks garner profits simply by being an intermediary. These days the Korea Institute of Finance is doing an analysis of the situation. These kinds of complex issues exist in the Korean financial market and I totally agree with Dr. Rhee on the need for catching up. To this extent, the creation of a BESETO (Beijing, Seoul, and Tokyo) could be helpful. There are a lot of things to do and Beijing, Seoul, and Tokyo should develop into a more advanced and cooperative institution. As Dr. Rhee said, I think Asia should decrease its dependence on the dollar.

Comment | *Changyong Rhee, ADB*

Dr. Yun's comments emphasized the importance of credit ratings. Why don't Samsung and Hyundai deposit their dollars in Korea? There is no regulation. But when they look at the Korean banking sector, they see two problems. First, the credit rating is not as high as foreign banks. Second, Korean banks do not have an international network for their international businesses. It is much easier for them to deposit their money in a dominant player that has higher credit ratings and larger international networks. In some sense, I think Korean banks have to move in that direction. In terms of international business and building a larger network, the private sector can do a lot. In terms of credit ratings, however, unless there is government support, it will be very hard to make improvements. Professor Takagi mentioned that government policy has to change. The dependency on the dollar cannot

be solved by the private sector alone. People say that if the market is liberalized, then it will grow. It may grow, but there is a risk. We cannot guarantee that it will succeed.

We all know the issues, but we do not know the answers. My view is that we have to change gradually but there is not a concrete solution in place. The concrete solution that I suggest to solve this problem is for Asia to have more trade settlement within Asia. One example of this is what is happening between Hong Kong and mainland China. They have a trade settlement system. The central banks of both Hong Kong and China have a system of trade settlement in renminbi. That creates a lot of extra business in the financial sector, too. Why isn't this expanded? Korea has more trade relations with China, Japan and the ASEAN countries. Central banks can cooperate with each other to have a trade settlement system in place. This will significantly reduce the dollar dependency. This does not necessarily require full liberalization, full deregulation, or full internationalization of local currencies. These things can gradually come, but by having this system in place it will reduce dependence on the dollar and create more side business in the financial industry and other sectors. It will provide an opportunity for the private sector to make Asian banks more international.

We all agree on what the issues are, but the governments are not very aggressive in providing the necessary infrastructure. If we look at how the manufacturing sector was developed in Asia, we see that the government provided the necessary infrastructure such as roads, special export zones, and harbors. Likewise, the government has to provide infrastructure for the financial industry, so that Asian economies can trade in each other's currencies.

Q u e s t i o n s a n d A n s w e r s



Question from the floor

Dr. Rhee made an interesting comment about Myanmar not having enough bank branches. Europe, however, is looking at other ways of banking such as mobile banking. The future of banking might not involve a lot of bank branches and large asset sizes might not be necessary to be successful. In the US and Europe to a lesser extent, banks have evolved into a separate industry. Is that where we need to go in Asia as well?

Changyong Rhee, ADB

You are right in some sense. I do not mean to say that the number of branches is necessarily a good measure. I just mentioned it to illustrate how underdeveloped that market is. In the future there will be more mobile banking and this can be one of the ways that Asia can catch up. There can be many models, but in terms of efficiency and global activities there is much room to improve. The model that will be used depends on the situation. In Myanmar, the IT technology is also quite underdeveloped, so mobile banking cannot be an immediate solution for them.

Q

Question from the floor

One of the important points that Dr. Rhee raised is that Asia's financial assets are lagging behind its industrial development. How much of Asia's assets are actually not held by Asian financial institutions? If those assets are included, don't Asians possess enough financial assets?

Changyong Rhee, ADB

Enough is hard to define. However, we do have many assets that we can see in the foreign reserves of Japan, China and Korea. How we recycle these assets is the more important question.

Q

Question from the floor

The sovereign debt rating has not kept up with Asia's industrial development and industrial strength. One of the problems that were mentioned was the dollar reserve dependence. Has the ADB or any rating agency worked out what the proper level of dollar reserves would be to safeguard the national finance?

Changyong Rhee, ADB

There are a lot of theories for the optimum reserve size.

Presentation

Asian Financial Market in a Changing World

Changyong Rhee, ADB

Asian Financial Market in a Changing World

ChangYong Rhee

May 2012

Chief Economist
Asian Development Bank

The views expressed in this document are those of the authors and do not necessarily reflect the views and policies of the Asian Development Bank, or its Board of Governors, or the governments they represent.

ADB

Contents

- **Can Asia Finance Asia?**
 - bright future of “catching-up”
- **But with structural weakness:**
 - dollar dependence & sovereign credit rating

2

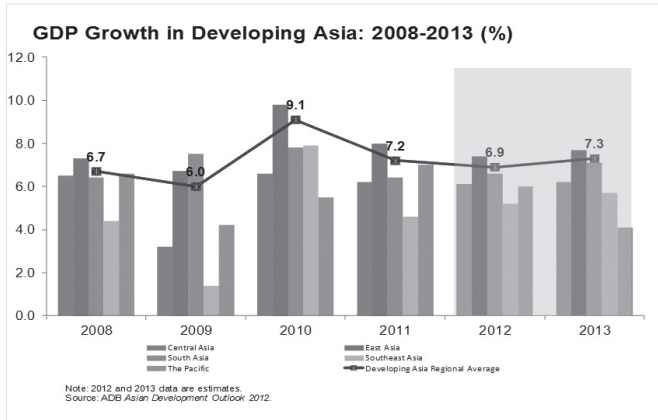
ADB

**Asian Financial Market:
Large room for “catching-up”**

3

ADB

Solid Growth Continues in Asia



4

ADB

...despite continued weakness in major industrial economies

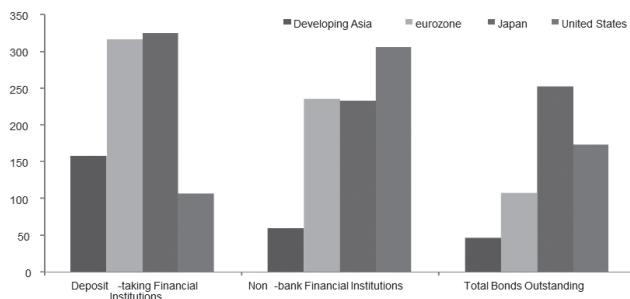
GDP growth (%)	2010 Actual	2011 Actual	2012 ADO 2012 projection	2013 ADO 2012 projection
Major industrial economies	2.8	1.2	1.1	1.7
United States	3.0	1.7	2.0	2.3
Euro zone	1.9	1.4	-0.5	1.0
Japan	4.4	-0.7	1.9	1.5

5

ADB

but Asian financial sector remains smaller...

Comparison of Financial Assets, 2010 (% of GDP)



Note: The Asia and Pacific developing member countries include Bangladesh, the People's Republic of China (PRC), India, Indonesia, Kazakhstan, Lao PDR, Malaysia, Nepal, Pakistan, Papua New Guinea, Pakistan, Philippines, Solomon Islands, Sri Lanka, Thailand and Tonga.

Source: ADB Office of Regional Economic Integration consultant calculations

ADB

6

.. smaller compared with real sectors..

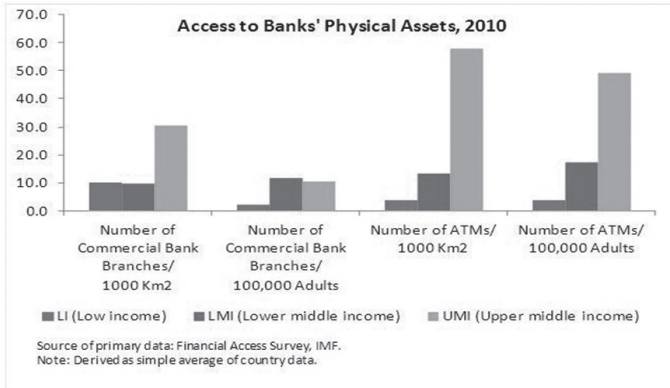
	Population (mn)			Nominal GDP (\$bn, at market exchange rates)			Financial Assets (\$bn)		
	1990	2000	2010	1990	2000	2010	1990	2000	2010
Asia	2,945	3,400	3,788	5,987	11,824	26,333	12,819	n.a.	50,212
	56%	56%	55%	24%	28%	35%	29%		24%
<i>of which Japan</i>	124	127	127	2,338	3,250	4,333	11,437	n.a.	25,125
	2%	2%	2%	9%	8%	6%	26%		12%
Europe	484	495	515	7,123	10,977	16,544	14,051	n.a.	63,808
	9%	8%	8%	28%	26%	22%	32%		31%
US	250	282	310	5,751	9,899	14,582	14,722	n.a.	67,371
	5%	5%	5%	23%	23%	19%	33%		32%
Rest of World	1,600	1,908	2,243	6,525	9,602	18,826	2,533	n.a.	26,463
	30%	31%	33%	26%	23%	25%	6%		13%
Total	5,278	6,085	6,855	25,385	42,302	76,285	44,126	n.a.	207,855
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%		100%

Sources: World Bank, McKinsey Global Institute, authors' calculations.

ADB

7

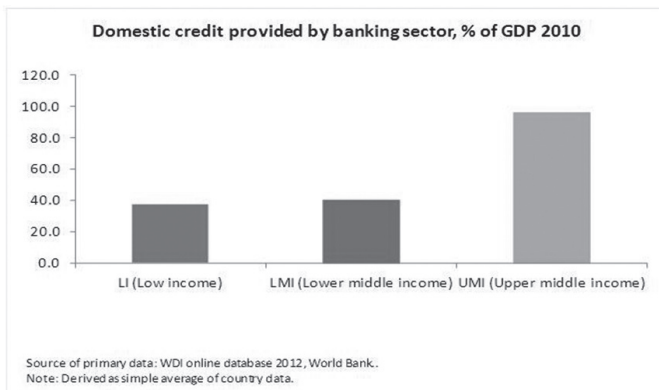
Room for “Catching-up”: Basic financing services for LICs (1)



8

ADB

Room for “Catching-up”: Basic financing services for LICs (2)



9

ADB

Even for High/middle income Asian Economies: Among global SIFIs, only 4 are in Asia

- Bank of America
- Bank of China
- Bank of New York Mellon
- Banque Populaire CdE
- Barclays
- BNP Paribas
- Citigroup
- Commerzbank
- Credit Suisse
- Deutsche Bank
- Dexia
- Goldman Sachs
- Group Crédit Agricole
- HSBC
- ING Bank
- JP Morgan Chase
- Lloyds Banking Group
- Mitsubishi UFJ FG
- Mizuho FG
- Morgan Stanley
- Nordea
- Royal Bank of Scotland
- Santander
- Société Générale
- State Street
- Sumitomo Mitsui FG
- UBS
- Unicredit Group
- Wells Fargo

10

ADB

Lack of Voice in International Financial Regulation

- **All regulatory institutions are located either in Europe or US**
 - Of 11 relevant institutions, 9 are in Europe, 2 in US
 - **Only 1 Chief Executive is Asian**
 - Head of the International Association of Insurance Supervisors
 - **All Chairs overseeing permanent staff are Westerners**
 - **Chairs of FSB's standing committees and working groups are Westerners**
- ⇒ Asian policymakers' less involvement than the West risks: making global discussions and negotiations inadequate in an Asian context; and a lack of buy-in of global standards and agreements by Asians

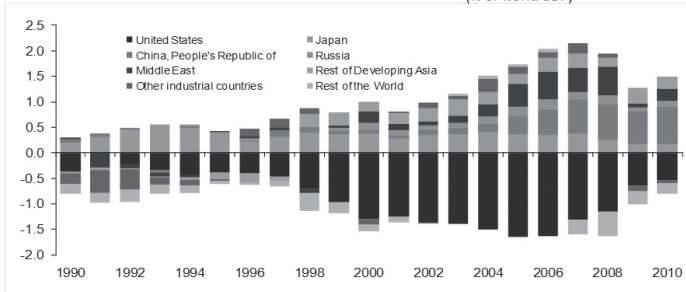
11

ADB

They had Large Current Account Surpluses, but

World Current Account Balances, 1990-2010

(% of world GDP)



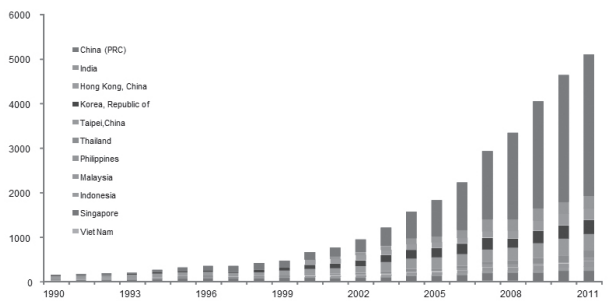
GDP = Gross domestic product.
Source: Asian Development Bank (2010).

ADB

12

fail to recycling savings within the region....

Foreign Exchange Reserves, 1990-2010 (in US\$ billion)



Source: CEIC database; Bangko Sentral Pilipinas.

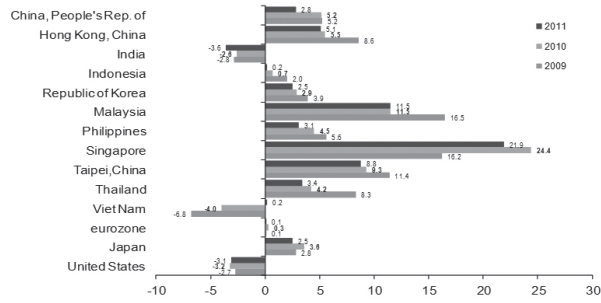
ADB

13

New Sign:

Declining Current Account Surpluses

Current Account Balances—Emerging Asia and G3, 2009-2011
(% of GDP)

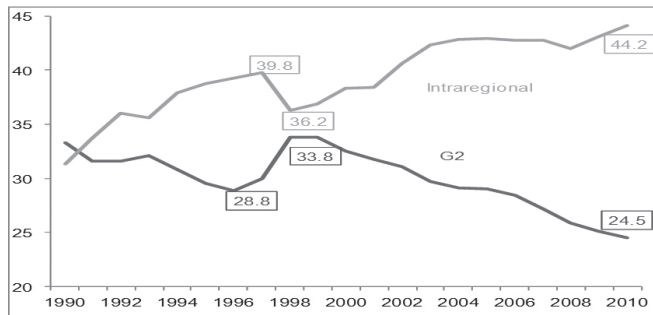


GDP = gross domestic product.
Source: ADB Asian Development Outlook 2012; World Economic Outlook September 2011; International Monetary Fund.



New sign: Intra-regional trade is increasing.....

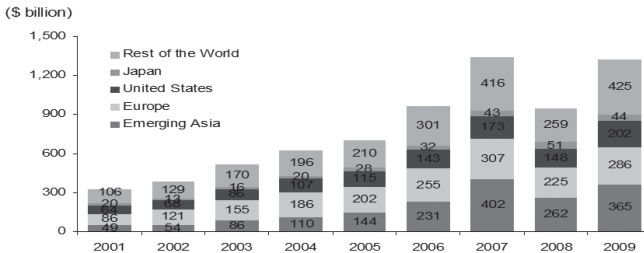
- Asian export (% of total export)



New sign:

Intra-regional financing is increasing, too.....

Cross-Border Portfolio Asset Holdings, Emerging Asia



Note: Emerging Asia includes Hong Kong, China; India; Indonesia; Republic of Korea; Malaysia; Philippines; Singapore and Thailand. Europe includes 17 economies included in the eurozone and United Kingdom.
Source: Authors' calculation using data from Coordinated Portfolio Investment Survey, International Monetary Fund.

ADB

16

Cross-border holding of bond:

- 2001: 4.2%
- 2010: < 8% (**US\$233 billion**), mostly short-term
(Japanese invested only 1.1% Korean 8.8%)
- Thai investors are most regional bias(exposure in Asia 71.1%)
- EU & US investment in Asia far exceeded that of regional investors.
EU15 US\$342 billion, and US US\$ 127 billion), exceeding the intra-Asian(US\$233 billion).

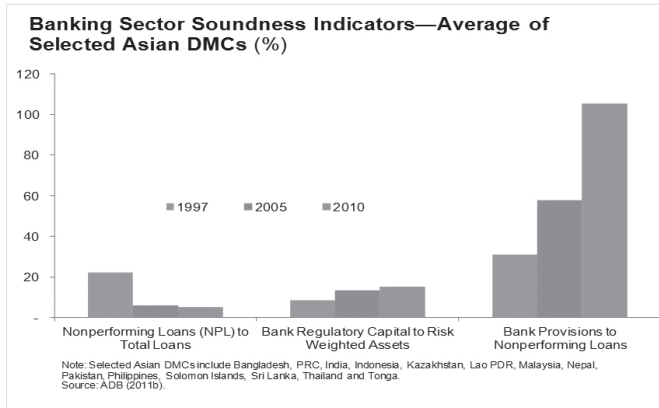
Cross border holding of equity:

- Higher, but less than US investors.
(2001-2010: 10.6 to 23.6%, or US\$38 to US\$373 billion)
- Investors in Indonesia, Singapore, Malaysia and Korea are most regional-bias.
A significant increase in India market.

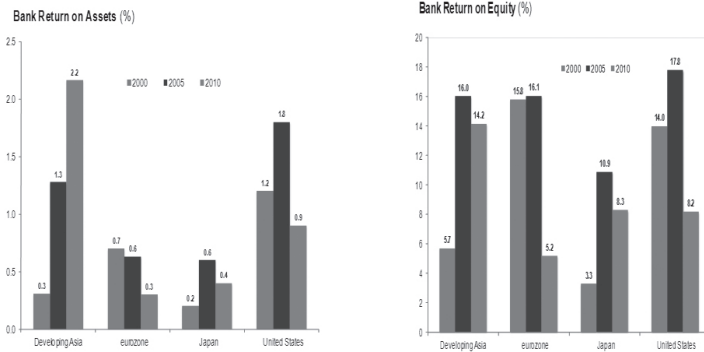
ADB

17

Asian banks boast improved soundness

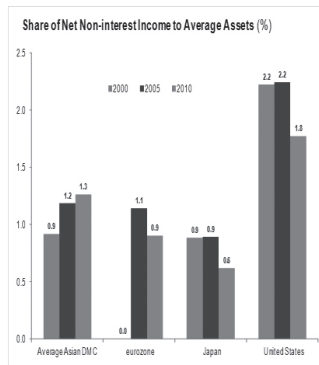
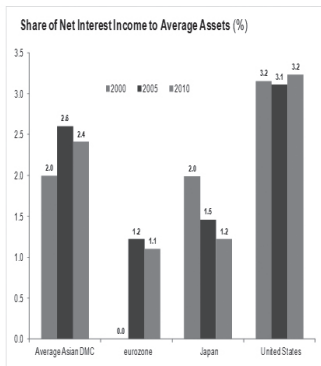


Bank profits have improved...



Source: European Central Bank, Financial Soundness Indicators, IMF, ADB Office of Regional Economic Integration using Data from CEIC and national sources.

...with more diverse income sources

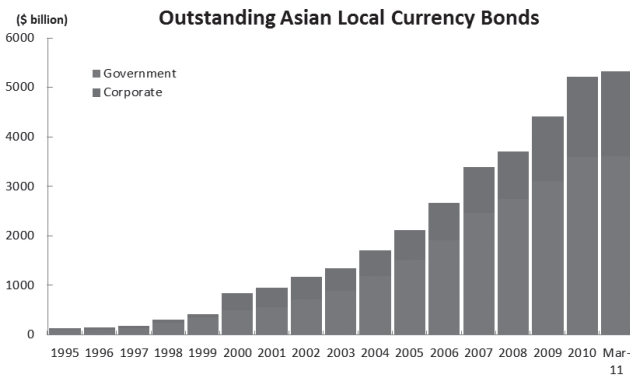


Source: European Central Bank; Financial Soundness Indicators, IMF; ADB Office of Regional Economic Integration using data from CEIC and national sources.

ADB

20

Asian local currency bond markets have grown rapidly

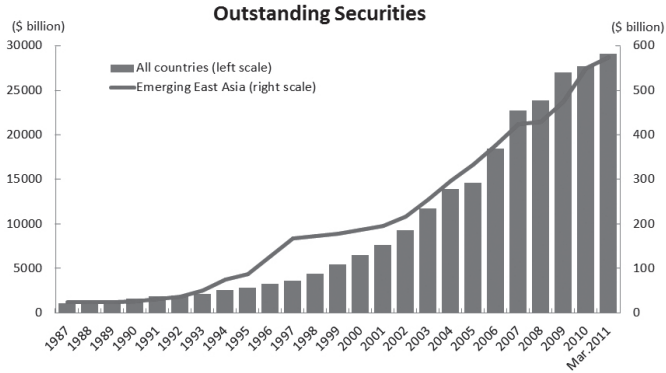


Source: Asian Bonds Online, <http://asianbondsonline.adb.org>

ADB

21

New trend in financial innovation started!



Note: Emerging East Asia includes the PRC; Hong Kong, China; India; Indonesia; Rep. of Korea; Malaysia; Philippines; Singapore; Taipei, China; and Thailand
 Source: Bank for International Settlements.

22

ADB

Rapid expansion in market value of large listed financial institutions

Aggregate market capitalization of FT Global 500 companies, by region

(in %)	Financial companies				Non-financial companies			
	30/09/1996	31/12/2000	31/12/2005	31/12/2010	30/09/1996	31/12/2000	31/12/2005	31/12/2010
Asia	38%	7.5%	14%	32%	23%	13%	14%	19%
of which:								
Japan	32%	6.5%	10%	4%	19%	10%	9%	7%
China (ex HK)	0%	0%	0.4%	22%	0%	1%	1%	5%
Europe	26%	40%	34%	23%	24%	27%	28%	26%
US	33%	48%	39%	25%	49%	58%	49%	39%
RoW	3%	5%	14%	20%	4%	2%	9%	15%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Sources: FT Global 500 rankings, authors' calculations.

23

ADB

Bright Future, but with structural weakness

24

ADB

significant structural weakness remains....

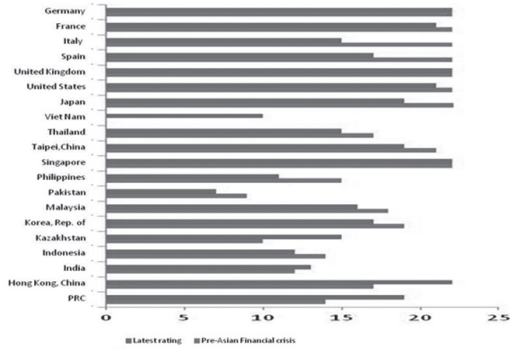
- Despite macroeconomic improvement, no change in **Sovereign credit ratings**
 - lack of international currencies in Asia
 - vulnerable to global liquidity shocks
- Asia lags the West by a considerable margin in **wholesale and investment banking**
 - Lack of Asian investment banks
- Serious gaps in access of **households and small companies** to financial services and capital
 - Opportunities for growth are missed
 - primitive stage of finance industry in in Low Income countries

25

ADB

sovereign credit ratings(pre-1997 vs now)

S&P Sovereign credit ratings, foreign currency LT debt

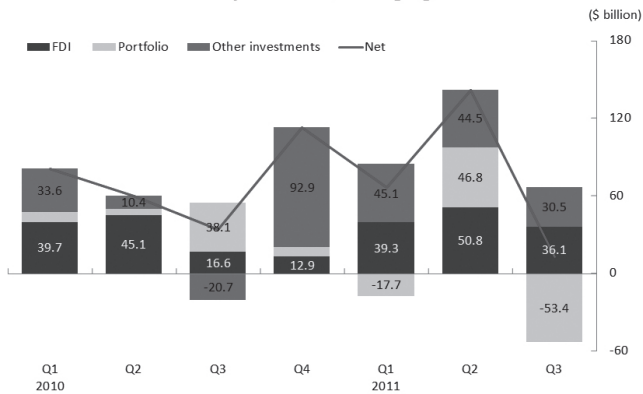


26

ADB

as a result, mostly short-term capital inflows

Capital flows, emerging Asia



27

ADB

accounting issues exacerbate the problem

- **Issue: extreme but temporary foreign exchange rate volatilities in emerging markets during crises**
 - Sharp currency movements distressed local-currency denominated balance sheets especially of firms with overseas business, which can affect bank soundness
 - This increased uncertainty and created investor panic

28

ADB

and trade financing is vulnerable, threatening real sectors ..

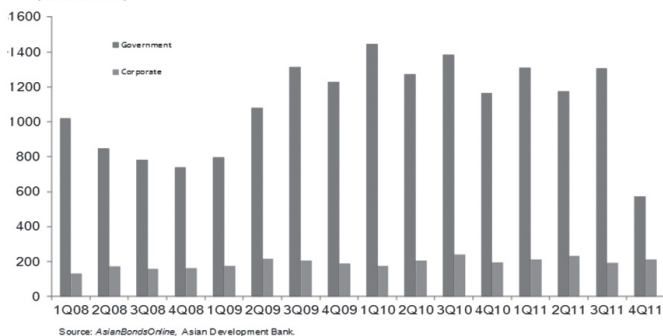
- Possible credit crunch could hamper trade finance support if global conditions worsen
 - Pressure on banks to increase capital could involve shedding trade finance assets
 - Basel III treats trade finance as a high-risk high margin activity (asset class)
 - ⇒ unintended consequence is that financial institutions are discouraged from trade finance
 - Financial deleveraging leaves fewer resources for trade finance
- Unlike in advanced economies, domestic monetary expansion cannot alleviate the problem!

29

ADB

... that hampers financial market development: Corporate bond development lags behind

Government and Corporate Bond Issuance—Emerging Asia
(US\$ billion)

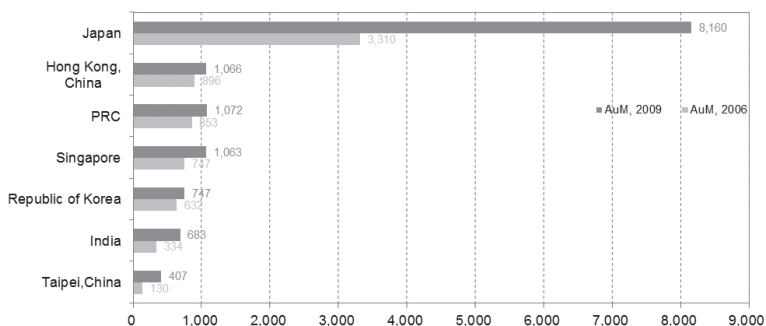


30

ADB

Lack of long term assets: Asset management industry at infant stage

Assets Under Management, 2009 and 2006 (in US\$ billion)



Sources: 2006 figures are from Matrix Services Limited. 2009 figures are from CEIC Database; Census and Statistics Department (Hong Kong, China); Central Provident Fund Annual Report 2010; Central Provident Fund Board 2010; Economist Intelligence Unit China Country Finance Report July 2010; Economist Intelligence Unit India Country Finance July 2010; Economist Intelligence Unit India Country Finance July 2010; Investment Company Fact Book 2011; Investment Company Institute; Monetary Authority of Singapore; OECD Institutional Investors Statistics; China Financial Stability Report 2010; The People's Bank of China; and World Insurance 2010; Swiss Reinsurance Company Limited.

31

ADB

Can CMIM provide Insurance? Not enough

- Resource Increased to 240 billion (1.8% of GDP)
 - not transferred yet
- Increased IMF-delinked disbursement to 30%
- Introduced CMIM- Precautionary Line
 - still subject to 30% limit?
 - How to handle Stigma effect?
 - * simultaneous offer to a group of country
 - * Pre-qualification list and AMRO's role

32

ADB

To secure “catching-up”

- Need more sound domestic financial system
 - better regulation / surveillance is a key
- Need for further “Regional integration” with regional settlement currencies
 - more contagion risks?
 - regional integration with more dollar dependence?
- Role of public sector in providing payment and settlement infra-structure

33

ADB

Thank you.

**Economics and Research Department
Asian Development Bank**

6 ADB Avenue, Mandaluyong City
1550 Metro Manila, Philippines
www.adb.org/economics/

ADB

Presentation

The Global Economy and Asian Financial Markets— Status and Challenges

Andre Meier, IMF



The Global Economy and Asian Financial Markets - Status and Challenges

Remarks by Andre Meier
IMF Resident Representative in Hong Kong SAR

May 18, 2012

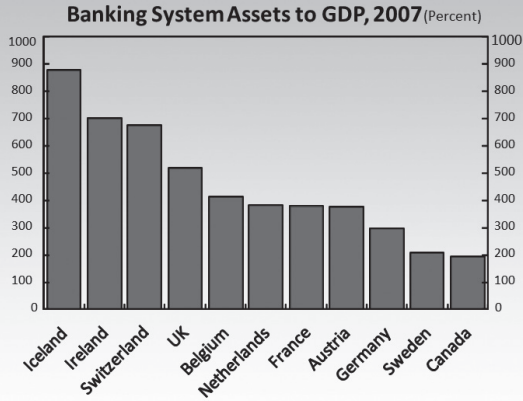
Dr. Rhee's presentation makes a compelling case that...

- Asia boasts many strengths and some encouraging trends in terms of financial market development
- But structural weaknesses remain:
 - ✓ Financial systems lag behind in terms of size, depth, and regional integration
 - ✓ Vulnerability to external shocks

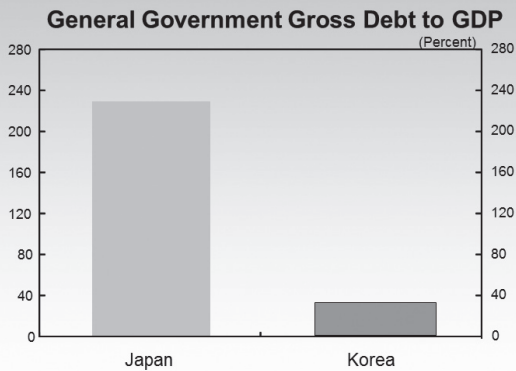
Outline for this discussion

- A few observations on the *structural* analysis provided by Dr. Rhee
- A short glance at immediate risks related to spillovers from the euro area crisis
 - => *conjunctural* perspective

BIG is not always beautiful, when it comes to banking systems...



...Nor in the case of bond markets



And even integration can at times be a burden rather than a benefit

- Asia's resilience throughout the euro area crisis owes in part to its very limited direct exposures to the most vulnerable economies



- Critical importance of **prudent oversight** (as also stressed by Dr. Rhee):
- If financial market development outpaces regulatory/supervisory capacity, it can quickly become counterproductive

The case for prudence is particularly strong given remaining vulnerabilities

- Continued dominance of U.S. dollar in certain areas of Asian finance
- Significant role of foreign banks
- Volatile nonresident portfolio flows



- Sound balance sheets in public and private sector
- Strong financial sector regulation/supervision
- Buffers against external shocks

With these caveats, it is clear that there is scope for beneficial expansion of Asia's financial markets

- Enhanced access to capital for viable borrowers
- Greater opportunities for risk-sharing
- Emergence of a more stable regional investor base?
- Financial sector development could even support Asia's rebalancing away from excessive reliance on net exports

Obstacles to greater cross-border financial activity

- Institutional barriers to competition in banking
- Restrictions on capital inflows and outflows
- Illiquidity of domestic capital markets

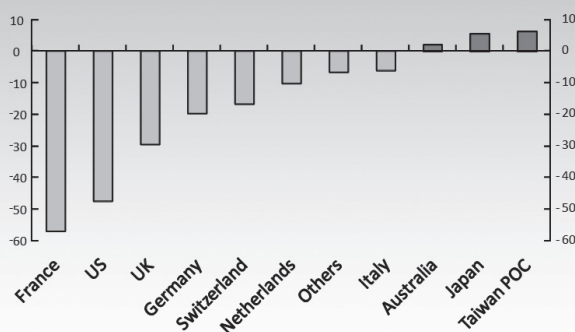


...And yet activity may pick up naturally in coming years, if only because investors are desperate for diversification into new assets

How is Asia coping with financial stress in the euro area?

EU banks' retrenchment is happening, but its impact has been mild so far...

Change in Foreign Claims against EM Asia by BIS- Reporting Banks, by Banks' Country of Origin, 2011H2(Billions of US\$)

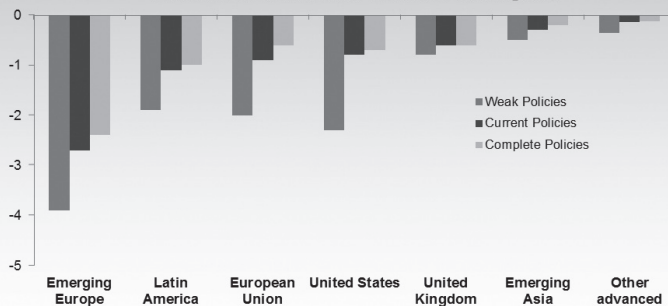


...as other banks (and bond markets) have stepped into the breach

- Feared credit crunch in trade finance has been avoided for now
- Indeed, short tenor of trade finance is not only a weakness but also a virtue that lures other (strong) lenders into the market

Our projections for future deleveraging also show Asia to be relatively shielded...

Reduction in Credit Supply by EU Banks Through 2013
(Percent of total bank credit in the region)



...although there could well be some pressure points

- Long-dated dollar lending markets...
 - ...which require stable long-term funding (especially under new liquidity rules)...
 - ...at a time when many banks have all but lost access to dollar funding
- ⇒ Biggest squeeze in niche markets dominated by European lenders, such as project finance?
- ⇒ Role for IFIs (ADB, IFC) and for capital market development?

Thank you for your attention

Presentation

**Comments on
“Asian Financial Market in
Changing World”
by Dr. Changyong Rhee,
Asian Development Bank**

Shinji Takagi, Osaka University

**Comments on “Asian Financial
Market in a Changing World”**

by Dr. ChangYong Rhee, Asian Development Bank

**Shinji Takagi
Professor of Economics
Osaka University**

May 2012

Two Questions Posed:

1. Can Asia Finance Asia?

Why does Asia export so much capital and rely on outside markets for financial intermediation?

2. Can Regional Safety Nets Be An Answer?

Answer to what? Potential fallout from the Euro Crisis?

My remarks will focus on the first issue.

Main Points

- Asian financial sector remains small relative both to GDP and to industrial countries
- Asian financial institutions (except a few in China and Japan) are small
- Large (though declining) current account surpluses \Rightarrow regional savings are not recycled within the region
- Intraregional financing, though increasing, is not keeping pace with intraregional trade

Main Points (2)

- There are encouraging signs (broadening and deepening of markets; greater soundness, profitability, income source diversification of banks; growth of local currency bond markets; etc)
- Yet, no change in sovereign credit rating; limited investment banking; lack of access of households and SMEs to financial services and capital
- Especially, corporate bond markets are underdeveloped
- Regional financial integration limited; Asia is financially more integrated with the world than with itself

Overall Assessment

- Dr. Rhee gives a useful overview; rich in insight and information
- I agree with the broad diagnosis of Asian financial landscape offered by Dr. Rhee
- But he answers the question posed only implicitly

My Answer to the Question Posed

Can Asia Finance Asia?

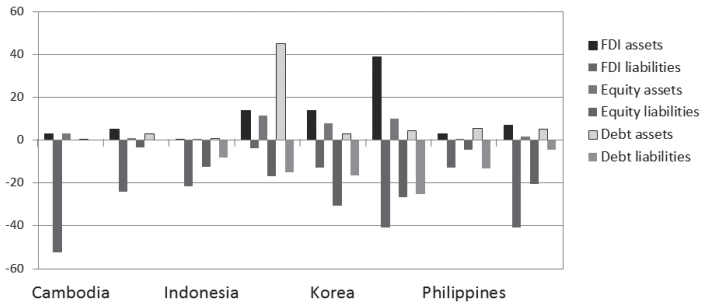
No, unless governments (i) change policies and (ii) build better institutions.

Two (Three) Fundamental Reasons Why Financial Integration Is Limited

1. Most countries place more restrictions on capital outflows
2. International (regional + domestic) investors do not consider investor protection and accounting rules to be adequate
3. Size/scale issue (e.g., banking; corporate bond market)

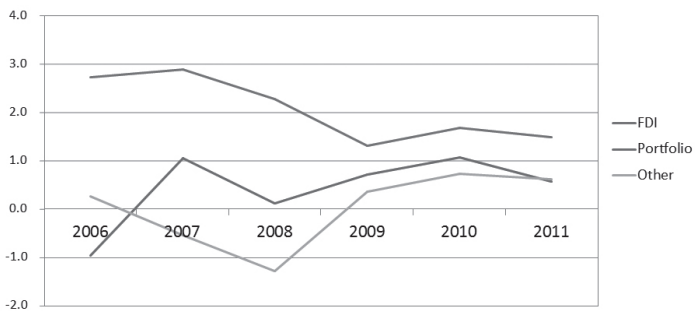
* See figures *

International Investment Positions, 2010 (% GDP)



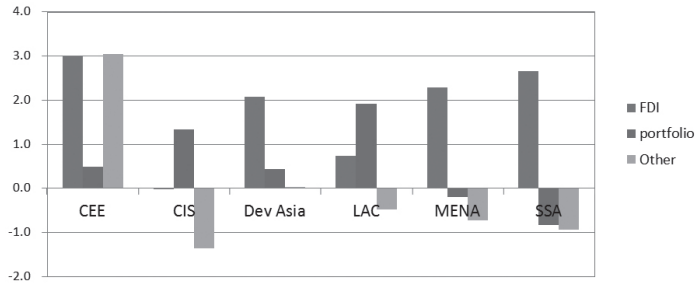
Source: IMF, International Financial Statistics

Net Capital Flows in Developing Asia (% GDP)



Source: IMF, WEO April 2012 database

Net Capital Flows in Selected Regions, Average 2006-11 (% GDP)



Source: IMF, WEO April 2012 database

Except for Japan and Korea (not to mention Singapore, which is not included here)

- 1. External private assets are limited**
- 2. Most private external liabilities are FDI**
(typical in most developing regions)
 1. (the lack of private outflows) explains why the public sector *must purchase foreign assets to ease appreciation pressure (reserve accumulation)*
 2. *could reflect the desire of foreign investors to have control over what they have invested, as they do not trust the legal infrastructure*

Additional Remarks

- Poor legal infrastructure in part explains the underdevelopment of corporate bond markets (typically the last market segment to be developed in most countries)
 - size/scale may also matter
- Rapid economic growth can support equity inflows (investors want to be part of high-return economy), but poor legal infrastructure can deter equity inflows once economic growth moderates over time
- With asymmetric information (home or regional bias), more intraregional financial integration is expected to take place once better institutions are built, even when global intermediation is more efficient under perfect information

Capital Outflow Liberalization (1)

- Sequencing literature considers capital outflows to be the last to be liberalized in the process of capital account liberalization
- The desire of governments to control capital outflows is therefore understandable
- But as long as private capital outflows are restricted, the public sector will continue to be the main purchaser of external assets, and Asia will remain more financially integrated with the rest of the world than with itself (as inflows must necessarily come from the rest of the world where capital outflows are freely allowed)

Capital Outflow Liberalization (2)

- What safeguards are necessary to proceed with capital outflow liberalization in Asia?
- Would CMIM be sufficient?

Thank you.

Presentation

**Comments on
“Asian Financial Market in
Changing World”**

Chang-Hyun Yun, KIF

**Comment on “Asian Financial
Market in a Changing World”**

*Yun, Chang-Hyun
President
Korea Institute of Finance*

Questions raised

- Relations between 'finance' and 'manufacturing' in Asia.
- Asia is good in manufacturing but not so good in finance and other services.
- Export is good representing the fact that the competitiveness in manufacturing is in a sound situation. : China, Korea, and Japan are doing well in this sector.

2

Questions raised

- Korea face the problem of whether to promote the financial industry or not.
- The economic situation in Korea is uncertain because of the financial turmoil in Greece and Europe and we are not so determined in promoting financial sectors.
- Optimal weight between financial and real sectors is important, and the adequate role of financial sector is also a difficult issue.
- Also the optimal weight between institution -based indirect finance and market-based direct finance is a key issue.

3

Market or Institution?

- Institution based finance is generally related with stakeholder capitalism
- Market based financed is related with shareholder capitalism.
- Commercial Banks or Investment Banks or Both?
- Global financial crisis : how much lessons we have learned?

4

A Parable

- A car accident because of the overspeed of 150 miles per hour: financial industry in the USA
- No car accident because of the low speed of 50 miles per hour: financial industry in Korea
- Various regulations are imposed due to the accident in the USA: speed limit of 100 miles per hour
- But other countries like Korea should accept all the severe regulations of such kind : lower the speed into 30 miles per hour ?
- it may be better to decrease the gap between the two
- How about increasing the speed into 70 miles per hour

5

General viewpoint about financial industry

- What to do with the financial industry
- before crisis : Build-up of North-east Asia Financial Hub
- after the crisis : Be quiet

6

Role of Financial Industry

- ADB annual meeting : Financial Inclusion and Inclusive Growth
- For the time being financial institutions should concentrate on issues such as inclusion and CSR(Corporate Social Responsibility);
- So called "Lord, We are sinners" approach.

7

Role of Financial sector within Asia

- The phase of economic development among Asian countries are diverse
- Developed, developing, and underdeveloped
- China seems to be doing well but not so good with other countries
- The roles and contents of financial services needed for each country are different
- Financial Safety Network among Asian countries is really important since it is one of the three pillars for protection of the financial crisis : a country's own forex reserve, regional safety network, and world level protection mechanism such as IMF program.

8

BESETO

- The idea of BESETO(BEijing SEoul and TOKyo) should be developed into an advanced stage
- Three countries should cooperate more for many purposes
- The start of deeper stage of financial inclusion and more developed regional safety network is needed.

9

SESSION II

**European Sovereign Debt/
Banking Crisis and
its Implications for
the Asian Financial Institutions**

Chair *Yoon-je Cho* Professor, Sogang University

Presenter *Hung Tran* Deputy Managing Director, Institute of International Finance (IIF)

Discussants *Alessandro Leipold* Chief Economist, The Lisbon Council

Jun Il Kim Deputy Governor & Chief Economist, The Bank of Korea

European Sovereign Debt/ Banking Crisis and its Implications for the Asian Financial Institutions

Chair | *Yoon-je Cho, Sogang University*

The clouds of the European debt and banking crisis have been hanging around us for a while. It looks like they have become even darker over the past few weeks and we still do not see the light shining through.

In this session we are going to have discussions on the prospects of the European crisis and its implications for Asian financial institutions. Let me quickly introduce the speakers. Mr. Hung Tran, speaker of this session, is the deputy managing director and counselor of the IIF. He is a good friend of Korea and the IGE. He was also the deputy director of monetary and capital markets department of the IMF. Mr. Alessandro Leipold is the chief economist of the Lisbon Council, a think tank based in Brussels which was created in 2003. He previously was the acting director of the European department of the IMF. The final discussant is Jun Il Kim, a newly appointed deputy governor and chief

economist of the Bank of Korea. Before he joined the Bank of Korea, he worked at the IMF.

We have an excellent panel, but the only problem we have is that we have time constraints. Without further ado, may I invite Mr. Tran to speak?

Presenter | *Hung Tran, Deputy Managing Director, IIF*

Basically, in my view, the crisis that we have seen in Europe over the past two and a half years already has major implications for the global economy and the global banking and financial system that will take many years to play out. I will present my thoughts through the prism of five observations on the crisis and the crisis resolution effort.

One, this is the first time that we have a domestic sovereign debt crisis in several industrialized high-income countries. In the post-war period we have had a series of sovereign debt crises but they were sovereign debt crises incurred by emerging markets sovereign debtors in dollar or other foreign currency. This is the first time we have a domestic sovereign debt crisis. This matters because the foundation of modern banking and finance is built upon the availability of credit risk free sovereign instruments. They are used by banks for prudential purposes and liquidity purposes. Basically, they act as an anchor for the stability of bank balance sheets and the banking system.

Until May 2010, Greek government bonds were no different from any

other government bonds in Europe in terms of having zero risk weight from the Basel capital framework and having zero differentiation when they are used as collateral for borrowing from the ECB. Such instruments are now clearly seen as containing credit risk and credit losses.

The reaction from the authorities in solving the crisis crystallized the losses through the pressure by the governments to force private sector holders of Greek government bonds to undergo private sector involvement (PSI). The European Banking Authority has taken the action to require banks holding sovereign debt in Europe to employ mark-to-market accounting for their portfolios, not only their trading portfolios and available-for-sale portfolios but even their held-to-maturity securities and loan books. They have forced them to raise capital provisions against sovereign debt. All of this brings to the forefront the fact that even as the worsening of public finances in all advanced countries following the great financial crisis is clear, this backdrop of banking and finance has been undermined. Greece may turn out to be just the tip of the iceberg.

The elephant in the room, as Stephen Roach pointed out, is the US. With a very significant level of indebtedness of over 100 percent of GDP, a very high deficit of 8 percent of GDP, and political process that is increasingly becoming dysfunctional, it is highly likely that the problem of sovereign debt in the US will come to the fore. If US treasuries, which until now serves as the bedrock of the international financial system as a key holding of all central banks in the world, were to go through a series of downgrades and further credit deterioration, it would be a very significant and negative development.

Second, this is the first sovereign debt crisis of a country belonging to a monetary union. Therefore, the sovereign debtor no longer has control over monetary and foreign exchange policies. In the past, when there were sovereign debt crises, the country had to undertake adjustments to reduce the budget and balance of payment deficits. However, those consolidation efforts were cushioned by the fact that the country could significantly ease its monetary policy and devalue its currency significantly. That could buy it some cushion. In the case of Greece and likewise Spain, Portugal, Ireland, and Italy, instead of having the cushion from monetary relaxation and currency devaluation they have internal devaluation adding pressure and pain on top of fiscal consolidation.

In the case of Greece, over the past three years it has had an 18 percentage point accommodative shrinkage of GDP. Yet, that can only give it one-third of the progress in closing the unit level cost competitiveness disadvantage it has vis-à-vis Germany. To close the remainder of the gap it has been estimated that it may need to undergo another 20 percentage point decline in their GDP. In my view, this is simply impossible to ask for or to impose on the Greek citizens.

Third, a monetary union without a fiscal union is not sustainable. Therefore, countries in the eurozone either have to take steps to form a fiscal union—which, in my view, is not sustainable without a full political union—or the current euro area has to be changed. Either it has to break up or shrink to a more natural currency area which is basically the Deutsche mark block. Even from that perspective it is clear that the efforts so far have been unproductive and ineffective. We cannot have halfway policy measures, fiscal compact and fiscal

austerity without full fiscal mutualization and progress towards integration in the euro area. Part of this observation has already been borne out by the reaction of the public in the series of elections we have seen in Europe. The idea of a single focus on fiscal austerity without a prospect of integration or growth is clearly losing credibility. Going forward, however, while having a more balanced and more comprehensive policy is quite desirable, it is not easy to pull off. Because it has to be balanced between a more measured pace of fiscal consolidation coupled with renewed effort for structural reform to make the economies of the peripheral area of Europe more competitive. It is a very difficult balancing act to do. Even that is not sufficient, in my view.

As mentioned earlier, we need to have a balanced policy approach supported by clear progress towards a fiscal union. There are some concrete steps that can be taken to move in that direction. One is that the ability of the European Financial Stability Facility (EFSF) and European Stability Mechanism (ESM) could be used to provide Europe-wide deposit insurance schemes to reduce the risk of bank runs which are now becoming a major threat to stability in not only Greece but also in Portugal and Spain. Eventually, a common euro bond that is issued jointly by the member countries of the euro area could be another concrete step towards the full mutualization of fiscal risk and responsibility. However, as we have seen so far, Europe moves slowly and only when a crisis forces them to move. Therefore, unfortunately, we will see several more crises before we make more progress.

Fourth, given the background of policy requirements that I see as needed to solve the problem, the firewalls that have been built by

European authorities so far are firewalls built on liquidity. They are not very solid. They are helpful for short-term liquidity support but they are not a solution to the problem. Indeed, they may even exacerbate the imbalances that will become bigger problems in the future. I will give you one example. The TARGET2 (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System 2) payment system within the European economic area has allowed a much slower adjustment of the balance of payment imbalance than otherwise would have been the case. The current account surplus countries such as Germany, the Netherlands, and Austria are accumulating more claims vis-à-vis the deficit countries. At this point, there is a €700 billion surplus position by the Bundesbank and an equivalent amount of deficit by the deficit countries. It is fine as long as the euro area holds together but if one country were to exit, then the significant amount of exposure and the losses from the exposure will come back to the central banks holding the position, in this case the Bundesbank. That is why we can understand the heightened nervousness by Bundesbank officials when they are trying to find a solution to the Greek problem.

Fifth, the Greek private sector involvement (PSI), which the leaders in Europe had demanded as a condition for coming up with public money for the second Greek program, has set many precedents. Some have been positive but some have been very negative for the financial markets, particularly for the European sovereign debt market, going forward. Let me review these key points with you because I think they alter the functioning and behavior of markets for sovereign debt in Europe and I think they will have a major implication. One is the fact that when sovereign debtors are in trouble there should be a good faith

negotiation among the debtor country, the official financing entity—usually the IMF but in this case the European authorities—and the private sector creditors with the goal of coming up with a fair and equitable solution to the problem. The precedent set by the Greek PSI is that with the involvement of the European countries in financing Greece the process has become utterly politicized. That is why the IMF was created in the first place, so that the rescue packages and negotiation could be done away from parliamentary review. In the case of Greece, every single thing has to be discussed and approved by the parliaments of 17 member countries. That makes the process unwieldy and very slow. Therefore, it is not very productive in addressing the crisis.

The voluntary exchange at the end, when we have it, will show a degree of loss up to 75 percent of the face value. This is very problematic because in terms of sovereign debt restructuring we have two benchmarks. On one hand, we had voluntary exercise and exchanges typified by Uruguay and most recently by Saint Kitts and Nevis where there is more genuinely voluntary discussion between debtors and creditors that resulted in a debt exchange with a 50 percent haircut. Then there is the unilateral approach by countries like Argentina where the debtor unilaterally imposed the exchange on creditors resulting in a very large haircut of 75 percent. In the case of Greece, we did have seven months of negotiations on a voluntary basis which was good but the outcome was a 75 percent haircut which is problematic, going forward. What is even worse is that several official institutions in Europe including the ECB, the national central banks, and even European investment banks demanded to have preferred status to avoid the exchange that was imposed on private sector

creditors. We now have a de facto subordination of private creditors holding government papers by official holders. That means that for countries having problems—Spain, Portugal, and Italy—private sector holders of these papers feel they are increasingly disenfranchised and subordinated. That is why they are running away from this market. That will be very difficult to stabilize.

Let me conclude by saying what the impact will be on the global economy and the Asian economy. The impact has been clear. Several speakers have referred to channels of transmission through the bank funding markets, investment flows, and trade flows. We have seen this in Asia as well, particularly in the fast deceleration of exports from countries like China and Korea. The impact of the potential exit of Greece from the European Monetary Union would make all the problems we have seen so far pale in comparison. One of the key risks at the moment is the degree of complacency that officials in Europe and elsewhere display to a potential Greek exit from the euro zone. In our calculation, it will have major implications. One is for potential losses of the €400 billion obligations that Greece still has vis-à-vis official and private creditors. Two, there will be a major collapse of the Greek economy and the degree of shrinkage of the GDP we have seen so far will again pale in comparison. Last, the contagion risk means that all the countries in the area will undergo potential pressure. The key concluding question I leave with you is whether the resilient parts of the global economy will help save Europe or will the European malaise contaminate the rest of the world economy. My view is that the longer the sovereign debt and banking crisis is allowed to fester and escalate, the more likely the problems in Europe will pull all of us down.

Let me just say that I agree with the more pessimistic answer that Hung Tran gave at the closing of his presentation. I also question where it is all going and I am afraid that I do not have an answer. In all honesty no one really knows with any degree of certainty where the euro area crisis is heading. There are various predictions that go across the whole span from manageable which is what the ECB governing council members like Luc Coene and Patrick Honohan said—I think this represents the complacency that Hung Tran talked about; to “quite messy” as Christine Lagarde said; to “unimaginable and catastrophic” which were the words used by Malaysia’s central bank governor, Zeti Azia. The difficulty is that predicting developments in Europe has always been a problem for an economist because it is really politics that needs to be factored into the equation and we really do not know how to do that. It is politics that has dominated the euro area crisis management for good or ill—mainly the latter. And it is politics that will ultimately decide the fate of the Economic and Monetary Union (EMU). I think it was Charles Goodhart, a very good economist, who put it clearly, “Understanding the euro requires political economy, not just economics.”

What makes it even more difficult is that the formation of the political world that drives euro area fortunes is no longer in the hands of established politicians whose reactions are more or less predictable. It has shifted to the population and to new parties expressing a new, still confused, and undefined political orientation. I think one thing is clear. The smooth functioning of a monetary union clearly requires further integration and greater centralization. While the crisis has indeed

pushed the EU leaders in this direction step-by-step, the same crisis has been pushing the electorate in the opposite direction, whether it was because of adjustment fatigue in the periphery or bailout fatigue in the core. The real risk, which I think is indeed playing out, is that the strains in this process have altered the political equation of the whole euro project and it is diluting the political glue that has kept the edifice together.

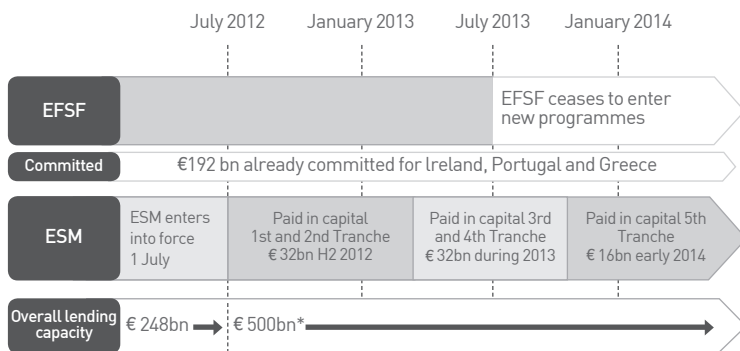
The question on everybody's mind is of course Greece. It seems that we have reached the end game here or the final act of the Greek tragedy. A euro exit is increasingly likely to become the central scenario. In Brussels they even coined a new term "Grexit." Even so, I think there will be a very prolonged game of brinkmanship or chicken, as no one will want to take responsibility for Greece's exit and the related fallout. As has been the hallmark of the euro crisis from the beginning, the likelihood is that rather than seeing an orderly plan B or plan C being thought out, announced, and then rapidly implemented, developments will be driven by precipitating events—possibly bank runs.

The probability is that something like that will occur. If it does not happen earlier, then it will be after another inconclusive round of elections in Greece. The day of reckoning will thus come in the middle of the summer holidays, as is often the case for international financial crises. The real question at this point is if Greece is indeed to exit, can the eurozone effectively ring-fence it and arrest the contagion to Portugal, Spain, and Ireland? This really is the biggest unknown or as the *Financial Times* put it, "the big unanswerable question."

EU leaders are arguing that we are now in a much better place than

we would have been for this event some months ago. They say we have larger firewalls in place and instruments to deal with it. But the reality is less promising, mainly on two counts. First, the EU firewalls are not larger, despite what they say. This can be seen quite clearly, even in official documents such as the chart compiled from a fact sheet that was put out by the European Financial Stability Fund (EFSF) (Figure 1). With the present mechanism, the EFSF has a total capacity of €440 billion. Of that, €192 billion has already been committed to Greece, Ireland, and Portugal. That leaves €248 billion in unused funds. That has remained unchanged and it will remain so until July 2012. At that time, we have the European Stability Mechanism (ESM) coming in. It has always had a cap of €500 billion and this too has remained unchanged. Notwithstanding the announced increase in the eurozone's firewall effect, the fresh lending capacity remains fixed at €500 billion,

Figure 1. *ESM Lending Capacity*



*From July 2012-2013 EFSF may engage in new programmes in order to ensure a full fresh lending capacity of €500 billion.

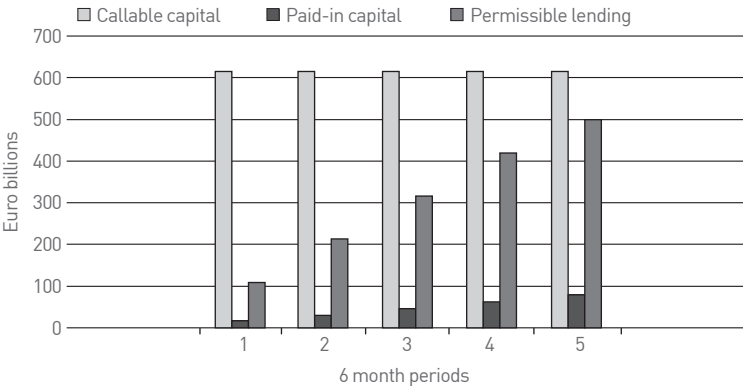
From mid 2013-early 2014, €500 bn leading capacity can be reached through accelerated capital payments, if needed.

Source: EFSF Fact Sheet, Luxembourg, 2012

and not a euro more. True, what the euro ministers decided at the end of March is that they would not deduct the outstanding loans from this €500 billion which they did not take. If it had been taken, it would have been a reckless decision. That was really the only increase from previous plans.

Second, and even more seriously, the €500 billion is not readily available from the start. Its mobilization would require some very agile footwork moving quickly to increase paid-in capital for ESM which is formally not yet operational. Let me explain that briefly since it has not been widely discussed with the help of Figure 2. The ESM Treaty provides for a total subtract capital of €700 billion of which €80 billion will be in the form of paid-in capital with a balance of €620 billion in the form of callable capital. In theory that can be called for in the full amount at any time. The paid-in capital would be much lower at the start of the mechanism as it is going to be injected gradually in

Figure 2. ESM Capital Structure and Lending Capacity



Source: Calculations Based on ESM Treaty

five installments between July 2012 and early 2014. Paid-in capital will only amount to €16 billion in the period up to autumn of this year. Why is this important? It is because the ESM treaty stipulates that paid-in capital has to be at least 15 percent of outstanding loans. The ESM's lending capacity is effectively constrained to no more than €107 billion in its initial operations. It has been agreed that this can be complimented by tapping the unused funds of the EFSF until July 2013. But if we look at that, we can see even if those are tapped in the period up to October 2012, there will still only be €350 billion of total lendable resources. Actually, that would decline to €320 billion in July 2013 when the ESFS winds up operations and its unused funds will no longer be available. So, the full €500 billion is really only available from early 2014 onwards. At the rate things are going, this is a long time away.

Even if we assume that the full €500 billion could be deployed rapidly with the appropriate instruments, the risks that will need to be taken into account in case of Greek exit go beyond €500 billion. The risk at hand is the possibility of a full-fledged bank run in some of the periphery countries. To counter that, the only real defense would be that of unlimited ECB action. Now, will a bank run happen in the periphery? I don't know. I would not venture to try to understand the psychology of the masses. One thing that has surprised me is how long it has taken for a full-fledged bank run to unfold in Greece. True, depositors are pulling out. They pulled out about €1.2 billion from their bank accounts of Monday and Tuesday of this week alone. However, the outflow still falls short of an outright panic. Greek withdrawals amount to 0.75 percent of deposits a day. I am not saying that is negligible but in the case of Northern Rock the withdrawal rate

was 5 percent of deposits a day. So, what surprises me is not that 25-30 percent of deposits have gone since the peak but that 70-75 percent of deposits are still there. I do not know how pessimistic we should be about possible bank runs. If a bank run were to develop in other euro area countries, I really do think that unlimited ECB action to shore up the euro zone banking system will take place regardless of the philosophical and legal objections. There would be controversy and recriminations but a disorderly breakup of the euro project is likely to be too disturbing to contemplate for all, including the people in Frankfurt.

Could there be a more orderly way to do all of this? Potentially yes. It would consist of a rebalancing of the policy mix followed in Europe, with notably a re-profiling of the crisis countries' adjustment paths and the use of fiscal space by countries that enjoy it, accompanied by sizable investments financed via jointly guaranteed project bonds and the European Investment Bank (EIB), as well as real progress with respect to EU-wide financial supervision and bank resolution arrangements.

Is any of this even remotely politically feasible? Clearly, it is not easy. With the exception of the Greek elections, it is at least the one thing that elections may facilitate. The opportunity will be provided by plans to complement the fiscal compact with a growth pact as has been proposed by François Hollande and supported by Mario Draghi, Mario Monti, the EU Commission, and the EU Parliament. That is a formidable array of forces which seems to have dented even German opposition. Still, time is frighteningly short and may well be running out. We are, as some people put it, "at one minute from midnight."

Let me conclude with this. Even if all of this falls into place, saving the single currency will require more. The ingredients are well-known and consist of full-fledged fiscal federalism or fiscal union, including euro bonds. If this does not happen and we have a Greek exit, the euro would not be an irrevocable currency union but actually just a rigid fixed currency system. That will mean that periodically there will continue to be pressures on the weakest link at any point in time. A Greek exit would fully expose the breakable nature of the euro and represent a template for other weaklings. This is not a situation that can be sustained for long and the euro zone must become a stronger union or it will disappear. The unanswerable question is what will give way. Will it be opposition to fiscal union and what is required to make the union stronger? Or will it be the union itself at least as we know it?

Discussant | *Jun Il Kim, The Bank of Korea*

I would like to focus on the implications of the crisis on Asian financial markets. I believe the financial implications for Asia of the European sovereign debt crisis would be better found, not in isolation but in conjunction with the regulatory changes that have been in progress since the global financial crisis. This crisis is somewhat related to the impact of these regulatory changes. In this respect, it will also be useful to think about the implications in both the long-term and short-term horizons. Let me begin by offering some useful facts and my observations.

Number one, the sovereign debt-to-GDP ratio is projected to rise

despite some fiscal austerity programs in Europe. For 2012 and 2013, the IMF projected that for the EU on average the gross debt-to-GDP ratio will remain around 90 percent of GDP. For Spain, it is 79 percent for this year and 84 percent for next year. Italy is stable at around 123-4 percent for both years. Ireland's is increasing from 113 percent to 118 percent. Portugal's will increase from 112 percent to 115 percent. Lastly, Greece's will move from 153 percent to 161 percent. Despite all kinds of efforts to reduce the public debt, the debt-to-GDP ratio in Europe is expected to rise this year and next year.

My second observation is important for implications for Asia. Actually, European banks have large exposure to euro area sovereign debt and at the same time, they have large claims on Asia. Let me give you some numbers. European banks have significant exposure to the five troubled countries of Greece, Ireland, Italy, Spain, and Portugal. For France the exposure to these countries' sovereign debt was about 20 percent of their GDP at the end of June last year. For Germany it was about 14 percent of GDP and for Europe as a whole, it was about 12 percent. These statistics come from some Bank for International Settlement (BIS) reports and maybe the numbers are lower now because of some deleveraging process which is underway among European banks.

The European banks have a very large exposure to those five troubled countries but they also have large financial claims in Asia. According to my calculations based on the BIS statistics, excluding Japan, European banks' exposure to Asia is \$1.5 trillion compared to only \$500 billion for US banks. In a sense, the European banks are the largest actors. They are truly global banks and they have a lot of

exposure to Asia, Latin America, and other regions. Some other information I would like to give you is that the European banks' exposure has become even larger after the two tranches of Long-Term Refinancing Operation (LTRO) by the ECB. The ECB injected about €1 trillion liquidity to the market hoping that the banks could get this liquidity from the ECB by buying their own countries sovereign bonds. As a result, the links between sovereigns and banks have become even tighter than before. For example, the movement between sovereign credit default swaps (CDS) and bank CDS have become even stronger because they are tightly linked. Any downgrading of sovereigns will likely trigger a corresponding downgrading of banks. There are a lot of links between the sovereigns and the banks and this is another key risk to Europe because the fiscal crisis cannot be detached from the banking crisis.

The next observation is that European banks need to deleverage as part of their strategy to meet strengthened capital requirements under the Basel III framework. Some estimates of the needed deleveraging hover around €2 trillion over the next several years. Assuming that other measures will also be deployed to shore up their capital, including raising capital directly from the market and accumulating their profits without paying any dividends. This large potential for deleveraging will continue to press down the aggregate demand and eventually will lead to spillover into the real economy.

If the sovereign debt crisis of the euro area intensifies, deleveraging will likely accelerate. As I said earlier, there is a very tight link between the sovereigns and banks. If the crisis intensifies, then the deleveraging by banks will accelerate and increase in great scale. This story is consistent

with what Dr. Tran and Dr. Leipold mentioned earlier.

According to some estimates from the European Banking Authority, the current common equity Tier 1 capital needed for European banks could be as large as €400 billion. There is a large demand for capital increase for banking safety. There are many ways to achieve this but at this time raising capital directly from the market is very costly because as we have seen the stock prices of European banks are plunging. As we all know, the European banks try to increase their capital ratio by reducing their balance sheet rather than increasing their capital.

Another problem is that CDS contracts have proven to be less useful for investment protection. It is related to sovereign debt and, unfortunately, in the course of Greek PSI, the CDS contract did not prove useful for their protection.

Based on these observations and facts, I would like to elucidate some of the implications of the European crisis on Asian financial institutions. The most important thing we can expect from the spillover is the foreign exchange liquidity disruption in Asian markets. In fact, European banks have a huge amount of exposure to US dollar funding. They raise dollars from the US short-term market and money market funds, and then they invest this money in the US, Asia, and other countries.

My second remark on the implications is in regards to negative growth shocks. If the European crisis intensifies, obviously, it will go to real activities. Asia relies on exports and international trade with Europe and the US. Definitely, the European crisis will be a negative factor for Asia's exports.

Third, there will be implications in funding costs. As I mentioned earlier, European banks have a very prominent role in global banking, so many Asian countries depend on credit from European banks. Reducing that credit as part of their deleveraging strategy may result in rising funding costs for Asia.

These are the short-term implications. The long-term implications could be equally important. In the end, this fiscal crisis combined with the ongoing regulatory changes might lead to changes in the business models of European banks. For example, liquidity regulations are strengthened and there is more of a capital buffer. Probably, the buying of risky assets which includes lending abroad will become more costly because they have to pile up more capital to meet the capital standards. Again, presumably we could see permanently higher funding costs for Asia or a reduced volume of cross border credit from Europe.

The main problem is that European banks represent the dominant share in global banking, particularly in trade financing and project financing. If they withdraw from this business, it will be very difficult to find an alternative source of funding for these activities. Trade and project financing is directly related to real activities because it is a very important source of credit for export and import.

Another long-term impact is that, as we see in Europe, there is an increased preference for so called secured funding. The banks are raising money by issuing secured bonds or covered bonds which have a lot of offsetting cumberances or collateralization. More collateral is needed and if this trend continues, this might trigger some polarization between big banks and small banks. Big banks that have a lot of

safe assets can use them to increase funding at a lower cost. Other banks without such safe assets on their balance sheets might be very constrained in funding the market. The demand for collateral is an important part of the story because in the end, Asian banks might not have enough safe assets.

Finally, Asian banks may need greater foreign exchange liquidity buffers going forward. Down the road, Asian banks and Asian governments must be better prepared to handle this problem.

Q u e s t i o n s a n d A n s w e r s



Question from the floor

To Mr. Hung Tran, I would like to hear your view on the outlook for the current euro crisis. Do you think it will be worse in the future?

Hung Tran, IIF

The outlook for the European and global economies is not good.



Question from the floor

How devastating will the consequences of Greece's exit from the EU be to the European economy and the global economy? Do you think the EU can absorb the impact from Greece's exit from the EU?

Hung Tran, IIF

A Greek exit from the euro would be very substantial and very devastating. The cost of a Greek exit in terms of the collapse of domestic demand in the Greek economy which, in my view, would lead to further upheaval and political convulsions in Greece and contaminate intra-European relationships for years to come. The bigger issue is if other countries are put under pressure by

market participants, we are not only talking about breaking up the European currency union but also about the threat to the European Union. The 27 member union has been the pillar of peace and prosperity for Europe over the past 70 years or so. I think the consequences at this point are not fathomable and it is very dangerous for policy makers and leaders to be complacent about it. What causes me a lot of concern is the complacent attitude by some leaders in Europe. I think we may see the *Titanic* starting to sink before our eyes without being able to do much about it. Maybe I am too pessimistic.

Q *Question from the floor*

Dr. Tran, you raised the issue of the difficulties of the EU monetary union without a fiscal union. You also mentioned the fact that it would be more difficult without the sovereign powers making it up. When the EU started out with the six core nations which were essentially homogenous in character, it was very successful, even without sovereign power. Then it expanded to its present size with so much variety and all the problems associated with that such as the imbalance within the region are unsolvable with a single currency. Even if the Greek crisis is resolved, how would you address the fundamental difficulties that the EU is facing from the structural problems that I just mentioned?

Hung Tran, IIF

The EU has been excellent in supporting growth and prosperity

in Europe. If it had stopped at constructing a free trade area in Europe and a single market for goods, services, and capital with the free flow of people, Asia could do very well to follow its example. Moving to a single currency union by abandoning and pooling monetary sovereignty is perhaps a step too far. For Europe, either they take the next step from monetary union to full-fledged fiscal union or they will break up. A fiscal union means that you agree as citizens to have your tax money spent on somebody else. That will not be sustained unless there is a full political union. Even then, there could be conflict within a country. Look at the US or Italy. Northern Italy is increasingly unhappy and reluctant to help the Southern part. This is not an easy question. The best thing would be to go back to some natural optimal currency area such as the Deutsche mark block. But even if you have the extended Deutsche mark block, France with its current condition probably would not belong to that extended block. If that were to happen, France would be perceived as a new Greece. So, basically we have a lot of difficult questions ahead of us.



Question from the floor

Are we addicted to central bank liquidity to solve this crisis? We are seeing money printing on a large scale in Europe and the US and every time the central banks threaten to turn off the press, we see the financial markets tremble and decline. We also know that interest rates are at zero. How long can we go on printing

money? Is there any other solution? I know central banks don't like to do this but it seems like they are concerned and have no other choice. What is the end game for the large volume of money printing we have?

Hung Tran, IIF

Yes, we are getting addicted to central bank liquidity. If you stop and think about it, the first major signal of the crisis was in the summer of 2007 when the ECB, out of the blue, announced that they added a significant amount of liquidity, a few hundred billion euros—now that is small change because we are talking in trillions, not billions. At that time, it took several market participants by surprise. It turned out that there was a liquidity run due to the fact that one major French mutual fund announced that it would stop redeeming shares at market value because it could not liquidate its holdings at market value. Five years from then, not only do we not have any exit strategy but we also have gone deeper into the process. We are seriously talking about quantitative easing 3 (QE3) in the US, additional funds geared toward buying operations by the Bank of England, additional asset purchases by the Bank of Japan, and possibly LTRO3 as well. Again, we are basically destroying the fabric of the banking system. Banks are now dealing with central banks. They borrow from central banks and when they have excess liquidity, they deposit with central banks. If they don't deal with each other, there is no banking system. If you think about risk free sovereign instruments which are used as the basic anchor for banks, they are steadily going downhill as well. In short, the outlook is not very good.

Jun Il Kim, The Bank of Korea

As far as I understand, the main purpose of the central bank's operation is to deal with illiquidity in the market. In reality, it is very difficult to draw the line between illiquidity and insolvency. Theoretically, central banks cannot deal with insolvency problems. It is in the realm of government policies of fiscal action. In reality, illiquidity can trigger legal bankruptcy. So, there is some role for the central banks to deal with insolvency in a limited sense. The main purpose of the LTROs and quantitative easing by the US Fed is to buy precious time for needed reforms. Additional quantitative easing (QE) or LTRO may have shorter lived effects as time goes by, unless it is accompanied with real progress in fiscal reforms and improvement in real activities.

Presentation

The Euro Area Crisis: Quo Vadis?

Alessandro Leibold, The Lisbon Council

theLisboncouncil
making Europe fit for the future

The Euro Area Crisis: Quo Vadis?

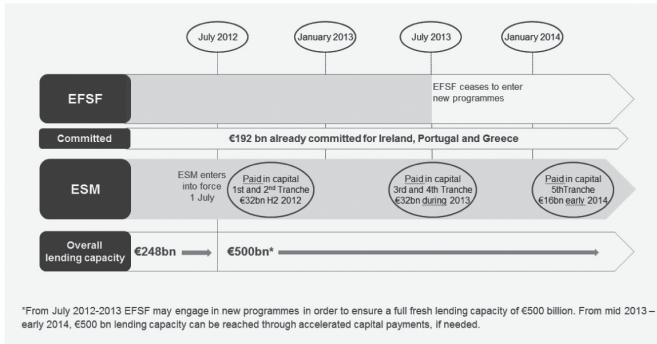
By Alessandro Leibold

Asia in the New Global Financial Scene
Westin Chosun Hotel, Seoul, Korea
17-18 May, 2012

twitter #lisboncouncil

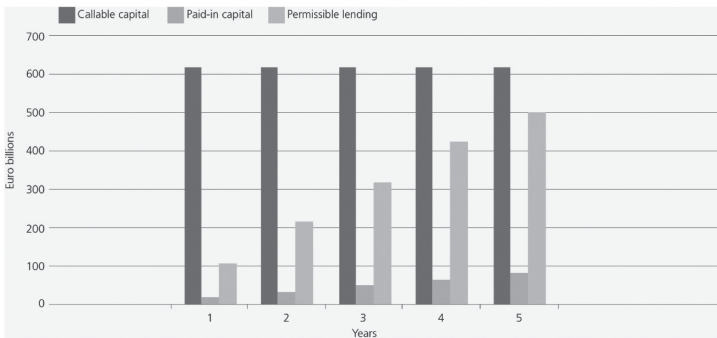
ESM Lending Capacity

(Source: EFSF Fact Sheet, Luxembourg, 2012)



Capital structure and lending capacity of the European Stability Mechanism

(as established by EMS Treaty of Feb 2012; timing halved by Ministers in March 2012)



(source: calculations based on ESM Treaty)

ESM Capital Structure and Lending Capacity

(Sources: ESM Treaty, February 2012 and Eurogroup Ministers' Agreement, March 2012)

PERIOD	PAID-IN CAPITAL	PERMISSIBLE ESM LENDING	EF SF TOP-UP	TOTAL
Jul 2012-Oct 2012	16	107	248	351
Nov 2012-Jun 2013	32	213	248	461
Jul 2013-Oct 2013	48	320	n.a.	320
Nov 2013-early 2014	64	427	n.a.	427
Early 2014 onwards	80	500	n.a.	500

EF SF bond spread



(source: Thomson Reuters Datastream)

SESSION III

**Consequences and
Implications
of Global SIFIs**

Chair *Changyong Rhee* Chief Economist, Asian Development Bank (ADB)

Presenter *Michael Taylor* Adviser, Financial Stability Board (FSB)

Discussants *Wonkeun Yang* Head, KB Research Institute, KB Financial Group

Takashi Oyama Counsellor to President, Norinchunkin Bank

Hung Tran Deputy Managing Director, Institute of International Finance (IIF)

Consequences and Implications of Global SIFIs

Chair | Changyong Rhee, ADB

This session is to discuss the current stage of regulation on global SIFIs, what is going on in the Financial Stability Board (FSB), and what the implication for Asian and global markets are, especially regarding the deleveraging of the many SIFIs. We have a very distinguished presenter and discussants.

Let me first introduce our speaker. Mr. Michael Taylor is a member of the Secretariat of the Financial Stability Board. He is an internationally recognized expert in the field of financial stability and regulation and an experienced economic policy maker in emerging markets and in Asia in particular, including his close involvement in the resolution of the Indonesian financial crisis in the 1990s. He was also a major figure in the implementation of the Basel II capital adequacy requirement in Hong Kong. Mr. Taylor holds a degree in philosophy, politics, and

economics and a doctorate in philosophy from Oxford University.

Mr. Hung Tran has already been introduced, so if I may, I will skip his introduction. Mr. Yang Wonkeun is a senior managing director at the KB Financial Group. He began his position from September 2010. Prior to joining the KB Financial Group, Mr. Yang served as management advisor at Daewoo securities and also was an executive director and board member of the Korea Deposit Insurance Company. He started his research career at the Korea Institute of Finance in 1992. He holds a Ph D in finance from Georgia State University.

Takashi Oyama is a counsellor on global strategy to the president and the board of directors of the Norinchukin Bank Group in Japan. Prior to his current position, Mr. Oyama worked for the Bank of Japan in various senior capacities. In the area of international finance, he worked as a member of the committee on the global financial system of the BIS and was a member of the Basel Committee on Banking Supervision. Mr. Oyama received a degree in international relations from Tokyo University. Without further ado, let me ask our speaker to start his presentation.

Presenter | Michael Taylor, FSB

I am here to talk about three things in particular. First, I would like to make a very brief introduction to the Financial Stability Board because it is a relatively new organization that I think is still unfamiliar to a lot of people. Secondly, I am here to look at the work we have been doing

on “too big to fail,” which brings in the work that has already been completed on global systemically important banks or G-SIBs as we call them. Third, I am going to briefly touch on the ongoing work on other systemically important financial institutions. Then I am going to offer a few thoughts on the significance of this work for Asia, particularly given some of the discussions we have had this morning.

What is the Financial Stability Board? It is an international body which was set up to address financial system vulnerabilities and to coordinate the developments and implementations of strong regulatory, supervisory, and other policies in the interest of financial stability.

It started its life in 1999 as the Financial Stability Forum which was a body of the G7 that came into being after the Asian financial crisis. Although it had representatives of finance ministries as well as central banks and regulatory agencies, obviously as a G7 body, it had a relatively narrow membership. In April 2009, it was re-launched as the Financial Stability Board with an expanded membership. The membership was made to include the G20 plus five other non-G20 countries.

It was given a broader mandate and an enhanced operating structure. In September 2009, there was a charter, which is the governing charter of FSB. It is, however, not an international organization. There is no treaty establishing it. The charter is simply an informal document which sets out the aims and objectives of Financial Stability Board. Currently, it is chaired by Mark Carney, the Governor of the Bank of Canada and there is a secretariat, of which I am a member, which is hosted by the Bank for International Settlements (BIS) in Basel.

Our mandate is essentially three fold. The first is to conduct an assessment of vulnerabilities affecting the financial systems globally and to identify and oversee the actions needed to address them. Again, this was a gap in terms of the pre-crisis of global financial architecture. No one was responsible for assessing these vulnerabilities. The IMF has obviously done a lot of important work over the years including the Global Financial Stability Report, but there was no forum that provided an opportunity for senior policy makers to get together to discuss some of these vulnerabilities and how they might be addressed.

The second part of the mandate concerns supervisory coordination. Again, pre-crisis, there was nobody to coordinate the activities of different standard setting bodies (SSBs). The SSBs, the Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), and the International Association of Insurance Supervisors (IAIS), each has its own separate work program and their own separate agenda. They pursued issues that seemed significant of the point of view from the particular sector for which they were involved.

There was no coordinating body to make sure that important gaps were filled in the international standards and that the different international standards that were being developed were consistent with each other. A very good example of this is the work of the International Accounting Standards Board (IASB), and the International Financial Reporting Standards (IFRS) which introduced an element of procyclicality into the system by encouraging an incurred loss model of provisioning, whereas from a traditional banking supervision perspective, it is important to recognize losses not just when they occur but when they are in prospects.

That is one such area but there were other issues as well. One of which was that there was nobody that was really taking up the issues such as planning the resolution of major financial firms.

Finally, something which is becoming an increasingly important part of the FSB's work is implementation monitoring and our role is increasingly that of preparing reports for the G20 leaders and finance ministers and central bank governors on progress being made in implementing the G20 reform agenda. Likewise, sure our member countries are living by the commitments they made to implement the new international standards. As far as our membership is concerned, it includes representatives of senior level national financial authorities, including ministries of finance, central banks, and supervisory and regulatory agencies.

Unfortunately, not all countries are equal and some countries have three representatives, others have two, and others may have only one representative. Inevitably, there has to be some sort of trade off between balanced representation and trying to bring in as many people as possible on one side and keeping the meeting small enough on the other, so that people could debate and discuss often sensitive issues. There is always going to be that trade off, unfortunately.

In addition, our membership includes international regulatory supervisory groups such as the BCBS. We have committees of central banks such as the Committee of Payments and Settlement Systems and some of the international financial institutions such as the IMF, the World Bank, the European Central Bank and the European Commission.

It is a very broad membership and it has brought in much greater representation of Asia than it did pre-crisis. I wouldn't claim it has gone all the way but I think that it has gone some way towards addressing concerns that have existed in Asia for a long time about the lack of representation in the international standard setting and regulatory process. Certainly, during my time in Hong Kong, we were very much aware that as a major financial center we were not represented on those groups, whereas countries with much smaller financial centers that just happened to be located in Europe had representation on the Basel Committee. I think that these changes have gone some way towards addressing that but perhaps not as far as is totally necessary.

The main part of our work so far has been to deal with the "too big to fail" which is that large systemically important financial institutions contribute disproportionately to systemic risk and impose large rescue costs. I would echo very much what Andre Meier said in his presentation this morning about there being such a thing as "too big." Big is not necessarily beautiful.

If you have large financial institutions headquartered in your country, then as a country you have some very large contingent liabilities. One of the consequences of the way that the crisis is being handled is that there has been a massive expansion in terms of moral hazard given that institutions which were already large prior to the crisis have become even larger as a result of mergers and acquisitions and as part of the crisis management strategy.

A large part of our work agenda is designed to address this "too big, too complex, too interconnected to fail" problem. We are trying to do that

through a number of different routes. One of them is to make market infrastructure more robust. For example, we are moving derivatives to central clearing platforms and increasing the transparency of markets. Also, the regulation, supervision, and resolution of systemically important financial institutions are a large parts of our work program.

As far as global systemically important banks (G-SIBs) are concerned, there are three main areas that we have been working on. An obvious starting point has to be the definition and identification of G-SIBs. Which institutions are we talking about when we talk about these global systematically important banks? It is important to have in place a robust objective methodology for determining which of these institutions we are talking about. Now once we get that methodology in place and once we have identified those institutions, we can start thinking about how we should regulate them.

One very important component of the methodology is that the G-SIBs should have a greater ability to absorb losses. They need to have bigger capital and liquidity buffers, particularly capital buffers, than other less systemically important institutions. Another major component is resolution. We talk about bookends when we discuss these things. One bookend is having in place higher loss absorbency, more capital, and higher quality capital, which reduces the likelihood that one of these firms will fail. However, if they do fail, then we need to have in place the other bookend which is a resolution plan, a resolution strategy, and the powers necessary to conduct resolutions. That is the secondary issue that we are working on. There is also the new international standard. The key attribute of this new standard is effective resolution regimes and as far as the G-SIBS are concerned, their supervisors are now

working on resolvability assessments and recovery and resolution plans. The third element of this strategy is to strengthen the supervision of global systemically important banks with greater intensity and more effective supervision.

Now, let me just stress what it means to designate an institution as a global systemically important bank or financial institution. We are not talking about something which should be regarded as a badge of honor. This morning, I heard some people talking about only having four banks in Asia on this famous list of global systemically important institutions. That is not something you should be concerned about. In fact, that is something which you should actually welcome, because being on that list is not a badge of honor. It is a sign that some of these institutions are “too big to fail” and therefore something needs to be done about it.

From the global systemic perspective, institutions not on the “too big to fail” list are considered incapable of causing the level of systemic disruption that institutions on the list are deemed capable of. Simply put, SIFIs are financial institutions whose distressed or disorderly failure because of their size, their complexity, and systematic interconnectedness would cause significant disruption to the wide financial system and economic activity.

Let’s be clear, this is not a good thing. Being on this list is not something you really want. To avoid this outcome, authorities have all too frequently had no choice but to forestall the failure of such institutions through public solvency support. In other words, if you host “too big to fail” institutions, the government and the taxpayers

who ultimately fund that government are going to be responsible for a very large contingent liability. This is being underscored by the crisis and the way the countries that have hosted G-SIBs have really had no choice but to bail them out.

First of all, how do we identify them? There is a five-category approach based on the extent to which they are active across border, their size, their interconnectedness, their substitutability, and their complexity. Then based on that list of criteria we came up with a list of designated G-SIBs, the famous 29 institutions (Figure 1).

Figure 1. *Designated G-SIBs, 2011*

As at November 2011; subject to annual review

Bank of America	ING Bank
Bank of China	JP Morgan Chase
Bank of New York Mellon	Lloyds Banking Group
Banque Populaire Cde	Mitsubishi UFJ GF
Barclays	Mizuho FG
BNP Paribas	Morgan Stanley
Citigroup	Nordea
Commerzbank	Royal Bank of Scotlasnd
Credit Suisse	Santander
Deutsche Bank	Societe Generale
Dexia	State Street
Goldman Sachs	Sumitome Mitsui FG
Group Credit Agricole	UBS
HSBC	Unicredit Group
	Wells Fargo

Source: FSB

This is supposed to be the list of the most systemically important financial institutions. This is the list prepared as of November 20, 2011. Every year, this list is going to be subject to review, so some financial institutions could fall off that list and other institutions might be added to it.

Higher loss absorbency is basically the requirement that the institutions on that list have to have more common equity than other institutions. It is a graded approach rising from 1 percent to 2.5 percent of risk-weighted assets. There is also an empty bucket of 3.5 percent. It means if any of these institutions grow any larger than they are or any more systemically important than they already are, there is a reserve of even higher capital requirements that can be imposed on them. Resolution of these firms must be a viable option. The key attributes of the effective resolution regime is a new international standard which provides a framework for insuring the resolution of financial institution without taxpayer exposure to loss. That is a very important part of the philosophy of approaching these institutions.

The biggest difficulty in any resolution is if it has any cross border element and the 29 G-SIBs inevitably will because they are significant cross border operators. Therefore, it is necessary to foster greater cooperation between home and host authorities and that is being developed as part of a resolution and recovery planning process.

Supervisors are looking at group structures and considering them from the point of view of resolvability. They are looking at the effectiveness of the recovery plans that financial institutions are being required to draw out and developing their own resolution plans in the events they

have to deal with failure of one of these institutions.

In the middle of this process are groups called crisis management groups or CMGs, who essentially deal with coordinating process for each of these major 29 systemically important banks. Supervision of these institutions has to become more intensive and effective. Supervisory mandates have to be strengthened with more resources and powers given to supervisors.

There is also higher supervisory expectation in terms of risk management. There is a project going on at the moment, the Information Gap Initiative, which aims to collect data on networks among these globally systemically important financial institutions and the extent to which they may be exposed to common risks. So we are trying to enhance the information available to supervisors.

Finally there is work we have been doing on monitoring the implementation of all these commitments. We are developing a methodology for assessing the implementation of the key attributes. There is going to be a peer review later on this year of resolution and regimes. Also, in discussion at the moment is the peer review counsel which will be a mechanism to assess the extent to which effective resolution and recovery planning has been conducted for these major systemically important financial institutions.

On other systemically important financial institutions, the first question obviously is what about the banks at the national level which may be systemically important but are not on the list of 29? At the moment the Basel Committee on Banking Supervision is developing a

policy for these institutions known as domestic systemically important banks (D-SIBs). There seems to be an overall consensus that it will come up with principles-based rules. There also is a recognition that there needs to be some special treatment for institutions which may be systemically important in a domestic context but which may not be sufficiently cross-border in their operations to make it on that list of 29. It may well be that there are more financial institutions headquartered in Asia on the D-SIBs category than appear on the G-SIBs list.

We are developing methodologies to identify systemically important non-bank entities. Work is continuing in consultation with the IOSCO on the non-bank financial institutions. The IAIS is developing a methodology for identifying systemically important insurance companies and that assessment methodology will be shared with G20 leaders at their summit in Los Cabos, next month. At the previous summit, the G20 leaders issued a clear commitment that the problems with “too big to fail” and these globally systemically important banks need to be addressed.

The G-SIFIs will be submitted to strengthened supervision with a new international standard for resolution regimes as well as from 2016 additional capital requirements. We are prepared to identify systemically important non-bank financial entities. Now whether or not non-bank financial entities will be subject to similar kinds of regimes as banks is still very much an open question. But clearly the first step is to identify them and then to consider what sort of policy measures should be taken.

Let me just spend a couple of minutes talking about the significance of this work for Asia because as we heard this morning some see the lack

of Asian financial institutions on the list of G-SIBs as something that is undesirable. As I tried to explain earlier, this is actually good. It means taxpayers will not have to face potentially large bills at some point in the future.

There are a couple of points that I would like to emphasize as far as Asia is concerned. The first is that Asia should try to learn from the mistakes that the West has made. I think the financial crisis has shown that trying to simply emulate Western financial practices is not advisable. It is important to learn from the errors that were made in the past.

Second, I think it is important to recognize that what is going on in terms of international regulatory agenda is that in some ways the West is catching up with Asia. When I was working in Hong Kong, something that I was very much aware of was that our banks in Hong Kong were better capitalized than many of the banks in Western countries, particularly in Europe.

The banks in Hong Kong had stronger capital buffers, they had more capital and better quality capital. I think that was true for pretty much most of Asia because lessons were learned from the Asian financial crisis. Often, very difficult decisions were taken. These were often quite painful decisions, but these decisions greatly strengthened the financial systems in Asia. Now the Western world is going through a financial crisis of its own. And it is going through the same process that Asia went through over a decade ago.

Another point is that the Asian banking systems have not advanced from the traditional model of banking as the Western banking systems

did. Most Asian banking systems have remained banks which take deposits and make loans. Now, if you look at the balance sheets of some of the large Western banks on the list of G-SIBs, you will see that for many of them traditional banking activity takes up less than half of their overall activities.

If you look at some of those institutions, maybe a quarter or a third of their balance sheet consists of traditional lending activities, and the rest, capital market activities. Asian banks have been relatively insulated from the crisis because they did not go down that route of increased capital market activities. Overall, I think what you will see in the future is that Western banks start to look more like Asian banks again.

If you take into account the policy changes that are happening with the Volcker Rule, the Vickers Commission in the UK, and the Barnier Commission which has been set up to study similar issues, then you will see that the policy makers of the West are looking to return their banking systems to their roots. To turn them back to relatively simple utilities that they were until the deregulations of the 1980s. The Asian and Western financial systems will converge and as they do, Western financial systems will come to resemble the Asian financial system. As a result of that, we will see a safer and more stable financial system.

One last thought. There were a lot of discussions this morning about the benefits of having large capital markets and deep liquid capital markets. That is absolutely true. There are great benefits in that, but it is important not to confuse large markets with large institutions. Large and deep liquid capital markets can be a force for good. However, if you have large institutions, institutions which are “too big to fail,” and

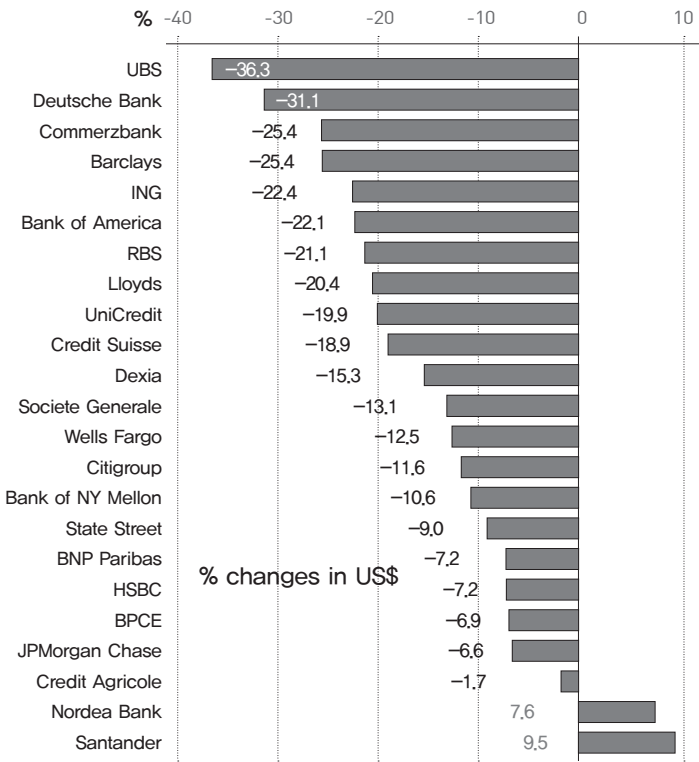
which may even, as we have seen in some Western countries, become “too big to save” because they are bigger than the fiscal capital of the state, then you have a problem. The FSB’s work primarily focuses on trying to deal with this issue.

Discussant | Wonkeun Yang, KB Financial Group

My discussion will focus on the impact of deleveraging caused by regulatory changes, such as the G-SIB framework, on Asian financial markets, in particular on Korean banks. Multilateral financial structures that were discussed after the Asian financial crisis are now being implemented via regulations. Due to their size, G-SIBs are primarily highlighted by the FSB, as presented by Mr. Taylor. Also, the capital regulations of Basel III are being implemented. This along with regulations on G-SIBs has induced global banks to continue deleveraging.

The recent global financial crisis has already significantly reduced the size of G-SIBs assets from 2009. In particular, banks with high exposure to the investment banking businesses and derivative products have had large asset reductions. As you see in the graph, UBS, Deutsche Bank, Commerzbank and Barclays have had a 25-36 percent asset reduction (Figure 2). At the same time, banks with strong retail businesses have seen their assets shrink less or even grow in 2009, such as Santander and Nordea Bank. The IMF and Morgan Stanley expect European banks to see assets shrink by €1.5-2.5 trillion, mainly from G-SIBs over the next one or two years. The

Figure 2. *Deleveraging of G-SIBs in 2009*



- 1) Total assets at end-2009 to peak (2008.06 or 2008.12)
- 2) G-SIBs except Goldman Sachs, Morgan Stanley and 4 Asian banks
- 3) Acquired bank assets (before M&A event) were combined to calculate asset decrease

Source: Fitch

deleveraging that followed the global financial crisis in 2008 and 2009 forced global financial institutions to pull significant amounts of capital out of emerging markets.

European banks' exposure to emerging markets during global financial

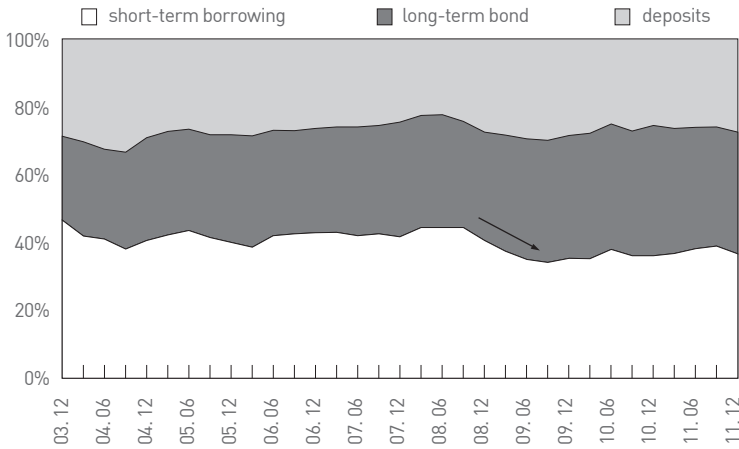
crisis fell by 19 percent or \$660 billion, a significant amount for emerging markets. The ECB's latest capital requirements are triggering more deleveraging. European banks' exposure to emerging markets fell 11 percent or \$390 billion in the second half of 2011 and it is still decreasing. European banks' exposure to emerging markets is several times larger than that of US and Japan.

As recent deleveraging comes mostly from European banks, emerging markets cannot avoid the impact. In the second half of 2011, however, American and Japanese banks claim reduction is only 3.3 percent versus 11.3 percent of European banks. This reduced intensity of deleveraging shock compares to the global financial crisis period, 2008 and 2009. Korea's financial market is not immune to the shocks emerging from the global financial crisis. Among Asian currencies, the Korean won has depreciated the most since early 2008.

Credit default swap (CDS) premiums exceeded 400 basis points in late 2008, making it difficult to issue bonds in the global market. After a government-related specialized bank issued bonds in the first quarter of 2009, commercial banks could have issued bonds from the second quarter but only with high interest rates. Now efforts are being made to reduce the foreign currency liquidity risk by reducing the portion of foreign short term funding, as you see in the graph (Figure 3).

Now I am going to discuss the deleveraging impact on the Korean banking industry. The Korean banking industry improved in management transparency and corporate governance after the Asian financial crisis in 1997. From the recent global financial crisis, loan to deposit ratios also fell below 100 percent from more than 130 percent

Figure 3. Banks' Foreign Exchange Liability Composition



Source : Bloomberg, Korea Financial Supervisory Service

while foreign exchange liquidity management continues to improve.

Since the Asian financial crisis, assets in the banking industry for the most part have grown rapidly. Aggressive risk controls have helped non-performing loan (NPL) ratios remain at lower levels while capital ratios steadily increase. All this demonstrates the soundness of the Korean banking industry and its ability to face tougher global regulations and repeated financial crises. In regard to the structure of Korea's banking industry, four major banks compete heavily in a relatively small market. For comparison, France's and the UK's four largest banks have asset sizes that are three times that of their national GDP. But in Korea, the asset size of its top four holding companies is just 90 percent of Korea's GDP. Although it looks like there exists room for bank asset growth, considering severe competition in the

local market, the strategy for future banking asset growth would come from overseas expansion.

Korean banks' overseas operations contribute less than 5 percent of the total asset. Expanding overseas operation is critical for foreign exchange management as well as for asset growth. The funding source for foreign exchange is limited to borrowings from global banks, and the issuing of bonds in global capital markets. This undermines the banks' ability of foreign exchange funding during the global crunch.

By diversifying foreign exchange funding sources, including deposits, banks' credibility could improve and borrowing could become more stable. To expand global business operations, banks need to open overseas branches or conduct mergers and acquisitions. Seeking global partnerships would also improve funding capabilities. These developments would help meet the needs of global Asian corporations and their funding requirements. Furthermore, greater cooperation among Asian banks is needed to improve their credibility and to offset the shock from European deleveraging and the European sovereign debt crisis.

Asia's economic growth rate is among the highest in the world, helping to maintain international capital inflows. The total foreign exchange reserves in East Asia and Southeast Asia now exceed \$6 trillion. Strengthening regional cooperation could help provide guarantees for financial institutions, providing a major buffer from global financial instability. Of all foreign investments in Korea, Europe's portion stands at 28 percent. This is not an insignificant figure. Furthermore, Korean banks have very small foreign currency deposit funding.

As noted, most foreign currency funding comes from borrowings and bond issuance. Thus, European banks' deleveraging would inevitably affect financial markets and the Korean banks' readiness to fund. In this perspective, my point will be on Korean banks' foreign exchange management. Because Korean banks have taken a square position towards foreign exchange to avoid risks, they are extremely vulnerable to global shocks. On the other hand, Korea's foreign exchange reserve now stands at \$316 billion. Thus, further considerations to link these issues need to be advised until Korean banks can adequately expand their operations overseas.

My final comment will be on the effects of Basel III on the Korean banks. Of the two main requirements in Basel III, capital requirements are not a problem for the Korean banks, but the other regulations regarding liquidity are challenging. Portfolio changes will need to continue for years to come to meet the rules.

Discussant | *Takashi Oyama, Norinchukin Bank*

I am an industry participant and my institution was not designated as a G-SIB, so I can sympathize with Korean banks. I would like to talk about how market forces will work on banks that were not designated as G-SIBs but have influence in individual markets.

This photograph depicts a very large tree. You may think it is too big to fail. Though this is a very simple structure of traditional banking, the roots will be very complicated. The complication gives diversification to

sustain this big tree but it also gives rise to some systemic risk.

I see the G-SIB Framework from two perspectives. One is as a market participant in the world financial markets that put a lot of money into a wide variety of assets overseas. The other is as a large institution that is not designated as G-SIB but has a significant role in individual markets.

First, what are conceptual merits for market participants? The answer is very clear. I think the G-SIB and G-SIFI framework brings overall stability to the global markets by internalizing negative externality of

G-SIB operations. The US is responsible for a lot of spillover effects to the rest of the world. Likewise, big G-SIBs are responsible for spillover effects to the market as a whole, but that part of the effect can be controlled by this new framework.

Second, it will reduce the potential negative ramifications. If a G-SIB fails, it will be required to prepare resolution plans because it is a G-SIB. Likewise, many unknowns and complications were found when Lehman collapsed. But once the framework is implemented, the situation will improve. And finally, this is the byproduct of the



supervisors and industries. Supervisors didn't have enough information about G-SIBs and G-SIBs were not honest with regulators and supervisors. The new framework will facilitate better supervision through more effective dialogue between these two.

I used to work for the central bank as a semi regulator. I switched positions and privatized myself to become an industry participant. What I noticed when I began work at my institution was that there are lots of things that have not been understood by regulators. For instance, the private sector is more advanced in terms of financial innovation and market development. This goes to show that continuous dialogue is very important for regulators and supervisors and is crucial to facilitate stability.

I have talked about the merits but of course there are pitfalls as well. These systemic risks arise not only from the G-SIBs but also from other dynamics. For example, you may remember the US savings and loan crisis and the UK secondary banking crisis. These crises came from smaller institutions and they used similar business strategies to accumulate these systemic risks. Therefore, regulators should not neglect this possibility and should not focus only on the G-SIBs.

The second pitfall is a perverse effect. Designating the G-SIBs may well sustain a moral hazard on the part of depositors. Michael Taylor told us that the G-SIBs list is a "name and shame" list but the depositors may think this is a stamp of confirmation by regulators that these banks are celebrities. Therefore, further measures are necessary to discourage a moral hazard on the part of depositors and market participants.

Thirdly, systemic surcharges are not based on a bank's internal risk management process. They are an externally given surcharge. That will weigh on banking activities as the previous speaker mentioned. We need to very carefully design a schedule, sequence, and implementation. That is our proposal to the regulators.

Let me revise the question: are there any advantages if a bank is designated as a G-SIB? Yes, as I said earlier, there is the perverse perception that "too big to fail" may well be sustained in the eye of depositors. Another perversion is that a business advantage may arise from confirmation by regulators of being a global player. This is a very natural perception in the market.

There are two other real benefits for the G-SIBs. One is that in formulating recovery plans the G-SIBs will improve their risk management capability. Second, when they look at systemic functions, they will rethink what the group's structure should be, what the core functions should be, and what the systemic functions should be. This requires management and board members to think very deeply about their operations.

On the other side, are there any disadvantages when a bank becomes a G-SIB? Of course, systemic surcharge is a burden. Secondly, greater reporting requirement, interconnectedness between the banks and the markets will be dug down to the bottom. There will be an enormous additional reporting burden for G-SIBs. But this will give G-SIBs a clearer picture of what they are doing. Also, we need more managerial resources for recovery and resolution plans. There are two potential concerns. If the regulators take appropriate actions, these concerns

will diminish but many industry participants are concerned about regulatory intervention going too far into business decisions. Also, there is concern for the potential loss of confidentiality. If the information about the resolution is leaked, many parties will be affected.

I would like to very quickly mention that recovery plans give you a very good impetus to improve your risk management. Creating resolution plans is a very delicate task. Actually, this counters the objective of management. We try to survive. We try to thrive and prosper but what regulators tell us is that we should think about living wills. So, this is counterintuitive. The second matter of great delicacy is that if you make resolution plans truly meaningful, then things will become more sensitive. You have to prioritize what units need to be closed before others or what sort of businesses should be closed down.

This is my final comment. What should the non G-SIBs in Asia do? The quick answer is to not imitate but to reinvent. The market forces will require us to emulate the qualitative elements of the G-SIB framework. As Asian banks are better equipped with capital, the increase in capital surcharge is not an additional burden for Asian banks. But what Asian banks need is enhanced risk management.

Writing recovery plans will improve the risk management process. Reinventing risk management will facilitate the growth of a potential candidate into a G-SIB. Asia is growing much faster than the rest of the world. Banks in Asia will grow faster than others. In the future, there is a chance that more of our banks may be designated as G-SIBs.

Regulation about G-SIBs is another example of the regulatory reform process that we have seen in the past four years. The motivation is good and honorable but the conception is not robust and the introduction and implementation is hasty. Regulators, basically, do not follow their own recommendations. That is, they should know and assess the impact of their regulation before they introduce regulations.

This gives rise to four examples of unintended consequences that I will summarize for you. One, the approach of G-SIBs is too simplistic, focusing on size and not taking into account the Greece aspect of operations. For example, a large bank with a lot of cross border presence and activities will be penalized twice because of the indicator based approach of G-SIB regulation, size and multitude of cross border relationships.

However, in the calculation of cross border indicators a bank that has operations in foreign countries that have local assets fully funded by local liabilities will be penalized because they will have a higher score and therefore it required to have a higher capital charge than another bank with foreign assets that funds these assets from the home liability and send them to a foreign operation.

Over the past few years, it has become clear that the foreign operation of a bank that has local assets fully funded by local liabilities has proved to be more stable and more resilient than otherwise. The focus on cross border activities also unintentionally penalizes trade finance by nature of cross border activity. Therefore, on top of the other Basel reforms,

straight financing is penalized because it includes the whole amount of trade finance exposure in the calculation of leverage ratio. No wonder we have seen many banks, particularly those in Europe, use TARGET2 Trans-European financing activity to a great extent. This is a great concern for continued growth of the global economy.

Number two, the net comparative impact of G-SIB regulation on top of the Basel III, the Dodd-Frank Act, the Volcker Rule, counter-cyclical capital charges, etc. put more pressure on banks to deleverage. There is a lot of contention on the point that the net regulatory reform has been very bad for growth. Assessment by the FSB and the Basel Committee shows that the net regulatory reform has had only a small impact on growth. However, considering persistent deleveraging by banks and the fragile state of the global economy, I would contend that the weight of the evidence over the past four years is more consistent with our view.

The third point has to do with the issues of moral hazard. Oyama Takashi raised a point that being named a G-SIB is like receiving a badge of honor. Indeed, I was at the gathering of banks in Asia six months ago and the four Asian G-SIBs went to each other and congratulated each other. It is clear that these banks already have basically consolidated funding advantage that they have enjoyed because they are now officially designated as “too big to fail.” If they are “too big to fail,” of course the depositors should feel more comfortable giving them money.

Last but not least, the methodology and the way G-SIB regulation is done unintentionally cause more volatility in the capital required of banks. They use the bucket approach, bucket one to five. The way they calculate the score using the relative position of a bank compared to

the universe instead of giving it an absolute score means that the bank through no fault or action of its own can find itself in one bucket one year, dropping out the bucket next year and coming back again the following year. This results in complete chaos and the volatility makes it very difficult for banks to manage their capital structure which is not good for financial stability.

I will stop here and say that it is based on good and honorable intentions and motivations but a lot of technical details should be ironed out before it is fully adopted as regulation.

Q u e s t i o n s a n d A n s w e r s

Q *Question from the floor*

It is frequently said that in terms of the real economy or trade Asia is very connected to the rest of the world. Asia is rather well globalized. However, we cannot say the same thing for the financial markets in Asia. What should Asia do other than open up the capital market one and improve the financial infrastructure, to be more globalized financially?

Michael Taylor, FSB

Well, all I can offer you is a personal opinion, not an FSB one. Based on my experience in this region, I would say that the best thing Asia could do is start close to home and that greater freedom of trade of financial services among Asian countries would be a very good starting point.

One of the things that I think are very striking to visitors to this region is how little integration there is among financial markets in Asia. I think encouraging greater integration is a very good place to start. Of course, you need supervision and regulation to keep pace with that but that is a good starting point.

Q *Question from the floor*

In discussing global systemically important financial institutions and banks and in talking about the resolution clearly cross border international agreement on resolution is needed. Can you update us with developments on this front? How far have the home countries come in reaching this agreement?

Michael Taylor, FSB

In an ideal world there would be some kind of international treaty or internationally agreed framework that would handle resolutions. We are not in an ideal world. We have to stay in the realms of what is politically possible. That is why we have the key attributes as a set of common principles which are being used to develop resolution regimes around the world. I think supervisors, regulators, and resolution authorities are much more aware of the need for cross border agreement.


Q *Question from the floor*

Resolution always involves supervision and regulation. The whole host authority responsibility issue would be quite important, particularly for many emerging economies in Asia and economies which are not FSB members but still host globally systemically important banks in their jurisdictions. How are their voices heard? There is a great deal of asymmetry within the home country as it tends to be a big country with big financial institutions but with small emerging economies.

Michael Taylor, FSB

I am tempted to say that this isn't really a new problem because when I think back to the colleges of supervisors we used to organize for HSBC, for the Asia-Pacific part of the group, it was always a fraught question as to who should be invited and who was going to be sitting around the table. From the supervisory perspective, when it comes to resolution, we have exactly the same kinds of issues.

Part of the role of crisis management group and in particular the home country is to make sure those countries which are not FSB member but which may host significant parts of the group are properly engaged in this issue.

 *Question from the floor*

My observation is that the global systemically important institutions issue is really a micro-prudential issue, not a macro-prudential issue. I think this is something Mr. Oyama pointed out. I know it is very important to focus on bigger financial institutions but what about somehow combining micro and macro prudential supervision?

My other point is about the FSB defining domestic systemically important banks. In many cases when banking sector or financial sector crises take place, very small financial institutions start showing problems and it creates cracks in the financial systems. Then things spread to bigger institutions. Is focusing only on

systemically important financial institutions at the domestic level a good idea?

Michael Taylor, FSB

Let me try to deal with those two questions together because in a sense they are different sides of the same question. It is important to realize that the work going on with G-SIBs is only part of the picture. There are many other initiatives going on. Hung Tran would say they are all uncoordinated and they do not fit together but there are many other initiatives going on beyond the G-SIB framework in terms of developing other approaches to try to reduce systemic risks. I think there is a recognition that dealing with G-SIBs alone is not going to remove systemic risk as an issue.

We do have to deal with the issue of “too big to fail” but we also have to deal with other issues, including monitoring financial system development, enforcing overall systemic surveillance, and monitoring the buildup of vulnerabilities in financial systems as a whole, as we learned from the crisis. I think that the Bank of Korea has done some very good work in recent years on this subject.

As you might imagine I would like to come back to some of Dr. Tran’s points. First of all, there is awareness that there is a tradeoff with what we are doing between growth and financial stability. One of the changes that have resulted from the crisis is the growing role of the G20. The political leaders of the G20 are very much the

ones who are now setting the policy agenda. The very clear message we had from the political leadership in the last few years is that financial stability matters. In that tradeoff between growth and financial stability they are prepared to trade off a little growth in the short term for financial stability in the long term. Maybe in the long term, there is not as much of a tradeoff as might appear if you just took a short-term view.

Is there a moral hazard? Yes, I think everybody is aware there is a moral hazard issue in putting a group of 29 banks on the list and saying these are “too big to fail.” The problem is that the moral hazard issue already existed. In a sense, all the list has done is crystallize it. In some cases, institutions like the Royal Bank of Scotland have already been rescued with taxpayer funds. So, people know such institutions are already “too big to fail.” If you are not confident about putting all your money in the bank whether we have this list or not, then it means you are not confident in the abilities of the British taxpayer to underwrite that bank.

Finally, it is difficult to assess what the cumulative impact of all these changes is. The IIF has come up with their estimations. As Hung Tran mentioned, the FSB and the BCBS also came up with their estimations. Depending on what kinds of assumptions you make, you come up with very different kinds of numbers. However, I think the important point is to try not to identify causality in terms of what is happening in the markets now, with the regulations that are being introduced.

In some cases, they have yet to have a significant impact because they have not been implemented yet. What is happening in the markets now is a reflection of weaknesses in the banking system of certain European countries. For example, a lot of project financing is dollar denominated. If those banks cannot raise dollar funding, then inevitably they are going to have to withdraw from that market and that is essentially what has happened in project financing.

Similarly, deleveraging in Europe from European banks reflects the capital weaknesses of European banks and the need to raise additional capital. That situation, I think, would have been forced on by the market, irrespective of anything the supervisors and regulators require of them.

Presentation

The Financial Stability Board's work on systemically important financial institutions

Michael Taylor, FSB

FSB

FINANCIAL
STABILITY
BOARD

The Financial Stability Board's work on systemically important financial institutions

**Michael W Taylor
Financial Stability Board
18 May 2012**

- What is the FSB?
- Dealing with “Too Big to Fail”
- Work already completed on G-SIBs
- On-going work on other SIFIs

- International body established to address financial system vulnerabilities and to coordinate the development and implementation of strong regulatory, supervisory and other policies in the interest of financial stability
- FSF initiated in 1999 by G7 following the Asian crisis
- FSB re-launched by G20 Leaders in April 2009 as a successor to the FSF, with
 - expanded membership
 - broader mandate
 - enhanced operating structure
- FSB Charter adopted by G20 Leaders in September 2009
- Chaired by Mark Carney (Governor of the Bank of Canada), with Secretariat in Basel hosted by the BIS

Mandate

- Vulnerabilities assessment
 - Assess vulnerabilities affecting the financial system and identify and oversee the actions needed to address them
- Supervisory coordination
 - Coordinate work of SSBs, supervisory colleges, resolution planning
- Implementation monitoring
 - Report on implementation of G20 Reform agenda

4

Membership

- Representation at senior level of:
 - National financial authorities
 - Ministries of finance
 - Central banks
 - Supervisory and regulatory authorities
 - International regulatory and supervisory groups
 - Committees of central banks
 - International financial institutions

5

“Too Big to Fail” Problem

- Large systemically important institutions (SIFIs) contribute disproportionately to systemic risk, impose large rescue costs
- Crisis measures massively expanded moral hazard risk
- Address ‘too big/complex/interconnected’ to fail:
 - Robust market infrastructure (e.g. central clearing of derivatives)
 - Regulation, Enhanced Supervision and Resolution of SIFIs

6

G-SIB Recommendations

- Policy framework for G-SIBs: definition and identification
- Regulation:
 - G-SIBs should have higher loss absorbency
- Resolution:
 - New international standard
 - Resolvability assessments and recovery and resolution plans
- Supervision:
 - Strengthening G-SIB supervision

7

Global SIFIs

“SIFIs are financial institutions whose distress or disorderly failure, because of their **size**, **complexity** and **systemic interconnectedness**, would cause significant disruption to the wider financial system and economic activity.

“To avoid this outcome, authorities have all too frequently had **no choice but to forestall the failure of such institutions through public solvency support**. As underscored by this crisis, this has deleterious consequences for private incentives and for public finances.”

Identification of G-SIBs

Table 1
Indicator-based measurement approach

Category (and weighting)	Individual Indicator	Indicator Weighting
Cross-jurisdictional activity (20%)	Cross-jurisdictional claims	10%
	Cross-jurisdictional liabilities	10%
Size (20%)	Total exposures as defined for use in the Basel III leverage ratio	20%
Interconnectedness (20%)	Intra-financial system assets	6.67%
	Intra-financial system liabilities	6.67%
	Wholesale funding ratio	6.67%
Substitutability/financial institution infrastructure (20%)	Assets under custody	6.67%
	Payments cleared and settled through payment systems	6.67%
	Values of underwritten transactions in debt and equity markets	6.67%
Complexity (20%)	OTC derivatives notional value	6.67%
	Level 3 assets	6.67%
	Held for trading and available for sale value	6.67%

Designated G-SIBs

- Bank of America
- Bank of China
- Bank of New York Mellon
- Banque Populaire CdE
- Barclays
- BNP Paribas
- Citigroup
- Commerzbank
- Credit Suisse
- Deutsche Bank
- Dexia
- Goldman Sachs
- Group Crédit Agricole
- HSBC
- ING Bank
- JP Morgan Chase
- Lloyds Banking Group
- Mitsubishi UFJ FG
- Mizuho FG
- Morgan Stanley
- Nordea
- Royal Bank of Scotland
- Santander
- Société Générale
- State Street
- Sumitomo Mitsui FG
- UBS
- Unicredit Group
- Wells Fargo

As at November 2011; subject to annual review

10

Higher Loss Absorbency for G-SIBs

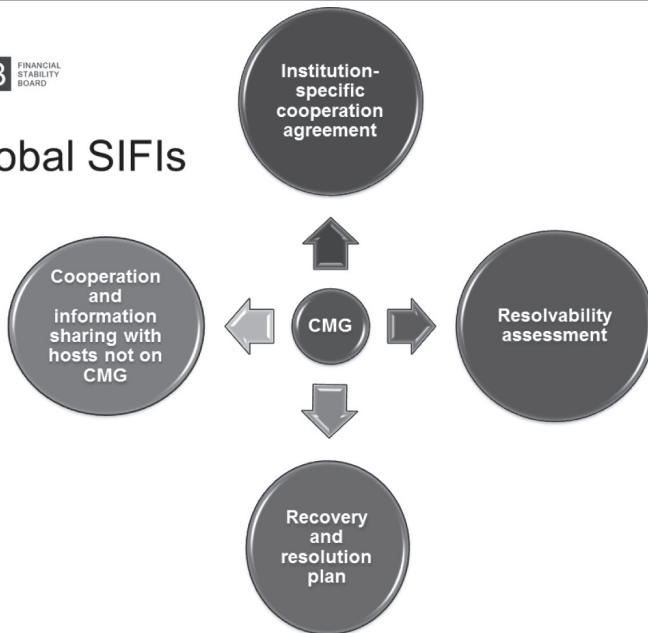
- G-SIFIs should have loss absorption capacity beyond the minimum agreed Basel III standards, tailored to the impact of their default
- Rises from 1% to 2.5% of risk-weighted assets (with an empty bucket of 3.5%)
- To be met with common equity
- Initially apply to those banks identified in November 2014 as globally systemically important using the BCBS methodology
- Phased in starting in January 2016 with full implementation by January 2019

11

Resolution Must Be a Viable Option

- *Key Attributes of Effective Resolution Regimes*
 - Resolution of any FI without taxpayer exposure to loss, protecting vital economic functions, and allowing loss to be shared by shareholders and creditors
 - Each country to have designated resolution authority
 - Restructuring mechanisms could include bail-in
- Effective cross-border mechanisms
 - Cooperation between home and host authorities
- Recovery and resolution planning (R&RP)
 - Authorities could require changes to legal/operational structure and business practices to facilitate R&RP
 - Host jurisdictions can determine legal structure of foreign FI based on its importance and resolvability

Global SIFIs



Strengthening Supervision

- Supervision
 - More intensive and effective supervision of all G-SIBs
 - Stronger supervisory mandates, resources and powers
 - Higher supervisory expectations for risk management functions, data aggregation capabilities, risk governance and internal controls
 - Information gaps initiative – collect data on networks and common exposures

14

Monitoring implementation

- Methodology for assessing implementation of *Key Attributes*
- Peer Review of Resolution Regimes
- Peer Review Council:
 - “An FSB Peer Review Council, working with other bodies as appropriate, will review the full and consistent implementation of the G-SIFI measures and changes to national resolution regimes.”

15

Other SIFIs

- Systemically important banks not on G-SIFI list (D-SIBs – Domestically Systemically Important Banks)
- Developing methodologies to identify systemically important non-bank entities
 - Work continuing in consultation with IOSCO
- IAIS work on systemically important insurers
 - Assessment methodology for June G-20 leaders' summit

16

G-20 Commitment

“We have agreed on comprehensive measures so that no financial firm can be deemed ‘too big to fail’ and to protect taxpayers from bearing the costs of resolution. The FSB publishes today an initial list of Global systemically important financial institutions (G-SIFIs). G-SIFIs will be submitted to strengthened supervision, a new international standard for resolution regimes as well as, from 2016, additional capital requirements. We are prepared to identify systemically important non-bank financial entities.”

– *Communiqué, Cannes Summit, November 4, 2011*

17

<http://www.financialstabilityboard.org>

***Policy Measures to Address Systemically
Important Financial Institutions***

(4 November 2011)

http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104bb.pdf

Presentation

Deleveraging: Impact on Asian Market and Korean Banks

Wonkeun Yang, KB Financial Group

KB금융그룹

Deleveraging: Impact on Asian Markets and Korean Banks

Won Keun Yang (keunwy@kbfng.com)

Asia in the New Global Financial Scene:
Consequences and Implications of Global SIFIs

May 18, 2012

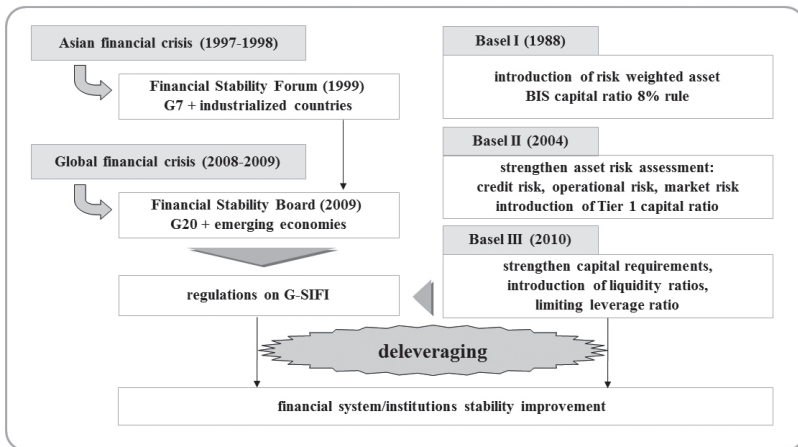
 KB금융지주

Contents

- I. Deleveraging: Subprime vs. BASEL III
- II. Changes of Korean Banking Industry

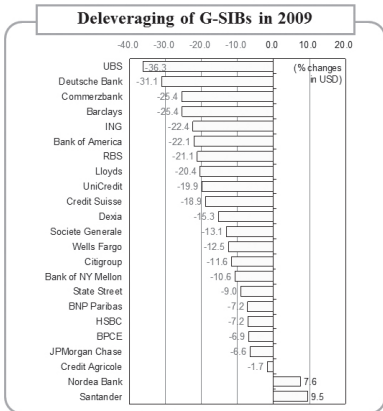
I. Deleveraging: Subprime vs. BASEL III

Global banks played a role of money supply as capital markets globalized, but the crisis has impacted Asia much more



I. Deleveraging: Subprime vs. BASEL III

G-SIBs have suffered from losses resulting in deleveraging in 2008~2009, while more deleveraging awaits the next 1~2 years



1) Total assets at end-2009 to peak (2008.06 or 2008.12)
 2) G-SIBs except Goldman Sachs, Morgan Stanley and 4 Asia banks
 3) Acquired bank assets (before M&A event) were combined to calculate asset decrease
 Source: Fitch

Capital regulations

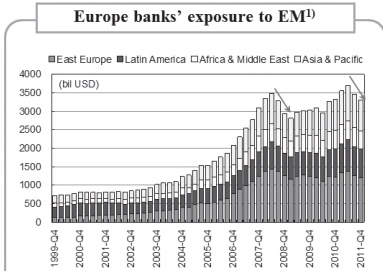
- **BASEL III**
 - G-SIBs: 9.5~12.0% Tier 1 Capital Ratio at end of 2008
- **ECB**
 - 9% Tier 1 Capital Ratio at end of June 2012

Europe deleveraging in 2012~2013

- **IMF's Global Financial Stability Report**
 - 2 trillion euro reduction in assets
 - equivalent to 7% decline of total balance sheet
 - 1/4 from loan reduction, 3/4 sales of business
- **Morgan Stanley**
 - 1.5~2.5 trillion euro reduction in assets
 - deleveraging risks are largest at Central East Europe / Emerging Market lending, SME lending, trade finance, etc.

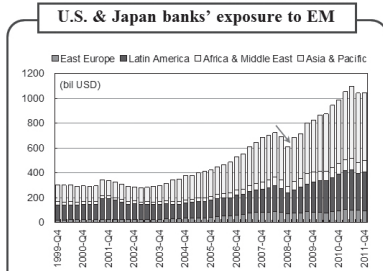
I. Deleveraging: Subprime vs. BASEL III

**Deleveraging in 2009 hurt emerging markets
 Deleveraging in 2012 will also trouble emerging markets**



- **Global Financial Crisis: 19.0% decrease**
 08.2Q: 3.47 tr USD to 09.1Q: 2.82 tr USD
- **Eurozone Sovereign Debt Crisis: 10.6% decrease**
 11.2Q: 3.70 tr USD to 11.4Q: 3.30 tr USD
 - still decreasing

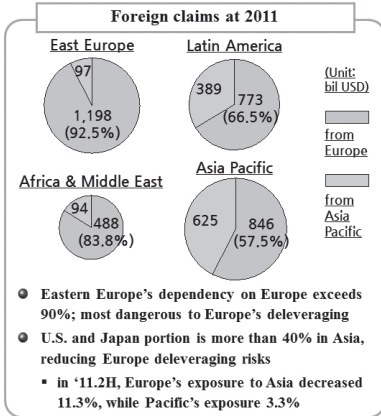
1) EM: Emerging Market
 Source: BIS consolidated banking statistics, foreign claims, immediate borrower basis



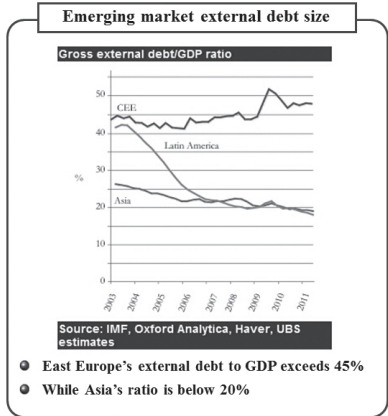
- **Global Financial Crisis: 16.0% decrease**
 08.2Q: 0.72 tr USD to 08.4Q: 0.61 tr USD
- **Eurozone Sovereign Debt Crisis: 5.1% decrease**
 11.2Q: 1.10 tr USD to 11.3Q: 1.04 tr USD
 - stopped decreasing

I. Deleveraging: Subprime vs. BASEL III

Substantial portion of foreign claims to EMs are from European banks
European banks' deleveraging still in effect for emerging markets



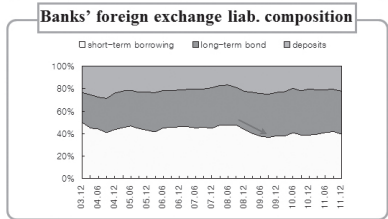
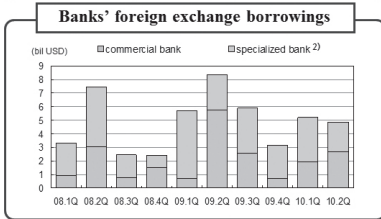
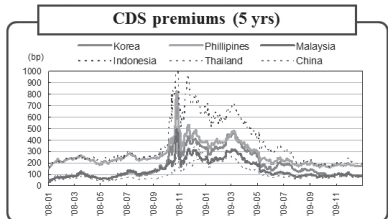
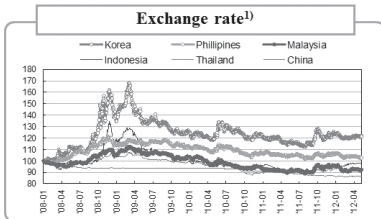
1) Asia Pacific = U.S., Japan, Canada, Australia
 Source: BIS consolidated banking statistics, foreign claims, immediate borrower basis



Source: Euromoney, Saigal, 'European deleveraging hits emerging markets'

I. Deleveraging: Subprime vs. BASEL III

Korean Financial Market also suffered from global credit crunch, resulting in changes for foreign currency liquidity management



1) 2008.01.01 = 100, local currency/USD 2) Specialized banks are government related banks (eg. KDB, NH, IBK) Source: Bloomberg, Korea Financial Supervisory Service

Contents

I. Deleveraging: Subprime vs. BASEL III

II. Changes to Korean Banking Industry

II. Changes of Korean Banking Industry

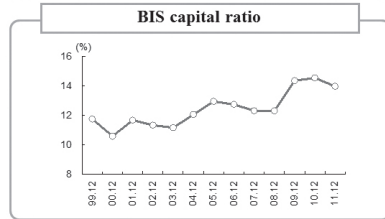
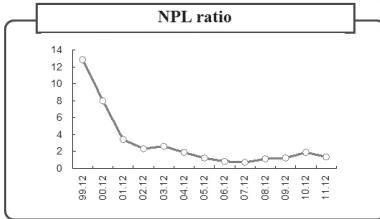
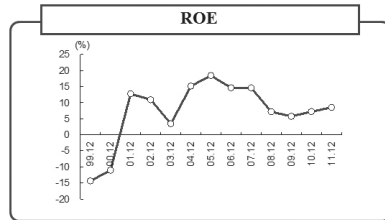
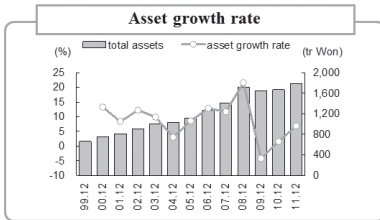
**Korean banking industry has experienced several shocks over last 15 years
Chance to enhance risk management**

Financial shocks hit Korea

shocks	year	results	improvements
Asian Financial Crisis	1997~1998	- government bail-out of several large banks - M&As, P&As	management transparency, corporate governance
Credit Card Mass Delinquency	2003~2004	- defaults of credit card companies - millions of credit delinquents	establish credit bureaus, enhance risk management system
Global Financial Crisis	2008~2009	- increase of F/X rate volatility - capital market crash	lower loan to deposit ratio, foreign currency liquidity management

II. Changes of Korean Banking Industry

Korean banking industry performances have improved steadily, enhancing ability to face global crisis and regulations

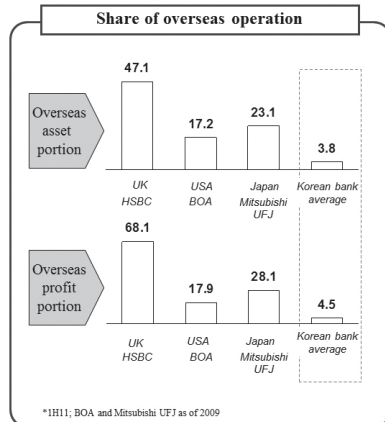
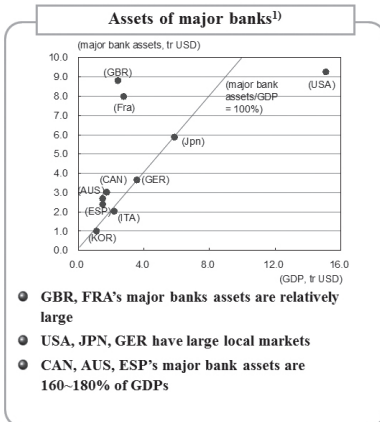


Source: Korea Financial Supervisory Service

-10-

II. Changes of Korean Banking Industry

Korean banking industry has four major banking groups, severe competition in local markets



1) Smallest major banks have at least twice asset size than largest non-major banks. (except FRA, KOR) At least two largest banks are selected as majors. Banks include bank holding companies
 2) 15 largest countries in GDP are selected, excluding BRIC and Mexico
 Source: IMF, Fitch

-11-

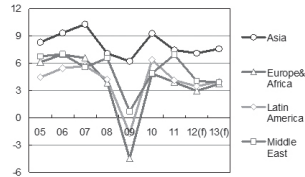
II. Changes of Korean Banking Industry

Within Asian financial markets, cooperation is needed to settle global financial shock facing Europe's deleveraging

- ➔ In particular, Asian regional cooperation is key for financial stability
 - to cope with negative shocks from European sovereign debt crisis
- ➔ To expand global business operations
 - open overseas branches aggressively, seek overseas M&A opportunities...
 - build global partnerships to enhance funding abilities

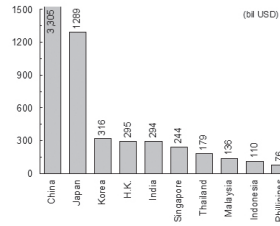
Attractiveness of Asia

emerging markets economic growth rate



Source: Bloomberg, IMF, bank of China

F/X reserves of Asia (2012.03)



-12-

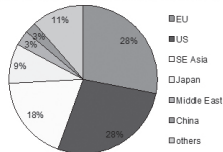
II. Changes of Korean Banking Industry

Korean banking industry has to prepare Europe's deleveraging While capital is plenty, liquidity is challenging

Effect of Europe's deleverage

foreign investment to Korea (2011)

- EU's portion of foreign investments is 28%
- only 20-30% of FX funding from deposits

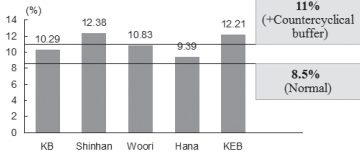


Korea's foreign exchange reserve

- Korea's FX reserve has steadily increased 20-30 bil USD annually since the Asian financial crisis, reaching 316 bil USD as of Mar. 2012.
- Korean banks face difficulties in F/X management

BASEL III capital regulations

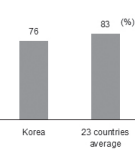
Tier1 capital ratio (2012.10)



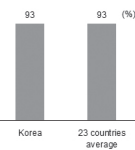
Source: Korea IMF IIP, IR reports of each banking group, BCBS BASEL III QIS as of 2009

BASEL III liquidity regulations

LCR (short-term)



NSFR (stability)



-13-

*b

Thank You

Presentation

Consequences and Implications of Global SIFIs

Takashi Oyama, The Norinchukin Bank

Asia in the New Global Financial Scene
Consequences and Implications of Global SIFIs



Takashi Oyama,
The Norinchukin Bank

The G-SIB framework: viewed from dual standpoints

- One of market participants in the world financial market
- One of large financial institutions that are not designated as a G-SIB, but significant in individual markets

What are conceptual merits in view of market participants?

- Overall stability gains from internalizing the negative externality of G-SIBs operations
- Making more resilient G-SIBs and the banking system, by additional capital buffers and recovery plans
- Reducing potential negative ramifications (loss given default - LGD) of G-SIBs' failures, through preparing resolution plans
- Facilitating better supervision through more effective dialogue between regulators and G-SIBs

But, pitfalls as well

- Systemic risk arises via other dynamics as well.
 - Including, notably, the broad-based synchronization of banking behavior (US S&Ls crisis in 1980s; UK secondary banking crisis in 1970s).
 - Need for enhanced monitoring of the entire financial system
- Designating G-SIBs may well sustain or augment moral hazard on the part of depositors and market participants.
 - Need for additional devices to discourage moral hazard
- Systemic surcharges are not based on banks' internal risk management process, but are weighing on banking activities.
 - Need for carefully designed schedule of implementation

Are there advantages If designated as a G-SIB?

- (perverse) The perception of TBTF may well be sustained or augmented in the eyes of depositors and market participants.
- (perverse) Business advantage may arise from confirmation by regulators as a global player.
- Formulating recovery plans will improve risk management capability.
- Looking into systemic functions will contribute to rethinking group structure, core functions and systemic functions.

Are there disadvantages if designated as a G-SIB?

- Systemic surcharge
- Greater reporting requirement for the analysis of inter-connectivity
- More managerial resources required for recovery and resolution plans
- Potential concern about regulatory intervention in business models and decisions
- Potential concern about a loss of confidentiality and its impacts

Recovery plans

More than risk management

- More alignment of risk management with Board-level discussion and decision-making
- Enhancing stress testing with capital planning and management actions over a time horizon of several years
- Including:
 - Group structure and governance process;
 - Contingency funding and capital raising;
 - Sequencing of early warning points and triggers for management discussion and decisions on major strategies

Resolution plans

Delicate task

- Counter to the objectives of management
- Extremely sensitive if they are to be truly meaningful: e.g. prioritization and sequencing in orderly winding-down
- Valuable process of mutual learning between regulators and banks

What should non-G-SIBs in Asia do?

Not imitate but re-invent

- Competitive forces in the market may well prompt them to emulate qualitative elements of the G-SIB framework.
 - For Asian banks with higher capital, enhancing risk management is more important and effective than requiring capital surcharges, in order to strengthen foundation for long-run systemic stability.
 - This will facilitate the future process of potential candidates growing to G-SIBs.
- The FSB will publish a paper on D-SIBs (N-SIBs).



SESSION IV

**The Future of Asian
Financial Cooperation:**
from CMIM to Where?

Chair *Yung Chul Park* Professor, Korea University

Presenter *Jong-ku Choi* Deputy Minister for International Affairs, Ministry of Finance
and Strategy, Korea

Discussants *Benhua Wei* Director, ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO)
Masahiro Kawai Dean & CEO, Asian Development Bank Institute (ADBI)
Andre Meier Representative, IMF HK Office

The Future of Asian Financial Cooperation: from CMIM to Where?

Chair | Yung Chul Park, Korea University

I have had a dubious honor of drafting the first bare bones draft program for the Chiang Mai Initiative (CMI) in 2000 at the request of the ADB. Since then, the CMI has come a long way to occupy an important place in regional as well as global finance.

Recently, many people here in the region and elsewhere have been asking where this institution is going, if it is going anywhere. And this is the topic we are going to discuss today. We have been able to assemble a group of excellent and well-qualified experts to discuss these important issues. The presenter is Mr. Jong-ku Choi who is deputy minister of Ministry of Strategy and Finance of Korea. We also have three commentators. First, we have Mr. Kawai from the Asian Development Bank Institute. Then, we have Mr. Benhua Wei, director of AMRO, which will become a very important institution in the

coming years. Finally, we have Mr. Andre Meier from the IMF.

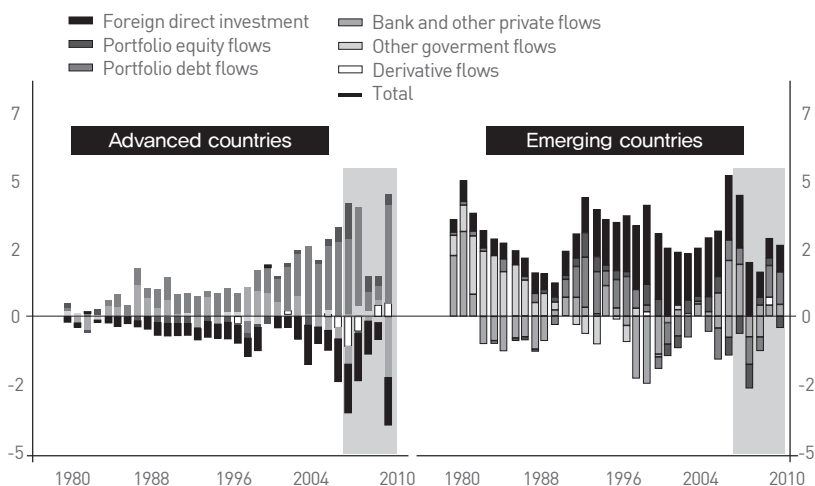
Presenter | JongKu Choi, Ministry of Strategy and Finance

It is truly an honor to give a presentation on the future of ASEAN+3 financial cooperation, particularly on its main pillar, the Chiang Mai Initiative Multilateralization (CMIM). I would like to express my sincere gratitude to Chairman SaKong for this very valuable opportunity.

I am going to talk about why a regional financial safety net is important, where we stand with the development of the CMIM, and where we should go next. There is a global consensus on the need for regional financial safety nets which is particularly important in Asia. The Asian economies are still highly dependent on exports rather than domestic demand for growth. It also suffers from the so-called “original sin” of not having a key currency, so it relies heavily on the US dollar for trade settlement. Additionally, development of the financial market has been rather weak in the region.

As such, we have been vulnerable to external factors like the changing economic cycles in advanced countries and the fluctuations in the exchange rates caused by the movement in the key currency and the capital inflow and outflow from the developed countries. If you look at the capital inflow and outflow, the need for a regional financial safety net has become more evident (Figure 1). The black line on the graph that represents the total capital flow shows that the capital flow

Figure 1. Capital Flow Volatility



Source: IMF

volatility in emerging countries is much higher than in advanced countries.

We can see that capital flow volatility has become dramatically higher since the 2008 financial crisis. The IMF also analyzed the determinants of capital inflow to the emerging markets. According to the regression analysis, the push factors from abroad including the US monetary policy and global risk capital were more influential determinants than the pull factors within the developing countries.

The result clearly shows that an emerging country's efforts to control the pull factors through balanced macroeconomic policies are not enough and that additional mechanisms to respond to excessive capital

flows are needed. In the past, we built a firewall by accumulating our foreign reserves while relying on a global financial safety net, mainly the IMF, to respond to external shocks. But after the Asian financial crisis at the end of 1990s, we realized that our previous efforts were far from sufficient.

In other words, a single country alone cannot accumulate enough foreign reserve and may incur substantial cost. Even though the IMF has gone through internal reforms by adjusting to quotas and introducing new tools such as the Precautionary Credit Line (PCL), it still reflects the global economic environment under the Bretton Woods system with the European countries overrepresented in the IMF and this bias towards European countries is still strong.

The countries that applied for IMF bailout programs during the Asian financial crisis had to suffer the stigma of having received the financial support and were imposed inappropriate and rather harsh conditionalities. As such, many of them are still reluctant to engage with the IMF. Against this backdrop, we established the CMIM, our own regional financial safety net. There are different types of reserve financial safety nets around the world, including the European Stability Mechanism (ESM) and its monetary fund, the North American Framework Agreement, and the Latin American reserve funds. If you look at the sheer resources only, the ESM and CMIM are outstanding.

Next, I would like to talk about the development of the CMIM. As you already know, the ASEAN+3 financial administrative process was launched in 1999. Under this process, the first regional financial

safety net, the CMI, was established in 2000. Back then, this safety net was in the form of bilateral swap arrangements with the “plus three” countries and the so-called ASEAN big five including Singapore, Indonesia, Thailand, Malaysia, and the Philippines. In 2010, the CMI was expanded to become CMI Multilateralization in which all ASEAN countries participated. Last year, the regional surveillance unit, the ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO), was launched, and this year we saw the CMIM expand in size and introduce a crisis prevention facility.

Let me briefly explain the key outcome produced at the Manila finance ministers and the central bank governors meeting earlier this month. The ministers and governors agreed to double the CMIM from \$120 billion to \$240 billion and increase the IMF’s delinked portion to 30 percent this year, with a view to increasing it to 40 percent in 2014, which will be subject to review if conditions allow. These outcomes have strengthened the CMIM’s capacity to independently respond to crises. We extended the maturity and total supporting period of the crisis resolution facility, so that the member countries could have enough time to recover from any crisis. We also introduced a crisis prevention facility on top of the existing crisis resolution facility, so that we could preemptively respond to crises, should there be a potential risk.

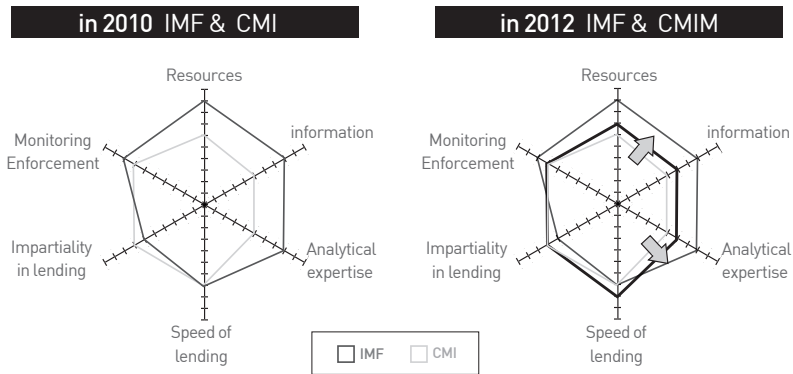
Next, I would like to assess the progress made so far under the CMIM. In assessing the progress, it would be helpful to refer to the six criteria suggested by Julie McKay, Ulrich Volz, and Regine Wölfinger in their paper, “Regional Financing Arrangements and the Stability of the International Monetary System.” These criteria include magnitude

of available finance, timely access to relevant information, analytical expertise, speed of decision-making, impartiality in lending decision, and monitoring and enforcement mechanisms.

In the paper, the authors assess the IMF and regional financial safety nets including the CMIM using those six criteria. According to their assessment, the CMIM received a higher score on impartiality in lending decision than the IMF (Figure 2). It scored the same as the IMF on speed of lending criteria. But the CMIM scored lower than other regional financial safety nets in speed of lending criteria because it is 80 percent linked to the IMF. In other criteria, the CMIM received lower scores than the IMF.

The authors concluded that the CMIM is relatively weak in analytical expertise, monitoring and enforcement mechanism, and access to

Figure 2. *CMIM Assessment*



Source: "Regional Financing Arrangements and the Stability of the International Monetary System"

information. It is because the CMIM did not have its own secretariat or an independent regional monitoring unit. But through the ministerial meetings last year and this year we have achieved substantial progress, and the CMIM's resources have doubled. Its analytical expertise is getting stronger with the launch of AMRO, and its speed of lending also has improved through the increased IMF delinked portion. We reassessed the original diagram illustrating the authors' assessment to reflect these improvements. In almost all criteria, the CMIM took a huge leap forward.

Despite such progress, the current CMIM has inherent limitations. First, it will be difficult to expand its size commensurate with increasing size and trade volume of the member economies because the swap amount is only made up of our foreign reserves. Second is the possibility of leniency error. It is possible for member countries to be lenient in assessing one another since the ASEAN+3 countries evaluate the eligibility of their neighboring countries and impose export conditionalities in lending decision. Third, the regional surveillance unit, the AMRO and the regional financial regiment, the CMIM, are separated from each other. As such, there are limitations in organically interconnecting the two frameworks.

With these limitations in mind, I would like to talk about how we can move beyond the CMIM to make a more refined version of regional financial safety net. To overcome these limits, we could think of two options. One is to further enhance the current CMIM. The other is to establish a new mechanism like an Asian monetary fund (AMF) which was first proposed after the 1997 Asian financial crisis but turned down. The new mechanism could have a number of characteristics

including a fund type arrangement and a comprehensive and independent body.

With the establishment of a new mechanism, we can expect to enjoy the following advantages. First, a fund type mechanism would gain more credibility than the current multilateral swap arrangements. Of course, there could be financial burden to member countries, stemming from the duty to subscribe to capital upfront. But we could take advantage of this paid-in capital system and if we expand the participation from ASEAN+3 to other Asian countries, we would be able to secure additional resources and diversify risks. We could also consider additional funding options such as issuing bonds based on the capital. Second, it is the synergy we can enjoy by establishing a comprehensive and independent body that integrates the functions of the CMIM and AMRO. We would be able to provide better support to the countries in the region. Third is the impartiality and objectivity. Under the new mechanism the responsibility of assessing a member country's economic policies and imposing conditionality would fall on the independent body, enabling a more objective assessment. Furthermore, this mechanism would be able to better monitor whether the member countries are satisfied with the imposed conditionalities.

What are some of the obstacles in establishing a new mechanism? As you already know, we pushed for the establishment of the AMF back in 1997 when the Asian financial crisis hit. Some countries outside the region opposed the idea of an AMF, saying that its function overlapped with that of the IMF. Also, within the region, there was an unspoken struggle for hegemony. Due to these obstacles our initial trial at the

IMF was undermined.

Looking back at the lessons we learned, we could see that political factors within and outside the region could be a possible obstacle. But it seems the situation has changed. As we can see from how the IMF and individual countries responded to the eurozone crisis, it is conspicuous that the countries in the crisis-struck region are primarily responsible for the crisis. The common understanding reached is that the IMF alone is not strong enough to prevent every crisis that occurs in the world where crisis has become part of our daily lives.

The international community understands that collaboration between regional financial safety nets and the IMF including co-financing is indispensable. In this vein, the G20 has prepared principles for cooperation between the IMF and the regional financial arrangements. They are also exploring ways to further improve these cooperative arrangements. On top of this political issue, the initial contribution burden that follows the establishment and the lack of expertise to manage huge amounts of capital could also act as possible obstacles.

Considering that it will take some time to overcome these obstacles, we need to focus on accumulating experience in operating the CMIM and building the AMRO's capacity now, so as to refine and strengthen the CMIM and take a gradual approach towards a new mechanism. However, as the wave of change in the global environment could facilitate the establishment of a new mechanism, we need to be ready to ride the tide.

Allow me to briefly talk about what kinds of actions we need to take, going forward. Since the CMIM has developed substantially in a short period of time, refining and strengthening it is the most important agenda as of now. We need to complete a detailed design of the newly introduced crisis prevention facility and devise the CMIM agreement, so that we can implement the new facility as soon as possible. We also need to continually refine crisis resolution and prevent some facilities as we accumulate experience in operating the mechanism.

As for the AMRO, we need to expand its organizational capacity and increase information sharing between the AMRO and member states, and between the AMRO and other international organizations. We also need to ensure that the AMRO, which is currently a private limited company in Singapore, be institutionalized as an international organization, so that it can form a collaborative framework with the IMF on an equal footing.

In the long run, we can consider setting up an independent body with both expertise on regional issues and monitoring and analytical capacity by integrating the CMIM and the AMRO. It is also essential to enhance cooperation and build mutual trust with the IMF. Indeed, we understand that the IMF also has its own limits but we are not seeking to replace the IMF with our own regional financial safety net but rather build multilevel financial governance. For example, there was a hot debate about the IMF delinked portion this year. Many ASEAN countries that are still reluctant to engage with the IMF wanted the portion increased by a larger amount in a shorter period of time. On the other hand, the plus three and some of the ASEAN countries continually insisted on gradually increasing the portion and continuing

collaboration with the IMF. In the end, we reached a compromise to take a gradual approach to increase the portion and review a further increase in 2014, while stating in the joint ministerial statement that we will continue to engage with the IMF in the region.

To this end, we need to develop a more refined cooperative framework and implement programs like technical assistance, joint mission, and information sharing with the IMF. Furthermore, taking advantage of the fact that the IMF has an expertise on global issues and the AMRO on regional issues, we need to utilize the comparative advantages of both institutions, so that we could develop a more complementary cooperative framework.

In the long run, the following issues need to be considered when discussing the convergence from the current multilateral swap arrangements to a fund type mechanism. We first need to have a discussion on initial capital contributions from the member countries. The second issue is encouraging participation of other Asian countries. Lastly, with the rise of the Chinese economy and its currency the renminbi, a switch from the single fund structure to a multi-cross structure could also be examined. Through these efforts we will be able to look beyond strengthening the CMIM to build a more comprehensive regional financial safety net.

Chair | Yung Chul Park, Korea University

Deputy Minister Choi was proposing the revival of the idea that

was proposed at the beginning of the Asian crisis, the creation of an Asian monetary fund. It is going to be a monetary fund consisting of members of ASEAN+3 rather than ASEAN+6. I would like to ask commentators to discuss the deputy minister's suggestions.

Especially to Mr. Wei and Mr. Kawai, I would like to ask whether China and Japan would agree on creating a regional monetary fund. And if they do, would they be able to cooperate to make it an internationally viable institutions? Then, finally Mr. Meier, you must feel a little bit awkward coming from the IMF but from your perspective how the IMF would react if ASEAN+3 works on creating a new regional fund.

Discussant | Benhua Wei, AMRO

My thoughts really echo much of what Deputy Minister Choi has just said, especially his first point regarding the importance of a regional financial arrangement. I fully share his view that the importance cannot really be over-emphasized when the global economy is in such a critical time. We need to draw on the lessons from Greece. Although Asia has been doing okay so far, we nonetheless need to prepare for the rainy days.

I fully appreciate Deputy Minister Choi's leadership at the ASEAN+3 deputies meeting. I agree with saying even with doubling the size it is still not sufficient. For comparison, the European Financial Stability Mechanism is currently €700 billion. On the size issue, I believe we

need to come up with a criteria on how we should define the size. We need to compare with the total reserve of the ASEAN+3 countries or compare with its total GDP. The current doubling of the size accounts for roughly 1.8 percent of the GDP of the ASEAN+3 countries.

I believe that 1.8 percent is definitely too small to implement its mandate. Thinking conservatively, 5 percent is probably the minimum, in which case it will amount to \$720 billion. How could we achieve this objective with the support of the authorities of the ASEAN+3 countries?

For the CMIM, the review period is similar to that of the quota review of the IMF. Every five years we need to review all the important policy issues for the CMIM. The next review of the CMIM will be in 2015. We need to begin to work on setting up some criteria. I believe we should build up the size with a gradual approach which will be easier to be accepted and supported by the ASEAN+3 authorities.

I agree that a further study is needed to define or determine the relationship between the AMRO and the CMIM. I would prefer combining the idea of setting up an Asian monetary fund and strengthening the current CMIM framework.

However, I think the biggest question is the fact that the CMIM has not been tested. It is like a new car that you just bought from the shop. We are also confronting the budget issue. All AMRO budgets will be approved annually by the ASEAN+3 deputy ministers. It is not always a pleasant experience to argue for budget increases. The AMRO office has a total of 20 staff. Among them, 12 are economists with three

being senior economists and the other nine junior economists. How could we compare to the capacity of the IMF? The IMF's Asia Pacific department has about 100 staff. Even the ADB's research department has 29 PhDs and 23 master degree holders with many more research assistants.

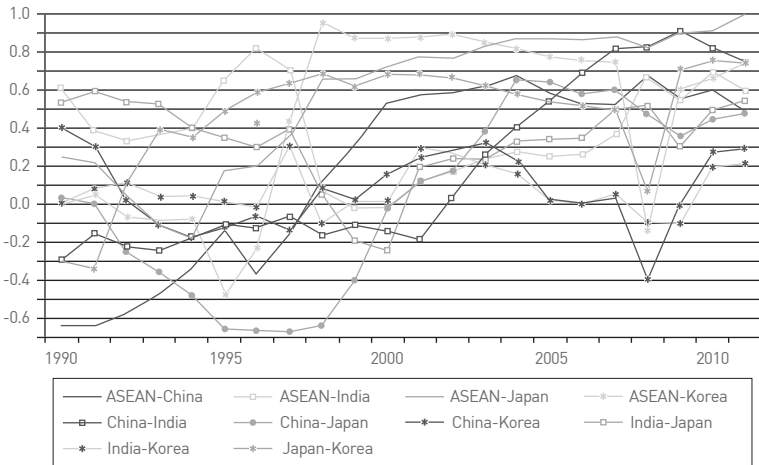
I would suggest the authorities of ASEAN+3 countries to put up at least 1 percent of their current commitment of \$240 billion on the table. I do not think it is very much, a little more than \$2 billion. Before I came to AMRO, I was in charge of the management of China's foreign reserves. At that time, I managed \$2 trillion. So I am quite confident we could achieve at least a 3 percent return. That means we could have \$60-70 million of income from this \$2 billion. That could support the operations of AMRO. More importantly, we could connect with each capital of ASEAN+3. We could repatriate the profits to each capital and then people will have more confidence in the AMRO.

Regarding collaboration with the IMF, I agree that we need to work together on issues such as avoiding rent-seeking, the crisis prevention function and many other issues. Senior staff of the AMRO and IMF should seriously engage in this kind of talk for agreements on the principles of collaboration.

Discussant | Masahiro Kawai, ADBI

One important point to recognize is the fact that many Asian countries, particularly the ASEAN+3 countries, have shown a rising trend of

Figure 3. GDP Growth Rate Correlation Rising among ASEAN, China, India and Japan



Source: International Monetary Fund, World Economic Outlook database

macroeconomic interdependence. This is a plot of correlation coefficient of growth rates between pairs of economies (Figure 3). Over time, there has been an increase in correlation. Using the last ten years of observations, you can see that over time macroeconomic synchronization has been deepening which provides a strong case for greater financial and macroeconomic policy cooperation and coordination.

In my presentation, I am not going to get into the issue of macroeconomic policy coordination. I will limit my attention to the AMRO and the Chiang Mai Initiative. Complementing the IMF surveillance and financing is quite important in Asia. One big reason is that still many countries do not like the IMF. Out of necessity many countries have to go to the IMF but in Asia they still remember their

experiences in 1997 and how many countries were mishandled. So they want to rely on themselves.

There is a very good reason because Asia has very large foreign exchange reserves. Asians can handle most of the problems themselves. The Chiang Mai Initiative and the AMRO would be very important for the process. The next step for the AMRO, as Mr. Benhua Wei said, is providing sufficient resources for the AMRO. A 20 person staff, even though it is a respectable number, is very small and it needs more professionals. I think a lot of assistants are needed who can collect, analyze, and provide data to professionals.

For the first time, just about a week ago in Manila, there was a meeting by ASEAN+3 finance ministers and central bank governors. I think that was a tremendous progress. It is just a beginning but in a very good direction. There is a need to develop a peer review process among the ASEAN+3 countries for discussing other countries' policies and if necessary, criticizing them, not in a confrontational way but in a constructive way. I think the ASEAN+3 authorities need more such peer review process and so does the Chiang Mai Initiative Multilateralization to complement the IMF and bilateral swap arrangements.

Next, the size has to be expanded. Under the current arrangement, Korea can borrow up to \$38 billion and Indonesia can borrow up to \$22 billion. But if these countries want to borrow these amounts, they have to go to the IMF. That means, for example, if Korea does not want to go to the IMF but still wants to borrow from the CMIM, it can borrow only 30 percent, about \$10 billion. I think that is too

small. We need to either further expand the size of the fund or think of more creative ways in which countries can borrow more than what the current arrangement allows.

Under the current arrangement, if everybody wants to borrow at the same time, the total sum is capped \$240 billion. That is a very different arrangement from that of the European Financial Stability Fund or European Stability Mechanism. I think that the ASEAN+3 governments can decide at one point in time a country can borrow up to \$60 or 100 billion. 30 percent of that is \$30 billion and that is the same amount that Korea had to borrow from the US Fed in the fall of 2008. This may be a more reasonable arrangement.

The newly introduced crisis prevention facility, as I understand it, is the same as the other CMIM arrangements and tied to the IMF. To me it does not make sense. When going to the US Fed, there is no need to go to the IMF. Why couldn't the ASEAN+3 governments provide precautionary arrangement without an IMF arrangement? Reducing the CMIM link with the IMF over time is a good direction. Currently, it is at 30 percent and it is going to be 40 percent soon but still it is too small. It should be 100 percent. The CMIM should be a more fully independent financing arrangement. Then the CMIM authorities can choose to work with the IMF, if necessary, just like the European arrangements.

The European arrangements are not tied to the IMF. It is the Europeans that choose to work with the IMF. In Asia, I think we can introduce such a system. Once the AMRO has a bigger capacity and becomes more flexible and independent in terms of providing resources,

a de facto AMF will be established. I am very glad to hear Deputy Minister Choi suggesting that a new mechanism be established with more formal links between the AMRO and the CMIM and a capital subscription to this organization. I think it is a very good idea. The new mechanism will create synergy between the CMIM and AMRO and allow for a more objective analysis by AMRO.

Finally, working with the IMF is still very important. The CMIM may not be able to handle crises in a big country or in several middle-income countries. It may be necessary to work with the IMF regardless of whether we like it or not. It is very important for ASEAN+3 authorities, the CMIM, and the AMRO to start working with the IMF.

For that to be possible, I think the IMF has to be accepted as a friend of Asian countries rather than an institution sitting in Washington, DC telling the ASEAN+3 countries what to do. They should come to the level of ASEAN+3 countries and think about individual country's problems as if the IMF were in it together. I think that is what organizations like the ADB are trying to do. The IMF has to change for real progress to be made.

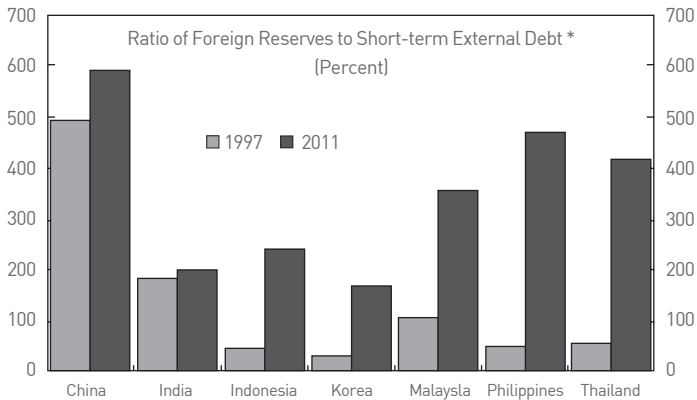
Discussant | *Andre Meier, IMF*

To directly address some comments made earlier, I don't feel awkward participating in a session on Asian monetary fund and the CMIM. I think we have come a long way in the relations between the IMF and

Asia. There are still some more ways to go but looking at it from the IMF's perspective, I feel we have drawn important lessons from the Asian crisis and are trying to apply them to the European crisis in order to achieve better results. The jury is still out, admittedly.

Are we in the middle of the process of shifting quota shares to our underrepresented members, notably in Asia? Asian representation at the end of the process would go up by 27 percent, and in the same context, maybe I can ask you a short quiz question. There is one international institution where Asia accounts for 40 percent of top management, and I wonder if you can guess which institution that is. It is actually the IMF. We now have a Japanese deputy managing director and a Chinese deputy managing director. Likewise, the IMF

Figure 4. *Sizeable Buffers against External Shocks*



* Staff estimates, Short-term external debt also includes projected current account defclct if any.

Source: IMF

has taken steps to deal with the baggage undoubtedly from the Asian crisis and in order to make it more legitimate and representative of the global economy.

Let me start my short remarks with the recognition of strides Asia has made, not just what the IMF has done after the Asian crisis. Asia, in particular, has outgrown the rest of the world quite spectacularly. This is not just about statistics. It is really the lifting out of poverty of millions of people. This strong growth, importantly, has not been built on a bubble. Rather, it has been built on solid fundamentals, including stronger public balance sheets, improvements in the private sector, less leverage in the corporate sector, and fewer currency mismatches. All of these are important lessons from the crisis.

Asian financial systems have become much more robust, so that they now have lessons to teach to Western financial systems, rather than the other way around. Let's not forget about the very sharp improvement in external buffers. This chart compares reserve levels in 1997 to those in 2011, and they are scaled by short-term external debt. As you see across the board, we have seen massive increases and in many of the cases that are shown here, the reserve coverage exceeds 100 percent by a significant margin.

There is a lot of self-insurance in Asia, which makes Asian economies feel quite comfortable that they will not actually need safety nets in the near future. But the world remains a risky place, and that is one lesson that I draw from this conference. The so-called advanced economies are entering the sixth year of the crisis that they are in, and it shows no sign of ending any time soon. Although we can talk about a distinct

category of advanced economies, they are not on a distinct planet. They are on the same planet as economies that have managed their fortunes better. Unfortunately, there are lots of spillovers and linkages, so even though the crisis started in the West, it can clearly impact other parts of the world.

The real headache in this context is the very strong growth in the capital flows in cross-border financial movements that have far outgrown the scale of traditional support facilities like the IMF. I wished we had five percent of global GDP in resources. It is certainly far less than that. An important lesson we draw from the European crisis is that you should not wait until the crisis hits to build your defenses. It is much better to do this during peace times.

Where does that take us in terms of Asian regional cooperation and financial safety net? From our perspective, the CMIM is a big step ahead. It really goes in the direction of creating a system of liquidity support that is far more economical than pure self-insurance. Unless you are hit by a regional shock, any reserve pooling arrangement or any multilateral swap arrangement can deal with lower overall amount in resources than in a system of pure self-insurance.

The recent increase in the overall envelope of CMIM also goes in the right direction, although everyone here on the panel and a few other speakers today agree that it probably has not gone far enough to really create a credible firewall just yet. Finally, I want to acknowledge the important work that is already being done by the AMRO which is adding fresh surveillance power. It is not about the number of economists but often it is really a fresh pair of eyes and a different

perspective that can make a difference.

All of this is something the IMF welcomes and supports and that is why I do not feel very awkward about this. As far as I can tell, there is a lot of room to benefit from this mutual relationship between the ASEAN+3 and the IMF. One area I would like to highlight is crisis prevention. Mistakes are made during crisis management but more important mistakes are often made during the good times because warning signals are not seen and are not addressed early enough.

In this respect, the surveillance would be done by the AMRO together with our own monitoring economic development, which can really be beneficial to both sides. If Asian economies ever do need significant financial support, the CMIM can also count on an existing framework—albeit one that we know is not very popular. Nobody likes conditionality but in the end, creditors demand conditionality and success of the past IMF programs suggest that with the right kind of conditionality, you can actually turn around the situation. That framework would be available to the CMIM through cooperation with the IMF.

As others have mentioned, by working with the IMF you increase the overall resource envelope that is available. This is particularly important during regional crises when not just a few countries are taking a hit but a whole region, which is certainly something we are seeing in Europe right now. It is a very wealthy continent but it seems overwhelmed with the task of dealing with the crisis. And I think it is not just a matter of financial firepower. It goes to a question discussed a few minutes ago about why it is necessary to bring in the IMF. I think a

lot of European shareholders actually appreciate the objectivity and the outside perspective the IMF provides in the crisis in Europe which is so politicized already. The outside voice can make a difference. There are a lot of good things that could be said about regional safety net but I think there is still a case for global safety net as well.

Pure self-insurance can go a certain way but it can also go too far. If countries over-insure by building a huge pile of reserves, that would ultimately lead to external imbalances, which was the topic of this morning's first speech. Because one country's surplus is another country's deficit, enhanced self insurance is beneficial up to a point but should not exceed a reasonable measure.

Beyond self-insurance, we have seen throughout the crisis that there are prospects for bilateral swap agreements like that between the US Federal Reserve and the Bank of Korea which was very beneficial right after the Lehman shock hit. The problem is that these arrangements are still very ad hoc and only available to an exclusive club. There were only four so-called emerging market economies that got access to a Fed line. For the others, we clearly need different solutions. Finally, reliance on purely regional mechanisms will not provide sufficient risk sharing against regional shocks hitting part of the world.

With all that in mind, the IMF has worked quite a bit on improving the global financial safety net in recent months. One important step is to enhance the facility that was created a while ago, the so-called Precautionary Credit Line (PCL) which is now called the Precautionary and Liquidity Line (PLL). It was not just renamed but there has really been a change in substance in the sense that crisis bystanders, countries

with relatively sound fundamentals that are hit by a shock coming from the outside, can now draw on these resources upfront. It is not just a conditional or contingent facility. It actually provides funding upfront up to 1,000 percent of a country's quota. That is an important safety net for those countries that do not have a Fed line when external shocks hit their economy.

There have also been much publicized commitments by members to provide an additional \$430 billion towards a global firewall. Overall, that takes our fresh lending capacity to something like \$700 billion, which may still not be enough relative to the scale of today's capital flows of our GDP. However, by comparison it was only \$55 billion in the mid 90s, so we have already come a long way.

In terms of Asian representation at the Fund, I have already mentioned the key features. We are shifting 6 percent of quota from over-represented, mostly European economies, to under-represented dynamic emerging markets and developing countries. Emerging Asia is one of the regions that benefit the most from the shift. Beyond these changes in the Board room, there have been changes at the staff level, including for very senior management? all of which aim to make the IMF a representative institution in which Asia feels at home. It is obvious that you do not want to receive orders from Washington. Nobody wants to do that. You want to feel this is the institution that works for the region and I think we are moving in that direction.

Let me sum up. Asia is currently in the very fortunate position to be talking about safety nets without any need on the horizon for such safety nets. Because of Asia's self-insurance to a large extent, it has

strongly performing economies. However, there are many risks and challenges out there, so I really welcome this work on safety nets and the IMF welcomes the increase in the CMIM. However, I also hope I convinced you that it is not just pure self interest that drives this effort. You do not have either the CMIM or a global safety net. You need both and that is why the IMF will continue its efforts to improve the global financial firewall.

Thank you.

Q u e s t i o n s a n d A n s w e r s

Q *Question from the floor*

Professor Park said at the very beginning said that the original AMF idea included ASEAN+6 but now it's limited to ASEAN+3 but I do know that Australia has a desire to participate and I don't think India would be opposed. Is it a possibility that the framework might be expanded to include three more and possibly more countries in the future?

Jong-ku Choi, Ministry of Strategy and Finance

I didn't have any chance to think about the so-called ASEAN+6. We are fully aware that Australia, New Zealand, and India are very much interested in joining the ASEAN+3 financial cooperation process. And they have requested several times to have a meeting together on the margin of the ADB annual meeting or ASEAN+3 financial cooperation meetings but it has not happened yet. It is too early to say if we can accept their proposal to join this process, particularly for forming the fund type cooperation mechanism such as the AMF because it is at the very initial stage. What I mentioned in my presentation is that we need to be ready for the possibility of change in global situation.

There is a need to think about further development of the current scheme such as the CMIM into a fund type mechanism. If we

start discussing the establishment of a fund type mechanism, some consideration needs to be given to a couple of points. One of the points is expanding the membership. In that case we can think about accepting those three countries. Personally, I think before we begin the discussion regarding the fund type mechanism, we need to have our discussion mechanism for other issues first.

Q *Question from the floor*

I have a question for Dr. Kawai. I was struck when you said that the recent establishment of the CMIM and AMRO symbolizes a de facto AMF. You said that China is taking leadership for one year as a head and Japan is taking charge for the remaining two years. What happened to Korea? It is the ASEAN+3 and that obviously includes Korea.

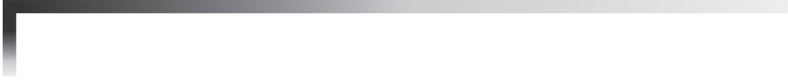
Masahiro Kawai, ADBI

I would strongly support a Korean candidate as a future head of the AMRO.

Presentation

The Future of Asian Financial Cooperation: from CMIM to where?

Jong-ku Choi, Deputy Minister for International Affairs



The Future of Asian Financial Cooperation : from CMIM to where?

May 18, 2012

JongKu Choi

Deputy Minister for International affairs



MINISTRY OF STRATEGY
AND FINANCE

I . The importance of regional FSN

II . Development of the CMIM

III . Assessment of the CMIM

IV . Beyond the CMIM



MINISTRY OF STRATEGY
AND FINANCE

1

I . The importance of regional FSN

- Vulnerable to external shocks

Dependency on Export



The Original Sin

No key currency in the region



Capital flow volatility



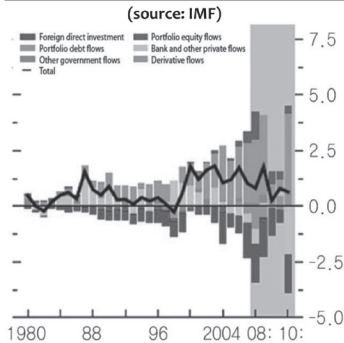
MINISTRY OF STRATEGY
AND FINANCE

2

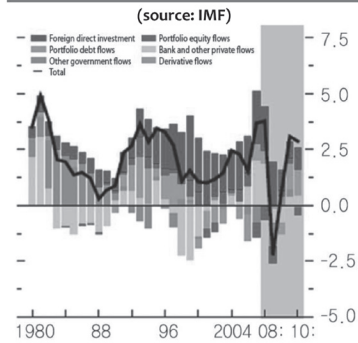
I . The importance of regional FSN

- More vulnerable, mainly because of push factors

Advanced countries



Emerging countries



MINISTRY OF STRATEGY
AND FINANCE

3

I . The importance of regional FSN

- Limits of existing FSNs

Foreign exchange reserves

National level



IMF programs

Global level

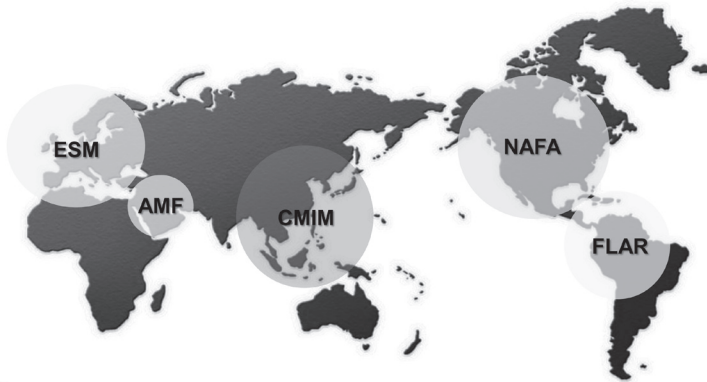


MINISTRY OF STRATEGY
AND FINANCE

4

I . The importance of regional FSN

- Regional FSNs around the world



I . The importance of regional FSN

II . Development of the CMIM

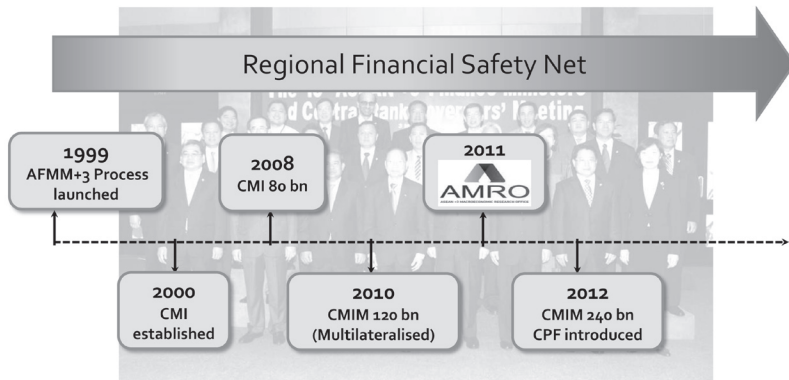
III . Assessment of the CMIM

IV . Beyond the CMIM



II . Development of the CMIM

- From CMI to CMIM, and what is the final destination?



MINISTRY OF STRATEGY AND FINANCE

7

II . Development of the CMIM

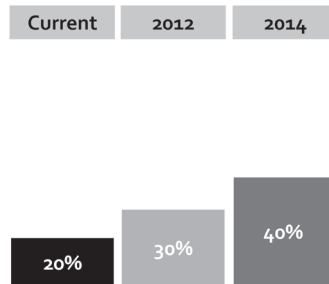
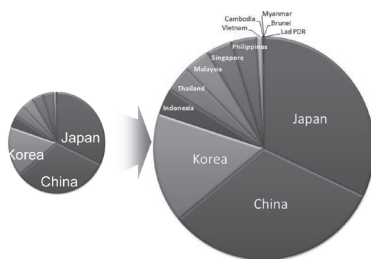
- Key Outcomes in May 2012

Doubling the total size

From 120 bn US\$ to 240 bn US\$

Increasing the IMF de-linked portion

From 20% to 30% in 2012, and review in 2014



MINISTRY OF STRATEGY AND FINANCE

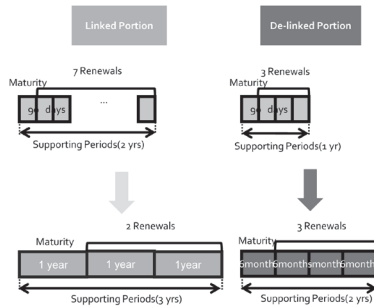
8

II . Development of the CMIM

- Key Outcomes in May 2012

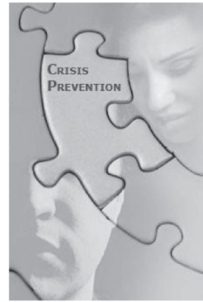
Lengthening the maturity

From 90 days to 1 yr(linked), to 6 mths (de-linked)



Introducing Crisis Prevention Function

One, Simplified and Flexible



MINISTRY OF STRATEGY
AND FINANCE

9

I . The importance of regional FSN

II . Development of the CMIM

III . Assessment of the CMIM

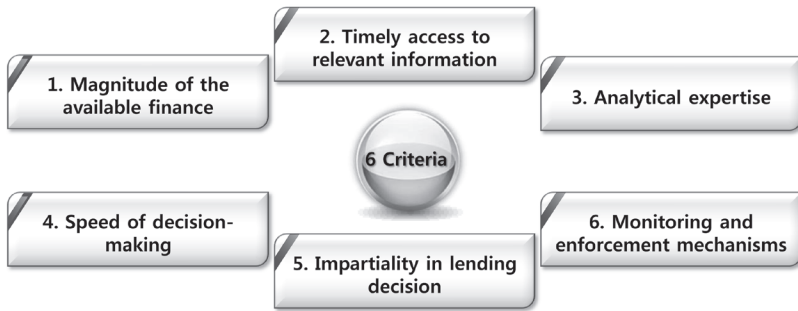
IV . Beyond the CMIM



MINISTRY OF STRATEGY
AND FINANCE

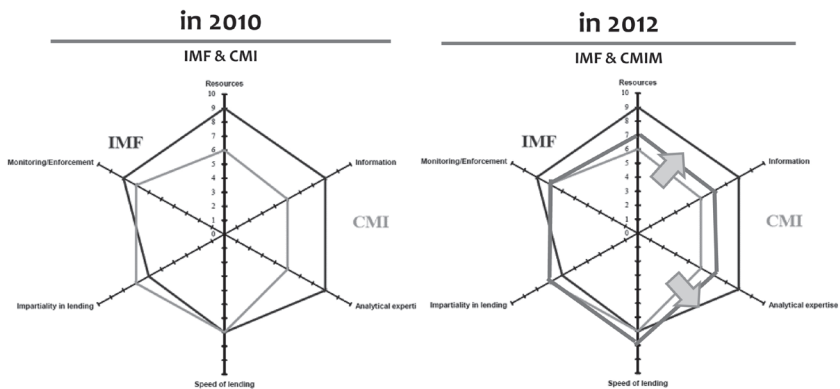
III . Assessment of the CMIM : (1) 6 criteria

- **6 criteria** in "Regional Financing Arrangements and the stability of the International Monetary System" (2010, Julie McKay et al.)



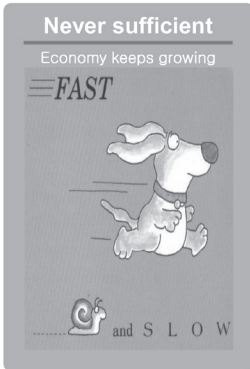
III . Assessment of the CMIM: (2) 2010 vs. 2012

- Significant progress on resources, analytical expertise and etc.



III . Assessment of the CMIM: (3) Limits

- But there are inherent limitations



I . The importance of regional FSN

II . Development of the CMIM

III . Assessment of the CMIM

IV . Beyond the CMIM



IV. Beyond the CMIM

- To overcome the limits, we need to consider a new mechanism.

Strengthening the CMIM



Establishing a new mechanism

Fund-type like the IMF



MINISTRY OF STRATEGY
AND FINANCE

15

IV. Beyond the CMIM

- Advantages of a new mechanism

Better financing

Based on capital



Synergy

CMIM & AMRO



Objectivity

Independent from members



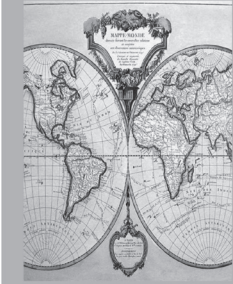
MINISTRY OF STRATEGY
AND FINANCE

16

IV. Beyond the CMIM

- Possible obstacles of a new mechanism

International politics



Contribution burden



Lack of expertise



MINISTRY OF STRATEGY
AND FINANCE

17

IV. Beyond the CMIM

- In the long run, we need to gradually step forward.

Short- to mid-term

Strengthening the CMIM



Mid- to long-term

Establishment of a new mechanism



MINISTRY OF STRATEGY
AND FINANCE

18

IV. Beyond the CMIM : (1) Refining & Strengthening the CMIM

- Refine the CMIM, which developed substantially in a short period of time

Refining the CMIM



- ✓ **Revise the CMIM Agreement**
- ✓ **Accumulate experiences**
- ✓ **Refine the mechanism**



MINISTRY OF STRATEGY
AND FINANCE

19

IV. Beyond the CMIM : (2) Capacity building & Institutionalizing AMRO as an IO

- Build AMRO's capacity and institutionalize it as an IO

Developing AMRO



- ✓ **Capacity expansion**
- ✓ **International organization**
- ✓ **Integration with the CMIM**



MINISTRY OF STRATEGY
AND FINANCE

20

IV. Beyond the CMIM : (3) Collaborative framework with the IMF

- Mutual trust built through enhanced cooperation

Cooperation with the IMF



- ✓ Develop a cooperative framework
- ✓ Implement cooperation programs
- ✓ Utilize comparative advantages



MINISTRY OF STRATEGY
AND FINANCE

21

IV. Beyond the CMIM : (4) Conversion to Fund

- In the long-run, we need to discuss the following issues.

Swap → Fund



- ✓ Capital subscription from members
- ✓ Increased participation
- ✓ Multi-currency fund



MINISTRY OF STRATEGY
AND FINANCE

22

Presentation

Asian Financial Cooperation: from CMIM to AMF and Beyond

Masahiro Kawai, Dean and CEO, Asian Development Bank Institute

Comments

Asian Financial Cooperation: From CMIM to AMF and Beyond

Masahiro Kawai

Dean and CEO

Asian Development Bank Institute

ADB-IIF-KBFG-IGE

“Asia in the New Global Financial Scene”

Institute for Global Economics

Seoul, 18 May 2012

Outline

1. Lessons of financial crises
2. Regional financial cooperation in Asia
3. Scope for exchange rate policy coordination
4. Conclusion

2

1. Lessons of financial crises

Asian financial crisis of 1997-1998

- Strengthen financial supervision & regulation and avoid a build-up of **domestic** financial risks
- Reduce **external** financial vulnerabilities
 - Double mismatches
 - Large current account deficits
 - Foreign exchange reserve accumulation useful
- Manage the “trilemma” in an efficient way
 - Non-inflationary monetary policy and exchange rate flexibility
 - Pursue well-sequenced, orderly capital account liberalization
- Develop and deepen financial markets, particularly local-currency bond markets
- Improve crisis response policies
- Forge regional financial cooperation
 - Regional financial surveillance (ERPD)
 - Financial safety nets (CMI)

3

Global financial crisis, 2007-2009

- Strengthen financial supervision & regulation and avoid a build-up of **domestic** financial risks
 - Improve macroprudential supervision and regulation (control of procyclicality, interconnectedness, etc)
 - Improve microprudential supervision and regulation, particularly over systemically important financial institutions (SIFIs), including resolution regimes to avoid too-big-to-fail problems
 - Enhance coordination among regulators
- Consider financial stability in monetary policy-making to avoid a build-up of systemic financial risks
- Mobilize “unconventional” monetary policy measures when policy rates become close to zero
- Strengthen international “financial safety nets” to prevent externally driven financial crises in emerging and developing economies

4

Eurozone financial crisis, 2010-12

- Enforce fiscal discipline to avoid massive accumulation of sovereign debt (relative to GDP)
- Strengthen financial supervision & regulation to avoid a build-up of systemic financial risks
- Improve regional surveillance on the interactions between public sector and banking sector balance sheets and solvency
- Avoid large intra-eurozone current account imbalances or create a full fiscal union to support the monetary union
- Strengthen the ECB’s lender of last resort functions
- Create a regional mechanism to recapitalize weak, but viable banks (in a common currency area)
- Create effective regional financial safety nets
- Enhance coordination among regional financial arrangements, the ECB and the IMF

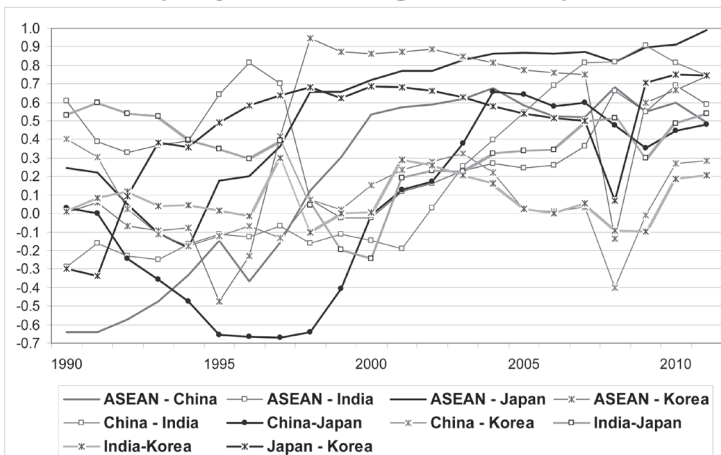
5

2. Regional financial and monetary cooperation

- Rising macroeconomic and financial interdependence and policy spillovers in Asia
- Regional financial stability a common interest for Asia
- ASEAN+3 finance ministers have established a regional surveillance mechanism (ERPD), a regional financial safety net (CMIM) and the supporting institution (ASEAN+3 Macroeconomic Research Office = AMRO)
- They also embarked on the Asian Bond Markets Initiative (ABMI) and, the central bank group (EMEAP) worked on Asian Bond Funds (ABF)
- There is room for further improvements, including widening scope for policy coordination, such as soft exchange rate policy coordination

5

GDP growth rate correlations are rising among ASEAN, China, India, and Japan (10-year moving windows)



Source: International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, database

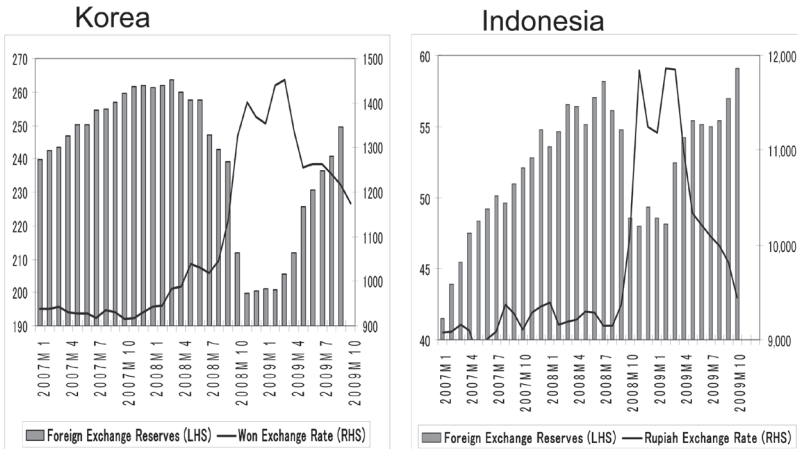
Improve regional surveillance in Asia

- Important to improve regional economic surveillance to complement IMF surveillance
 - Capital flows, exchange rate movements, fiscal policy and sovereign debt, banking sector soundness
- Next steps for AMRO
 - Provide sufficient resources for AMRO
 - Support ERPD processes among the finance ministers and central bank governors
 - Develop a “peer review” process
 - Facilitate concerted action & informal coordination
- Asia also needs to set up an **Asian financial stability dialogue (AFSD)** among the region’s financial authorities to promote regional financial sector stability

Further strengthen CMIM

- To complement global & bilateral safety nets
- Next steps for CMIM
 - Increase the size of the facility each member can borrow
 - Make the newly introduced crisis prevention facility, CMIM-PL, available without an IMF arrangement
 - Reduce its link with IMF over time, ultimately to zero, by strengthening AMRO & ERPD
- With these reforms of CMIM and a strong AMRO, **a de facto AMF** will have emerged
- Need to develop working relationships with IMF for a large-scale crisis
- ** Japan-China cooperation with Korea & ASEAN support essential:
 - CMIM: Japan 32% and China 32% (HK 3.5%, PRC 28.5%)
 - AMRO: A Chinese as the first head for 1 year, followed by a Japanese for the remaining 2 years
 - Reference: CGIF contributions: Japan 28.6%, China 28.6%, Korea 14.3%, ASEAN 10%, ADB 18.6%

A rapid (temporary) loss of reserves and won & rupiah depreciation in 2008-2009

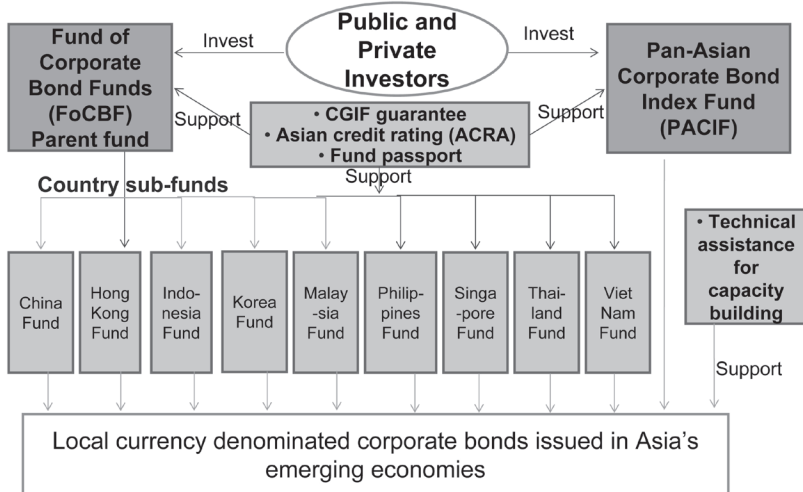


Source: IMF, International Financial Statistics, online

Further support Asian bond market development

- Increase the size of CGIF over time
- Embark on an **Asian Bond Fund-3** to help expand corporate bond markets, possibly with the help of the CGIF
- Increase issuance of infrastructure development-related bonds
- Promote cross-border transactions
 - Introduce an **Asian fund passport** system
 - Establish an **Asia Settle** (or an **Asia Clear**) for regional settlement and clearance of Asian currency bonds
 - Issue **ACU-denominated bonds** following the good example of ABF-2
 - Reduce impediments to cross-border flows, while maintaining safeguards against capital flow volatility

Proposed ABF3: Asian Corporate Bond Fund



Note: (1) The BIS may act as the fund administrator for public/private investment in ABF3.
 (2) Components that will be open to investment by all investors.

4. Scope for exchange rate policy coordination

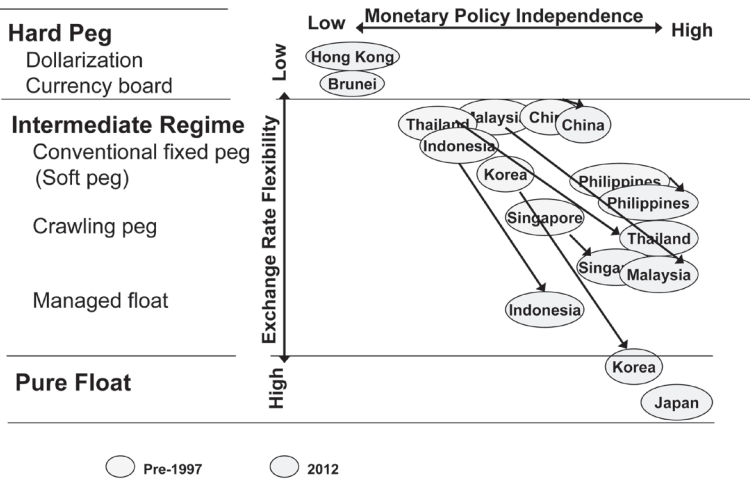
Financial policy coordination

- A country's adoption of blanket guarantees of deposit insurance could induce deposit flights from other countries to the country
- A country's successful measures to limit capital inflows could drive foreign capital to other countries
- To be effective, coordinated policy measures are desirable

Informal exchange rate policy coordination

- Facing massive capital inflows, Asian economies could coordinate for collective currency appreciation vis-à-vis the USD while keeping relative currency stability within the region, so as to:
 - (1) maintain national financial & macroeconomic stability,
 - (2) support intra-regional trade and investment
 - (3) minimize loss of national price competitiveness

Diversity of exchange rate regimes



Source: Author

A single currency for Asia?

- ASEAN+3 will be the largest economic bloc by the mid-2010's and will continue to grow
- It is natural for the largest, well-integrated economic bloc to have its own currency, as the continued reliance on the US dollar will not be beneficial
- To develop its own currency, the Asian policymakers must:
 - develop robust financial systems
 - avoid excessive volatility of intraregional exchange rates
 - learn lessons from the Eurozone crisis

The yen-won rate is often highly volatile



Growing China, India, ASEAN...

Size of GDP	2011	2016	2020
	Trill. USD	Trill. USD	Trill. USD
United States	15.1	18.3	21.3
EU-27	18.0	21.1	23.9
Japan	5.9	6.8	7.6
China	7.0	11.8	17.9
Korea	1.2	1.7	2.3
ASEAN	2.1	3.3	4.6
ASEAN+3	16.1	23.5	31.8
India	1.8	3.0	4.5

Note: The figures for 2016 are IMF projections, and those for 2020 are estimated by the author.
Source: IMF, *World Economic Outlook*, April 2011

Which currency for Asia?

Yen or yuan for Asia?

- The yen's internationalization has shown limited success, though the yen is one of the fully convertible currencies in Asia
- The yuan is inconvertible, and has weak prudential supervision and a non-independent central bank
- The yen and yuan alone cannot assume a nominal anchor currency role
- The yen, the yuan, and other Asian currencies can share Asia's nominal anchor role

ACU: An Asian currency basket

- Asia must develop an ACU-based system over time
- Encourage competition among Asian central banks and currencies

Asian and global financial governance can be complementary

Function	Global	Asia
Development finance	World Bank <i>Global public goods: MDGs, climate change, health</i>	Asian Development Bank <i>Regional public goods: regional infrastructure</i>
Macro-economic cooperation	International Monetary Fund (IMF) <i>Surveillance, global stability, crisis lending</i>	Asian Monetary Fund (to evolve from CMIM/AMRO) <i>Regional surveillance, stability, crisis lending</i>
Financial system stability	Financial Stability Board (FSB) <i>Global systemic stability, colleges of regulators</i>	Asian Financial Stability Dialogue <i>Regional regulatory initiatives</i>

Source: Kawai, Petri and Sisli-Ciamarra (2010)

4. Conclusions

- Asian monetary & financial policy frameworks were reasonably successful following the Asian financial crisis, and helped to weather the global and eurozone financial crises
- But Asian financial authorities should not be complacent; they should strengthen macroeconomic and macro-prudential policy frameworks to maintain financial stability
- They need to strengthen regional financial and monetary cooperation:
 - Policy dialogue, including on capital flows, exchange rate movements, fiscal conditions, banking sectors, & regional spillovers
 - CMIM and AMRO
 - Coordination of financial and exchange rate policies
- Given Asia's large and growing weight in the world economy, the region needs to develop its own reserve currency in the LR based on an Asian currency basket

Presentation

The Future of Asian Financial Cooperation

Andre Meier, IMF Resident Representative in Hong Kong SAR

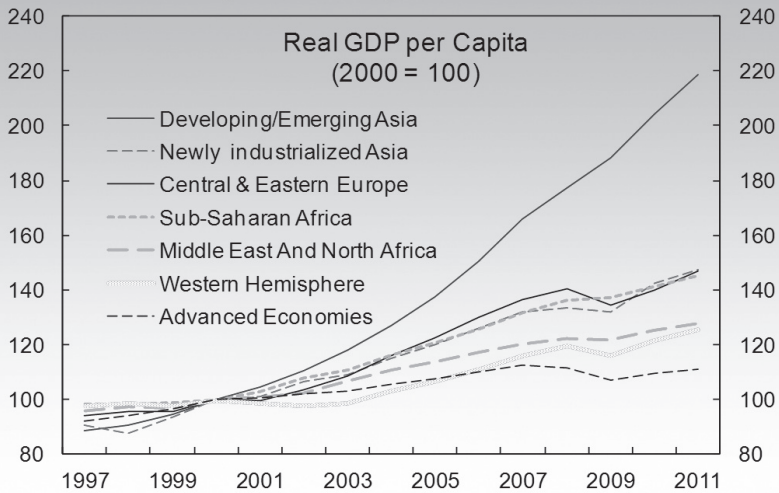


The Future of Asian Financial Cooperation

Remarks by Andre Meier
IMF Resident Representative in Hong Kong SAR

May 18, 2012

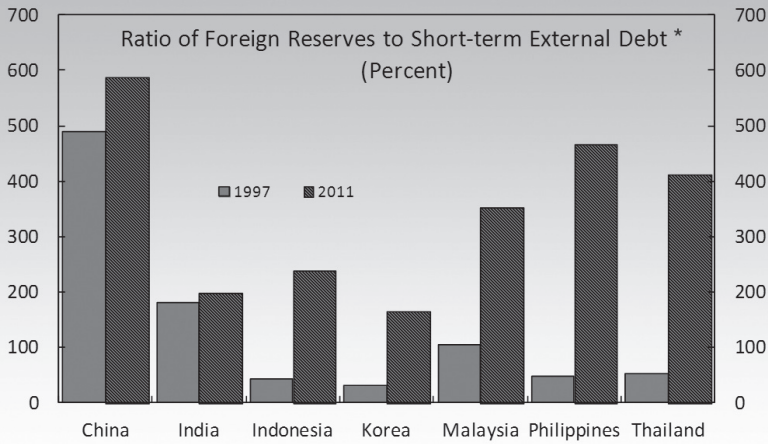
Asia has made strides over the past 15 years...



...backed by generally strong fundamentals...

- Healthier public finances, implying policy space to cope with shocks
- Less leverage and currency mismatches in the corporate sector
- More robust financial systems

...along with sizeable buffers against external shocks



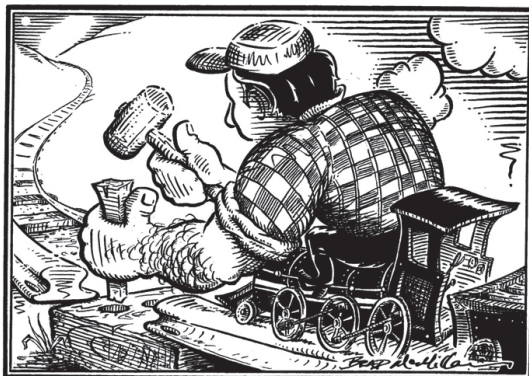
* Staff estimates. Short-term external debt also includes projected current account deficit, if any.

But the world remains a risky place...

- The crisis in “advanced economies” is entering its sixth year
- Linkages and spillover channels between countries and regions have intensified in recent decades
- Global capital flows have outgrown the scale of traditional financial assistance facilities

*...and defenses are best built during
the good times...*

- Euro area crisis proves the challenge of devising new institutions “on the fly”



*Greater regional cooperation can
play an important role...*

- CMIM marks significant progress toward regional framework for liquidity support...
- ...which is generally more economical than pure self-insurance
- Recent increase in total CMIM resources recognizes need for greater firepower
- Launch of AMRO creates fresh capacity for regional surveillance

...which the IMF fully supports

Cooperation between Asean+3 and the IMF...

- Can help enhance the effectiveness of the CMIM, including in crisis prevention
- Makes use of IMF's existing framework for program conditionality and monitoring
- Increases the potential scale of support
- Provides insurance for the hypothetical case of a regional shock hitting Asia

Meanwhile, the case for a global safety net remains strong

- Pure self-insurance can become destabilizing if it goes too far, contributing to the build-up of external imbalances
- Bilateral swap agreements are helpful, but remain ad hoc and unavailable to many countries
- Regional mechanisms provide only incomplete risk-sharing

Recent IMF efforts aim at strengthening the global financial safety net...

- Creation of the Precautionary and Liquidity Line: addresses potential or actual funding needs of “crisis bystanders”
 - Commitments by selected IMF members to provide an additional \$ 430 bn in resources
- => Total IMF financing capacity ~ \$ 700 bn
(By comparison, it was \$ 55 bn in the mid-1990s)

In conclusion

- Asia is in the fortunate position of building stronger safety nets during the good times
- But global risks and challenges are significant...
- ...Arguing for continued progress in regional financial cooperation...
- ...Alongside IMF efforts to strengthen the global safety net

Wrap-up Roundtable Discussion

Chair *Il SaKong* Chairman, IGE

Discussants *Masahiro Kawai* Dean & CEO, ADBI

Yung Chul Park Professor, Korea University

Changyong Rhee Chief Economist, ADB

Hung Tran Deputy Managing Director, IIF

Alessandro Leipold Chief Economist, The Lisbon Council

Chair | Il SaKong, IGE

This has been a very long and productive day. The only problem was the time constraint. This conference shows that if you gather good people to participate, you end up with a good conference. We gathered a lot of renowned experts who knew what they were talking about.

This session is supposed to be the concluding wrap-up session. We have excellent panelists who could talk about today's subject for hours but time is limited. Today, we addressed three major topics. First, we discussed the current state of the global economy and the Asian economy. In that regard, the European crisis is very important. The second area was more specifically focused on the financial regulatory environmental changes. We devoted much of our attention to G-SIFIs and G-SIBs. The third area was regional financial cooperation. In that context we discussed the CMIM. I would like to ask each of the

panelists to comment on some of these issues.

On the first topic of the current state of the global economy there have been various discussions and views expressed. However, I do not think that people have a clear idea about what kind of general view we have on this. For example, we are unsure if Greece will exit the eurozone. Also, if it does exit, what does it mean to Europe, to the rest of the world, and to this region, in particular? I would like to ask the panelists to give their views on this difficult area to ponder. I would like to particularly ask Dr. Rhee and Dr. Leipold to address these issues.

I would like to ask Hung Tran to talk about the changed regulatory environment. With the recent large financial losses of JP Morgan Chase, there is a renewed debate on the proposed Volcker Rule. I am very interested in listening to the view of the IIF members which include G-SIFIs. Also, I am much interested in hearing Dr. Tran's view on private sector involvement (PSI) and burden sharing.

I would like to ask Professor Park to speak about the third topic, regional cooperation. He has researched this area for a long time and he has written many articles for professional journals and books. I would like to discuss particularly the region's relationship with the IMF. People talk about an independent CMIM but I do not know what that means. Does it really mean total independence from the IMF? Is a totally independent CMIM or an Asian Monetary Fund (AMF) sustainable? Does it mean total independence from the IMF and existing multilateral institutions? Why not cooperate with the IMF and take advantage of its accumulated expertise and knowledge? This is a particular concern if the CMIM is to become a regional monetary facility.

I am rather careful about using the term AMF because a lot of people seem allergic to it. Let's call it something else, but this regional monetary facility should be complementary to the IMF and take advantage of the IMF's accumulated expertise, particularly if it is to have a preventative function. I do not think that the CMIM can accumulate all this in a short period of time. If it can, then the important assumption is that the IMF should accelerate its own governance reform which is something the G20 has tried to do. If Asia can be represented there, why not rely on the IMF? As long as Asian views can be reflected there, it can be very useful. Besides, I do not think anyone in the IMF or Washington would object to the idea of establishing an Asian regional facility.

I know that some countries in the ASEAN+3 group argue that we should reduce the gap between the independent portion of the CMIM (30 percent) and the portion still tied to the IMF (70 percent). They believe that 30 percent is not high enough, but why do they insist on changing that? Why don't we insist on the IMF to change its modus operandi? In this regard, maybe we should internationalize the ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO) which is now a private limited company according to the Singapore law. I would like to ask Dr. Park and Dr. Kawai to talk about this issue.

Discussant | *Changyong Rhee, ADB*

As for the European situation, I am afraid that I do not have any answers. It is much worse than we had expected a few months ago. It is

a political situation that is very hard to forecast as the financial market continues to react. A few months ago, we thought that we would have more time. Now, the solution really depends on the political process in Europe. I really hope this situation can be handled wisely by the European policy makers because the spillover effect will be large.

My second remark is related to the regional safety net and whether the CMIM is ready, especially in regard to the stigma effect. I think it is not yet ready which is worrisome, and the CMIM can have the same stigma effect as the IMF. We proposed two things to the IMF on how to deal with this. One is a simultaneous offer, rather than an individual offer. If the country that will receive the precautionary line is identified, then that country will suffer from the stigma effect. Rather than pinpoint one country, why doesn't the IMF make simultaneous offers to several countries together? The second proposition to the IMF was a prequalification list. If the IMF identifies which country to support in the midst of a crisis, the country will have a hard time avoiding the stigma effect. Why don't we have some criteria established in normal times? The G20 is discussing guidelines for such issues as excessive imbalances that we can use to make a list for prequalification.

Unfortunately, both of our suggestions were rejected because member countries do not want the IMF or other international institutions to keep a score card on them. Basically, their argument is that if the IMF has a score card and awards the good countries, the countries that do not meet the criteria for prequalification may have some problems. Also, the IMF position is that each country would have to submit request to get a simultaneous offer. I see it as a chicken-and-egg problem. This can

be done simultaneously, but because of this complexity the discussion has not gone very far.

From the beginning, there were some countries that were against this idea of a safety net, so we couldn't really push all together. We could have had good results by having the safety net but we would have had to sacrifice all the details. As the current situation shows, it is very important that we continue to discuss the idea of a regional safety net. If we can continue to discuss this for the CMIM and put this mechanism in place, we may be able to reduce the stigma effect.

Chair | Il SaKong, IGE

I am glad you brought that up. This is one challenge. The CMIM may have the same stigma effect as the IMF but I think there are ways around it. Maybe some countries with good credit standing can go together with some other countries.

Discussant | Hung Tran, IIF

First, on JP Morgan's loss, it is not clear what happened. Details are slowly coming out. The first reports were losses of \$2 billion, but today the *Wall Street Journal* reports that the loss has been building up quickly and could be up to \$5 billion. Before we know all the facts, it is difficult to have a good discussion. Nevertheless, I would like to

make three points. One, it is a problem not only for JP Morgan, but also for many other weak banks. In the past three years after the crisis, US banks have attracted a significantly increasing volume of deposits. It jumped from \$8 trillion three years ago to more than \$10 trillion at the end of last year. As such, the growth of deposits is moving towards a safer banking environment. The Basel Committee and others are incentivizing banks to have higher deposit-to-loan ratios. Strong growth in deposit in an environment of slow growth means that the opportunity to lend has not kept pace with the growth of deposits.

Many banks, not just JP Morgan, have excess deposits. In the case of JP Morgan, after merging with Washington Mutual its deposit base increased significantly. It had about \$360 billion excess in deposits which it invested in securities including derivatives because it was beyond its loan books. This basically increases the bank's exposure to corporate credit. This is a basic issue and all banks face it at different degrees of magnitude. JP Morgan happened to have a large excess deficit.

The second issue is what to do with the Volcker Rule. Do we allow banks to hedge their investment of excess deficit or not? My personal view is that there is no clear thinking behind the Volcker Rule. In the case of JP Morgan, it had \$360 billion exposure to corporate credit by taking a position in the credit derivative markets with the expectation that if corporate credit quality deteriorated, it could make money to offset its losses. If you expect to hedge against the possibility of the deterioration of corporate credit quality, you have three choices. First, you can expect the credit curve to deteriorate, meaning widening out the credit spread and rising in a parallel fashion. Second, you can

speculate the curve to flatten, which means the short-term side rises more than the long-term side. Third, you can speculate that it will rise in a steepening fashion. There is no simple answer. This means that even when you hedge, you have to speculate.

This is my contention with the Volcker Rule. It is not intellectually robust to say that you are allowed to hedge but you are not allowed to speculate. Even the act of hedging involves speculation. In the case of JP Morgan, it chose to hedge using the flattening curve. That means it expected the credit condition to worsen quickly. At the front end of the curve the credit spread will be higher than the spread at the longer-term end of the curve. They did not accommodate or expect the European Central Bank (ECB) to come in with the first or second long-term refinancing operation (LTRO). It was a huge injection of liquidity for the near term and it reduced the short-term credit risk relative to the long-term risk. Therefore, the curve steepened instead of flattening and JP Morgan incurred a loss. Is that something that should be banned? Or is it something that is in the nature of the business? A firm hedged but did not do it correctly, did not properly monitor, and did not rebalance quickly enough. That is something that needs to be better understood.

Finally, can banks hedge? If banks have large positions like JP Morgan and the nature of the market is so complicated and intertwined with so many factors, can anyone hedge? At the end of the day, we are back to the key issue that regulators and market participants have grappled over since the crisis began. Is it for better or worse that we have evolved into this very sophisticated, interdependent, and interconnected financial system? What is the way forward? Should we try to roll back the

European monetary union? Are we going to go back or are we going to go forward?

I would like to quickly remark on PSI. The basic idea is that private investors and creditors are holding a lot of claims on governments everywhere, including key mature countries. If sovereign debtors get in trouble, there has to be a framework where the abrogation of creditors' rights can take place in an orderly, transparent, and cooperative manner. For corporate credit, we have bankruptcy protection in many countries. In the US there is the Chapter 11 process. If a company that borrows money cannot pay, it can file for bankruptcy protection. A judge will then preside over the proceeding and try to reorganize the company with the goal of preserving value for all stakeholders. Perhaps there could be an equivalent for sovereign debt. In my view, we need a market based transparent framework. Therefore, the PSI framework arose from the need to have something that everyone can agree on in terms of the expected behavior of different parties in debt restructuring negotiations. The problem with Europe is that it became politicized to the extent that good faith negotiations are very difficult to have. If a party comes to the table and says that it will accept \$30 billion and no more, then there is no negotiation. This is more or less what we see in Greece.

Chair | Il SaKong, IGE

Thank you very much. In the interest of time I will ask Dr. Leipold to make his comments.

Today, everybody is asking me if Greece will exit the eurozone. The short answer is that I really do not know. If I were to put my money on it, however, I would say they will most likely leave. We are in a situation where everybody says they do not want Greece to exit but they also do not want to change anything. First of all, Greece should realize that it cannot avoid austerity. Even if Greece walks away and repudiates all debt, it would not be able to cover even its domestic commitments. The question is how much austerity and how to apply it. Europeans should be asking themselves if the additional cuts really have to amount to 5.5 percent of GDP which are set to be implemented in installments. The bailout agreement envisages the first of these cuts to be made in 2013 and the second in 2014. Is that much really needed?

Europeans should really be asking themselves if they are committing the same mistakes today that the IMF made in Asia in 1997 and 1998. Nobody is asking this question and everybody is remaining very rigid in his/her positions. A further complication is that even if there were some flexibility, there is nobody to talk to right now. We have another month to wait and a month is an eternity in financial markets. The elections will be held on June 17 and events could very well precipitate before that. Perhaps some contingency plans could be made to tie things over.

As to the fallout and what may happen in financial markets, I was struck by the similarity of the language that was used in 2008 by the IMF for its World Economic Outlook. It described Europe as being resilient but not immune and now it describes Asia as being resilient

but at risk. The language is similar but the situation is different. Asia is far better placed now than Europe was in 2008. We have looked at a number of reasons for this and my analysis shows that the fundamentals are basically stronger in Asia. Also, Asia has been thinking about what to do and how to put safety nets together, so it does not have to rush things under the pressure of events.

I would like to make one final remark on regional cooperation. I think Asia can learn from Europe's mistakes and the accumulated experience and expertise of the IMF. There is no need to reinvent the wheel. It is really useful to draw on others' experiences.

Chair | *Il SaKong, IGE*

Thank you very much. Now, Dr. Park.

Discussant | *Yung Chul Park, Korea University*

I predict with 100 percent certainty that Greece will not leave the eurozone. Neither Germany nor France would allow it to leave. I say this simply because the European Union is not only a monetary union but it is also a political union. Europeans have worked for the last 50 years to establish the political union. So, they will come up with more money and ask Japan, China, and possibly Korea to supply a little more liquidity. Things will return to normalcy in a matter of two to three

weeks. By that time we will be living in a little more stabilized world. This is my prediction.

On the regional arrangement, I fully agree with what was said earlier, so I do not have much to add. I would like to ask the leaders of ASEAN+3 whether they want to develop the CMIM into an institution that will substitute the IMF or one that is complementary to the IMF. The answer is clear that it has to play a complementary role because we live in world of globalized finance. Whenever a financial crisis occurs, it will be extremely contagious. No matter what kind of firewall we build around this region, we will not be able to deal with the contagious effects of future crises like the European crisis or the US subprime crisis. The international financial markets are so tightly integrated with one another.

I was told by an IMF colleague that the ASEAN+3 could be a lot more influential if they could take a united stance at the IMF. Together, they account for the third largest block in terms of voting power. The problem is that they have never been able to agree on what they are going to do or what role they will play at the IMF. For instance, when they were choosing the new director, I do not think China and Japan had the opportunity to discuss whether they were going to promote an Asian candidate. In the future, if the ASEAN+3 countries could work together, they could be a strategic block of economies at the IMF and they could play a much larger role in work of the IMF.

In this regard, the major problem that I have always observed is that China and Japan, the two largest economies in the region, have not been able to work closely with each other or agree on many things. The

question is what we should do about this. Unless we have some kind of solution to this problem, it will be difficult to think about a new regional monetary unit or developing the CMIM to a more effective liquidity backup. In that respect, I hope my colleague, Mr. Kawai, could say something about what Japan is going to do. In fact, Japan is the country that proposed the AMF in 1998. Japan's role will be just as important as it was in 1998.

Discussant | Masahiro Kawai, ADBI

Before I come back to Dr. Park's point and Dr. SaKong's question, I would like to say a few words about the eurozone crisis. I think the responsible Europeans should come up with some estimates of the costs of Greece exit for Greece itself and the other eurozone members. Also, they should look at the costs beyond Europe and look at contagion for the rest of the world and then compare that with the costs of Greece staying in the eurozone. The Greeks will have to go through adjustments and the eurozone tax payers will have to help. Some more rational discussions can be conducted.

My second comment is that it is true that European banks may continue to deleverage which may lead to equity prices going down. However, Asian banks and financial institutions can absorb a lot of the shock by purchasing loans held by European banks. To some extent, Asia can absorb shocks coming from European banks deleveraging. This is already happening and maybe Asian banks and financial institutions could become a bit more strategic. This could be a great

opportunity for Asian financial institutions to expand their good businesses within Asia.

On financial cooperation in Asia, I strongly believe that the CMIM can become fully independent with no formal link with the IMF. However, an independent CMIM can cooperate with the IMF. Independence and cooperation are not mutually exclusive. An independent person can work with other independent people. Likewise, an independent organization can work with another independent organization. Under the current arrangement, maybe Asians are not so confident about producing conditionality and other tools. Maybe, more capacity is needed. For that purpose, the AMRO should continue to be strengthened and I think that can be done.

I think today the term AMF is more acceptable, and even the IMF colleagues have accepted the term. Today, maybe the situation is different from 15 years ago when the AMF was first proposed. The fact that Asia has the largest amount of foreign exchange reserves globally raises the question of why Asia cannot solve its own problems with its own resources. I think that could be the starting point. We need to take care of our own problems. We should do that to the extent that we have the capacity to do so. We should put our own resources to use to solve our own problems. If the problem is so big that we cannot handle it, then we will need to work with the IMF.

As to the remark that Dr. SaKong made that the IMF reforms may make the idea of an AMF obsolete, I rather think that healthy competition and a little pressure on the IMF and the AMF could be beneficial. The relationship between the IMF and the AMF could be

like that between the ADB and the World Bank.

Japan and China have been working closely to decide the contributions to the CMIM. It took a long time but they came up with a compromise of equal shares and agreed on who should be the first head of the AMRO. They also came to an agreement on credit guarantee and investment facility for the Asian Bond Market Initiative (ABMI) and contributed the same amount. I think China is now supportive of the idea to create the AMF which is different from the situation 15 years ago. I think things are moving in the right direction, but closer collaboration is still needed.

Chair | Il SaKong, IGE

Thank you very much Mr. Kawai. We should hold another conference on this issue. I have very strong views on this and we should discuss it later. I take your point very well and I do know that Washington intellectuals changed their attitude about the AMF a long time ago. I am not too concerned about the AMF except for its size. We are still talking about \$240 billion. In Europe, with the help of the IMF we are talking about €500 billion. We have to be very realistic. I do not think we should take a “them and us” approach. As long as we are united and raise our voice at the IMF, we can make them listen to us and work together. There are already so many accumulated assets and knowledge at the IMF. Suppose we go independent, how long will it take to develop that kind of surveillance and intellectual capabilities? It will take a very long time. Let’s outsource that and use the IMF as a tool.

To do that the IMF should reform itself. In the process, I think we can play a more important role. In the G20 process, we have experienced it. In Asia, we are always very passive and then afterwards we complain. We should be more aggressive and show some leadership. We tend to be followers and only when the agenda is set, we complain. Why don't we participate in the agenda setting process? Then it can work.

We have to end here. I think we had a very useful and productive conference and I am sure many of you agree with me. When you gather the best people from the region and the world, you end up with a good discussion. I would like to thank all the participants and sponsors again. I hope this conference will lead to some good recommendations and suggestions to the governments in the region and the larger global community, so that the global economy can recover quickly and we can prevent future crises.

Appendix

| *Young-Rok Lim, President, KB Financial Group* |

Good morning, ladies and gentlemen.

It's a great honor for KB Financial Group to take part in this conference. I would like to thank the ADB, the IIF, and the Institute for Global Economics for hosting this event. I also would like to thank the moderators and panelists of this conference and the other participants attending from around the world.

Since the 2008 global financial crisis, we have seen a series of increased regulations in the global financial market. Initiated by G20, the aim of these regulations was to bring stability and soundness to the financial system, as many believed the crisis was brought on by the excessive leveraging and non-transparent prop trading practices of global financial institutions.

Yet, four years have passed and the crisis still lingers. According to the IMF, the global economy remains fragile despite global efforts to contain it. In particular, developed nations are at risk of slipping into a slump, burdened by growing woes from the euro zone including Greece.

Recent European elections have increased uncertainties over the EU's fiscal compact. The global economy could suffer a liquidity squeeze as European banks face tougher capital requirements, which will likely have an adverse effect on Asia. Furthermore, slowing growth in the US and China are making matters worse.

As the US and Europe struggle with the recent financial crises, Asia is being called on to take a much larger role in the global economy. With its rising consumption power and increasing demand for infrastructure development, Asia does have this potential.

However, the problem is that Asia is highly vulnerable to global financial fluctuations because its economies and financial systems rely heavily on those of developed nations. Thus, with Europe and its banks engaged in massive deleveraging, the sustained impact this might have on Asia's banks is of great concern.

Efforts have been made to bring financial stability to the region. These efforts include the Chiang Mai Initiative and CMIM (Chiang Mai Initiative Multilateralization). In my view, this is just the start. We need to come up with more sophisticated and multi-faceted frameworks for cooperation.

I hope today's discussions accomplish two goals. First, they should enable us to get a clear understanding of the rapidly changing global financial landscape. Second, they should lay the groundwork for stronger cooperation among Asian countries based on mutual confidence.

Our future will depend on how we respond to changes in this new global financial order. There is no doubt Asia needs to step up and play a more central role in order to overcome the current global financial crisis and achieve sustainable economic growth.

I expect today's conference to be a step towards mutual trust among Asian financial institutions. I also hope it will bring together ideas for Asia's economic development and financial industry advancement.

Let me finish by expressing my gratitude to Chairman Il SaKong of the Institute for Global Economics. I also would like to thank all those who helped organize this event.

Thank you.

Luncheon Speech

| *Jaewan Bahk*, Minister of Strategy and Finance |

Ladies and gentlemen,
It is a great pleasure to be here.

Thank you, Chairman Il SaKong, for inviting me. I would also like to thank the staff of the Institute for Global Economics (IGE), the Asian Development Bank (ADB), the Institute of International Finance (IIF), and the KB Financial Group for organizing this extraordinary conference.

Time and again, the international community joined hands to weather the ongoing economic storm. This year, the ECB launched the Long-Term Refinancing Operations (LTRO), and the IMF increased its resources in efforts to build a stronger firewall. Thanks to these efforts, the waves have calmed somewhat. Korea, for its part, built a buffer

against risk contagion by enhancing currency swaps with China and Japan to \$135 billion. It also contributed to global efforts by providing \$15 billion to expand the IMF's resources.

However, the global economy may still face another recession. Uncertainties continue to rise. Greece is going through political turmoil, while eurozone exit fears are growing. The eurozone is caught in a debate of fiscal austerity versus economic growth. Meanwhile, geopolitical uncertainties in the Middle East could drive up oil prices, hindering global economic recovery.

Since severe headwinds are blowing from the West, I think it is both timely and meaningful to talk about the future of Asia. To that end, the topic of my speech today is "re-orientation to Asia." I would like to highlight the importance of the Asian region from a historical perspective. Then, I will discuss the future of Asia's financial environment.

Ladies and gentlemen,

The ADB forecasted that the Asian region will represent 52 percent of the world's GDP by 2050. This is nearly double that of 2010. The Bank also projected that the region's share in global financial assets will grow nearly twofold to 45 percent in 2050 from 23 percent in 2009.

No one seems to deny that Asia will emerge as the center of the global economy, particularly because the Asia-Pacific region already topped Europe in terms of High Net Worth Individuals. But I would like to look at this in a new light which brings me to mention "re-orientation."

The first meaning of re-orientation is: shifting away from the Western viewpoint. From a re-oriented point of view, Asia is not “newly emerging.” Rather, it is “regaining” its past glory, after being temporarily overshadowed by the West.

According to recent studies, Asia was the economic and financial center of the world before the Industrial Revolution in the 18th century. The ADB found that the Asian economies took up more than half of the world economy back then. At the time, China accounted for 30 percent and India 15 percent of the world economy, according to the US National Intelligence Council (NIC). A different study finds that, between the early 16th century and late 18th century, Europe paid 68,000 tons of silver to Asia in exchange for goods. This helped Asia to develop the regional financial market and remain prosperous for three centuries.

This leads me to the second meaning of re-orientation. We need to incorporate Asian values into our blueprint of the future. By only following Western tracks, the Asian economy may not achieve further economic and financial progress. The key to progress lies in our own values. In this vein, I would like to share my views on how we can develop our values and set the stage for financial progress.

Ladies and gentlemen,

To achieve sustainable economic growth, we need to create a positive feedback loop between the real economy and the financial sector. Development of the real economy will raise incomes. A rise in incomes will pave the way for financial progress. Financial progress will in turn

raise incomes. In other words, financial progress is delivered on the basis of a sound real economy. Therefore, Asian countries should first maintain sound macro-economic policies, and then seek ways to meet the financial and foreign exchange challenges ahead.

With that in mind, let me first talk about how we can overcome the financial challenges.

First, we need to find a financial system that suits Asia. Traditionally, Asia's financial system has been centered on the banking sector, while the Western financial system has been centered on the capital market. So far, the Western system has prevailed, backed by the Western view that it is better for economic growth.

However, from a re-oriented perspective, excessive financial reform in the capital market was the real cause of the recent crisis. Therefore, Asia should find a balance between the traditional system and the Western system.

Second, we must be sure about applying tougher global financial regulations to Asia. In the aftermath of the recent crisis, the Volcker rule and Basel III were introduced. We should identify their implications on the Asian financial system. Moreover, we need to find a way to bring Asia's financial regulations and international regulations into line.

Third, we should sharpen the competitive edge of the region's financial services by pursuing Asian values. Our key values include "inclusion" and "intimacy." With these values, the region is well positioned to

promote financial inclusion of the marginalized population and advance its private banking and private equity.

Fourth, we need to avoid asset bubbles. Advanced countries experienced asset bubbles as their financial markets developed. In fact, the major cause of the past crises was the reckless borrowings of households, financial institutions and governments. Excessive borrowings could easily create asset bubbles in fast-growing regions like Asia. Therefore, we should conduct financial surveillance to prevent this.

Now, let me turn to the foreign exchange challenges, especially the Asia-specific risk factors.

First, we need to carefully manage capital flows into and out of Asia. As the region keeps growing at a fast pace, two patterns of capital flows could occur. One possible pattern is rapid inflows into Asia, as investors begin to seek high returns in the post-crisis period. However, in the mid- to long-term, Asia could experience massive outflows, as its wealth becomes a global funding source. If these two patterns unfold rapidly, they might disturb the region's financial and foreign exchange markets.

This brings to mind a famous quote by Keynes, "let finance be primarily national." Although we cannot counter the trend of capital liberalization, I still agree with Keynes that capital volatility comes with considerable risks.

Therefore, as a preemptive safety guard, Korea recently set up a trilateral framework on government bond investments with China and Japan. This is an effective way to reduce volatility of capital flows


while still promoting capital liberalization. It is also a capital flow management (CFM) measure based on strong mutual cooperation, one of the important Asian values. In my belief, the framework will serve as a good example for other countries that are pursuing capital liberalization.

Second, Asian countries, which are mostly non-reserve currency issuers, should deal with the problem of “original sin,” because Western countries are expected to remain as reserve currency issuers for some time. “Original sin” basically means that non-reserve currency issuers cannot avoid foreign currency liquidity crises, because they have to borrow in reserve currencies for external payment. We made meaningful progress regarding this issue at the ASEAN+3 Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting on May 3. We doubled the size of the Chiang Mai Initiative Multilateralization (CMIM) to \$240 billion from \$120 billion. We also introduced a crisis prevention function to the CMIM. In addition, Asia launched the AMRO at the start of this year. It supports the surveillance function of the CMIM.

As such, the region put in place minimum safety devices against external risks. Going forward, we need to continue our efforts to strengthen the CMIM and AMRO.

Ladies and gentlemen,

I would like to end today’s speech with a science fiction novel by Isaac Asimov. His novel “The Last Question” is set in the year 2061. One day, a scientist asks his super computer the last and final question of humankind. The question was: “How can the net amount of entropy of



the universe be massively decreased?” Entropy is a measure of chaos in a system. The super computer fails to answer the question. Time passes. But still, the super computer is not able to find the answer. Chaos continues to spread. Time passes again. Humans live for eternity and super computers obtain ultimate intelligence. The universe is still filled with chaos. Finally, the super computer finds the answer to the last question: “Let there be light.” And right then, the universe returns to order, as in the book of Genesis.

Today, we are living in an era of financial chaos. And we don't have clear answers yet. However, I strongly believe Asia could provide the answers and bring “light” to the global financial environment.

Thank you.

Asia's Role in Reviving Global Growth and Financial Stability

| *Choong-Soo Kim, Governor, The Bank of Korea* |

Good evening, ladies and gentlemen.

It is a privilege and a pleasure for me to speak here this evening. I am extremely grateful to Chairman SaKong for inviting me.

As we have just enjoyed some splendid food, to boost our health and energy, I hope that my address now may serve as substantial food for thought for everyone in this room. I may risk ruining your appetite for dessert and coffee, but being a central bank governor, as you know, it is my job to take away the punch bowl when the party gets going.

I would like to first briefly review recent economic and financial developments in the global economy, before addressing the challenges and opportunities faced by Asia in repositioning itself in the new global

financial scene.

I. Where do we stand?

After four years of financial turbulence and economic uncertainty, the global economy is still in trouble, despite some signs of recovery from the fallout of the global financial crisis. The global economic outlook is improving only slowly, and the pace of recovery is uneven across regions.

The US economy appears to have turned the corner, with improved risk appetite and real activities, while Asia is leading world economic growth, albeit at a level below its potential so far.

The euro area, on the other hand, has yet to escape the specter of its twin crises and stagnant growth. Given its sheer economic size and dominant share in global banking, the euro area has been a major source of risk to global growth and financial stability over the past two years or so.

The recent large-scale liquidity operation by the ECB, the so-called LTRO, has helped to calm the financial markets and stabilize sovereign debt dynamics, at least temporarily. The LTRO's purpose, as I understand it, is to buy precious time for the conduct of necessary fiscal reforms and bank restructuring.

Unfortunately, the positive effects of the LTRO seem to have been waning recently. The sovereign spreads of the highly-indebted countries

are on the rise again, while the abundant liquidity is being hoarded by banks amid little signs of increase in lending. I hope that the time bought by the ECB through the LTRO is used wisely, to put an end to the fiscal crises and the resulting financial instability.

A natural question at this juncture would be how to consolidate the financial gains achieved so far, and what to do to pull the world economy out of its current troubles. I think revisiting the dynamics of the global financial crisis, and the ensuing fiscal crises in advanced market economies—or AMEs in short—could offer us clues to help answer these questions.

II. Reversing the direction of real-financial and cross-border linkages

Let me be more specific.

Some eighty years of macroeconomic research and policy lessons guided us to the deployment of extraordinary monetary and fiscal stimulus measures in response to the global financial crisis, and these policies did pay off by enabling us to avoid another Great Depression. Success was short-lived, however, as the world economy instead fell into the Great Recession.

Adverse feedbacks through real-financial linkages triggered fiscal crises in AMEs, particularly in the euro area, which pose threats to global financial stability even today.

Despite their own sound fundamentals, meanwhile, emerging market economies—or EMEs in short—have become the hostages of cross-border linkages, both real and financial, as they have faced weak and highly uncertain external demand, sharp reversals in capital flows, and heightened foreign exchange market pressures.

As you may have noticed here, and as I should highlight now, there have thus been two types of linkages at the heart of the post-crisis economic and financial developments—real-financial linkages, and cross-border linkages. And the implication is that a global solution is necessary if we hope to return to a sustainable path of growth and financial stability.

We live now in an interconnected world. And in an interconnected world, stagnant growth and fiscal crisis occurring in one region is no longer an isolated problem of that region alone. Rather, it is a global problem that has far-reaching implications for other regions and, ultimately, for the world economy as a whole.

I believe that our search for a global solution to the problems we now face should begin with a focus on reversing the directions of these two types of linkages—so that in place of negative spillovers we instead see positive feedbacks. And in fact, powerful real-financial and cross-border linkages are a basis for positive feedbacks just as much as they are a vehicle of negative spillovers. I also believe that the role of EMEs—and particularly of emerging Asia—is of crucial importance in this regard.

Over the next several years at least, AMEs will find themselves constrained by limited policy space for dealing with macroeconomic

challenges. It would not be unreasonable to predict that, to put their public finances in order, AMEs will need to undergo periods of fiscal consolidation.

Monetary policy is also unlikely to offer more stimulus since policy interest rates remain near zero while major central banks' balance sheets are already over-stretched. New financial regulations are being implemented, with stronger standards applied to liquidity and capital requirements.

And while all of these developments are certainly conducive to financial stability, they are less conducive to growth—at least in the short run. Without growth, however, financial stability gains will likely prove elusive.

EMEs are in contrast doing better than AMEs in many respects, although their economic growth and financial stability have been adversely affected by developments in AMEs. Economic growth is yet to reclaim its pre-crisis level due in part to weak external demand, but it nonetheless remains modest. Inflation is well under control now.

In addition, EMEs have ample policy space, on both fiscal and monetary fronts, for use should adverse shocks occur. However, EMEs have been cautious in their macroeconomic management in consideration of the significant tail risks stemming from the euro area fiscal crisis, financial deleveraging, the high and very volatile price of oil, and other factors.

If you agree that my observations are accurate, I would like to suggest

the possibility of EMEs playing a role in reviving world economic growth and solidifying financial stability.

I believe EMEs' dynamic growth can also be a source of growth for AMEs, that is, relatively free from the vagaries of the Keynesian multiplier. And the higher and more sustainable growth in AMEs would then help AMEs to address their fiscal and financial challenges at lower costs.

To put this view in perspective, let me point out some numbers. In 2011, EMEs accounted for 53 percent of world GDP, and 70 percent of world economic growth. According to a recent study by the Bank of Korea, a one-percent increase in EMEs' GDP will boost AMEs' growth by 0.3 percentage point. The corresponding number for the contribution of AMEs to EMEs' growth is 0.4 percentage point.

This same study also shows that structural reforms can enhance growth in both groups of countries. Therefore, stronger autonomous growth by EMEs—driven by domestic demand—combined with structural reforms in both AMEs and EMEs, will clearly help maximize positive feedbacks that benefit all.

III. Challenges and opportunities for Asia

That said, the next question to ask is who should take the first step, to initiate the propagation of such positive feedbacks for growth. And I would argue that Asia—particularly emerging Asia—is well positioned for this job. Asia is large in economic size, represents the most vibrant

economic region in the world, enjoys high rates of savings, and has strong trade linkages to AMEs.

It is also the region with the greatest potential to grow through expansions in domestic demand. Asia, in short, has tremendous potential to lead world economic growth going forward.

But having great potential is only a necessary condition for Asia to become a source of positive feedbacks for growth. To realize this potential to the fullest extent, Asia needs to do much more on the financial front.

Asia is a region in which negative financial and real spillovers from AMEs are the norm rather than exceptions. Asia has been subject to volatile capital flows driven by global liquidity cycles. From the second quarter of 2008 to the first quarter of 2009, for example, foreign claims of the euro area and UK banks on Asian economies fell by around 37 percent and 21 percent, respectively (IMF, REO April 2012).

Asia's international trade and finance is invoiced and settled in dollars predominantly, and this results in currency and maturity mismatches. Risk management, however, except through the holding of large amounts of foreign reserves, remains relatively poor.

Finally, domestic financial markets in Asia are less developed, with only a limited capacity to create high quality safe assets. As a result, the high level of savings in Asia has been invested in foreign assets produced by AMEs.

These financial weaknesses and imbalances render Asia very vulnerable to global liquidity disruptions and market uncertainty. And it is more likely now than ever that the global financial market will continue to face significant tail risks, until the euro area finds its way out of the fiscal crisis.

Given this, Asia needs to be better prepared to deal with financial shocks of external origin. This would be Asia's biggest challenge should it endeavor to lead the world economy along a sustainable path of growth and financial stability.

The challenges before Asia are also opportunities for Asia, however. My view is that the next decade or so will prove to be a critical window of opportunity for Asia to upgrade its financial system so as to make it a new source of growth and strengthened financial stability.

Before concluding, let me briefly discuss what Asia should do to live up to such a vision.

First, Asia should push ahead with more financial liberalization and greater integration into the global markets. If we agree that the new global financial regulations will make cross-border capital flows less volatile, we should expect Asia to be able to reap the benefits of financial integration at lower risk.

Financial integration will bring new knowledge into our domestic financial markets and policy circles. Financial liberalization is also consistent with the changes in development strategy in Asia toward greater dependence on domestic demand than on exports.

Second, Asia should upgrade its domestic prudential regulations with newly developed macro-prudential frameworks that can address FX risk in particular. Macro-prudential policies should be employed rather than capital controls, which could prove highly distortionary and run counter to financial integration. And in this regard, Korea's recently implemented macro-prudential policies would be a good reference for many Asian countries.


Third, Asia should implement structural reforms—which can enhance its growth potential in the face of population aging, increase its labor productivity, and help to stimulate its domestic demand. Pension reform, for example, could help to reduce the unduly large precautionary savings in countries where income uncertainty is high. Increased labor market flexibility can meanwhile contribute to job creation and facilitate necessary economic adjustments.

IV. Concluding remarks

Now let me conclude.

We have already seen how the powerful real-financial linkages have led to output collapses in AMEs following the global financial crisis, and how they have driven the sovereign debt dynamics in the euro area to their critical limits.

We have also seen how cross-border linkages—both real and financial—have transmitted adverse shocks originating in AMEs to the shores of EMEs in a matter of months if not days.



But the directions of these linkages can be reversed, I believe—so that they facilitate not negative spillovers but positive feedbacks. I think exploiting the reversal of linkage effects should be the first step toward finding a global solution to the current economic and financial troubles that we all face. I also believe that Asia should be the region taking this first step, in light of its potential for doing so.

In the next decade or so, Asia will face greater challenges, but also greater opportunities, as it repositions itself in the new global financial scene. The primary task that remains is to seize this opportunity with courage.

Thank you.

한글 번역본

IGE/ADB/IF/KBFG 국제금융 컨퍼런스 “새로운 글로벌 금융환경과 아시아”

2012년 5월 17일

18:30-21:00	환영 만찬
	환영사 남중현 세계경제연구원 원장 만찬사 김중수 한국은행 총리

2012년 5월 18일

08:30-9:00	등록
09:00-10:00	개회식
	09:00-09:10 개회사 사공일 세계경제연구원 이사장 축사 임영록 KB금융그룹 사장
	09:10-09:25 기조연설 김석동 금융위원회 위원장
	09:10-09:25 특별연설 Stephen Roach 미국 예일대 교수 (전 Morgan Stanley 수석이코노미스트)
10:00-11:10	세션 1 세계경제와 아시아 금융시장의 현황과 과제
	사회 Hung Tran 국제금융협회 사무부총장
	발표 이창용 아시아개발은행 수석이코노미스트 토론 Andre Meier IMF 홍콩 사무소장 Shinji Takagi 일본 오사카대 교수 윤창현 한국금융연구원 원장

11:10-11:20	Break
11:20-12:30	세션2 유럽 국가채무 및 금융위기가 아시아 금융기관에 미치는 영향
	사회 유럽 국가채무 및 금융위기가 아시아 금융기관에 미치는 영향 발표 Hung Tran 국제금융협회 사무부총장 토론 Alessandro Leibold The Lisbon Council 수석이코노미스트 김준일 한국은행 부총재보 겸 수석이코노미스트
12:30-14:00	오찬
	오찬사 박재완 기획재정부 장관
14:00-15:10	세션3 G-SIFI의 영향과 시사점
	사회 이창용 아시아개발은행 수석이코노미스트 발표 Michael Taylor 금융안정위원회 자문관 토론 양원근 KB금융그룹 연구소 소장 Takashi Oyama 일본 농림중앙금고 회장 고문 Hung Tran 국제금융협회 사무부총장
15:10-16:20	세션4 아시아 금융협력의 미래: CMI 다자화의 향후 전망
	사회 박영철 고려대 석좌교수 발표 최종구 기획재정부 국제경제관리관 토론 Benhua Wei ASEAN+3 거시경제연구소 소장 Masahiro Kawai 아시아개발은행연구소 소장 Andre Meier IMF 홍콩 사무소장
16:20-16:30	Break
16:30-17:30	종합토론
	사회 사공일 세계경제연구원 이사장 토론 Masahiro Kawai 아시아개발은행연구소 소장 박영철 고려대 석좌교수 이창용 아시아개발은행 수석이코노미스트 Hung Tran 국제금융협회 사무부총장 Alessandro Leibold The Lisbon Council 수석이코노미스트

김석동 금융위원회 위원장

재정경제부 차관보, 금융위원회 부위원장 등 한국 정부에서 여러 요직을 거쳤으며 농협경제연구소 대표도 역임했다.

김준일 한국은행 부총재보, 수석이코노미스트

한국은행 수석이코노미스트를 겸하고 있다. IMF 조사국 부과장과 한국개발연구원 선임연구원을 역임했다.

김중수 한국은행 총재

한국개발연구원장, 주OECD 대사, 한림대 총장, 대통령실 경제수석비서관 등을 역임했다.

남종현 전 세계경제연구원 원장

한국개발연구원의 수석연구원을 지냈으며, 고려대학교 정책대학원 원장을 역임하였다. 현재 고려대학교 경제학 명예교수이다.

다카시 오야마 Takashi Oyama 일본 농림중앙금고(Norinchukin Bank)

회장 고문

농림중앙금고의 국제 금융규제 관련 사안에 대한 자문을 맡고있다. 그 이전에는 일본 중앙은행에서 다양한 요직을 역임했다.

마사히로 카와이 Masahiro Kawai 아시아개발은행연구소(ADB) 소장
아시아개발은행 총재 특별고문, 일본 동경대 교수, 미국 존스홉킨스
대 조교수, 세계은행 동아태지역 수석이코노미스트를 역임했다.

마이클 테일러 Michael Taylor 금융안정위원회(FSB) 자문관
금융안정위원회 자문관을 맡고 있으며 국제적으로 저명한 금융 안정
및 규제 분야의 오피니언 리더이다. 그 이전에는 학계, 언론계, 중앙은
행, 국제 금융기관 등에서 일했다.

박영철 고려대 석좌교수
국제금융 분야에서 권위를 인정받는 학자이자 대통령경제수석비서
관, 국민경제자문회의 위원, 외교통상부 대외경제통상대사, 한국외환
은행 이사회 회장 등을 역임했다.

박재완 기획재정부 장관
대통령실 정무수석비서관, 국정기획수석비서관, 고용노동부 장관, 제
17대 국회의원과 성균관대 행정학 부교수를 역임했다.

변화 웨이 Benhua Wei 아세안+3 거시경제감시기구(AMRO) 소장

아세안ASEAN+3 국가들의 거시경제 상황과 재무건전성을 감시하고 금융 취약점을 평가하는 아세안+3 거시경제감시기구의 총책임자이다. 중국 국가외환관리국 부국장을 역임했으며 중국인민은행 국제부에서도 일했다.

사공일 세계경제연구원(IGE) 이사장

1993년 비영리 연구기관인 세계경제연구원을 설립한 후 이사장 직을 수행하고 있다. 재무장관, 2010년 서울 G20 정상회의준비위원장, 국가경쟁력강화위원장, 대통령 경제수석비서관, 무역협회장, 한국개발연구원 부원장, 부총리 겸 경제기획원 장관 자문관 등 요직을 역임했다.

송경진 세계경제연구원(IGE) 부원장

서울 G20정상회의준비위원회 위원장 특별보좌관을 지냈으며 재정경제부 외신대변인과 국제노총(ITUC) 아태지역 노동권실장 및 여성국장을 역임했다.

스티븐 로치 Stephen Roach 예일대 교수

모건 스탠리Morgan Stanley 아시아 회장, 수석이코노미스트 등 요직을 역임했고 중국전문가로 널리 알려져 있다.

신지 다카기 Shinji Takagi 일본 오사카대 교수

1990년부터 오사카대 경제대학원 경제학을 가르치고 있다. IMF 이코노미스트, 일본 재무부 선임 이코노미스트, 예일대 경제학 방문교수 등을 역임했다.

알레산드로 레이폴드 Alessandro Leipold 리스본카운슬 수석이코노미스트

국제경제와 재정, 금융 분야에서 다양한 경력을 보유하고 있다. EU 관련 기관들에서 여러 요직을 맡았고 2008년 말까지 IMF 유럽국 국장대행을 역임했다.

안드레 마이어 Andre Meier IMF 홍콩사무소 소장

2011년 6월부터 IMF 홍콩사무소를 총괄하고 있다. 그 이전에는 키프로스, 노르웨이, 터키, 영국 담당 경제 협력관 등 다양한 IMF 임무를 수행했다.

양원근 KB금융그룹연구소 소장

한국산업은행의 자회사인 대우증권 상임고문과 우리은행 상근감사위원을 역임했다.

윤창현 한국금융연구원 원장

서울시립대 경영학부 교수, 국민경제자문위원회 위원, 대통령직속 사회통합위원회 위원, 동반성장위원회 위원 등을 겸하고 있다.

이창용 아시아개발은행(ADB) 수석이코노미스트

2010년 서울 G20 정상회의 준비위원회 기획조정 단장 겸 서파, 금융위원회 부위원장, 한국증권선물위원회 위원장을 역임했다. 또한 서울대 경제학 교수와 미국 로체스터대 경제학과 조교수도 역임했다.

임영록 KB금융그룹 사장

재정경제부 제2차관, 경제협력국장 등 한국 정부에서 여러 요직을 역임했다.

조윤제 서강대 교수

대통령 경제보좌관, 주영국 대사, 조세연구원 부원장, 경제부총리 자문관과 재정경제부 장관 자문관을 역임했다.

최종구 기획재정부 국제경제관리관(차관보)

금융위원회 상임위원, 국가경쟁력강화위원회 추진단장 등 재정경제부에서 여러 요직을 역임했다.

형 트란 Hung Tran 국제금융협회(IIF) 사무부총장

국제금융협회의 자본시장 및 신흥시장정책 담당 실장 및 고문을 역임했다. 그 이전에는 IMF 통화자본시장국 부국장, 런던 라보은행 Rabobank International 사무총장, 수석이코노미스트, 국제연구책임자 등을 역임했다.

| 송경진 세계경제연구원 부원장 |

2008년 글로벌 금융위기의 여파와 지속되는 유럽 금융시장과 국가 부채 위기로 세계경제에는 많은 불확실성이 있습니다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 국제사회는 G20 주도 하에 금융안전망과 방화벽 설립에 적극 힘써왔습니다. 이는 향후 대규모 금융위기의 예방과 관리를 더욱 효과적으로 하기 위함입니다.

이처럼 장기화된 글로벌 문제와 급격히 변화하는 글로벌 금융규제 환경은 의심할 여지없이 세계경제는 물론 특히 아시아 경제와 금융시장에 주요한 시사점을 던져주고 있습니다. 따라서 아시아의 정책 입안자들과 금융기관들이 하방리스크를 더 잘 헤쳐 나가려면 새로운 도전을 충분히 이해하고, 이에 대한 정책대안을 모색하며 적절한 역내 금융협력 메커니즘을 마련하는 것이 매우 중요합니다.

이에 세계경제연구원 IGE은 아시아개발은행 ADB, 국제금융협회 IIF, KB금융그룹과 함께 “새로운 글로벌 금융환경과 아시아”를 주제로 하는 국제금융 컨퍼런스를 개최했습니다. 네 개의 세션과 특별세션, 그리고 종합토론으로 구성된 컨퍼런스는 지금의 글로벌 경제와 금융의 발달이 아시아의 경제·금융 기관과 국가, 지역, 국제적으로 정책형성 및 시행에 미치는 영향에 중점을 두었습니다. 네 세션은 구체적으로 1)세계경제와 아시아 금융시장 현황과 과제, 2)유럽 국가채무와 금융위기가 아시아 금융기관에 미치는 영향, 3)G-SIFI의 영향과 시사점, 4)아시아 금융협력의 미래와 CMI 다자화 전망을 다루었습니다.

특별세션: “무역불균형을 해소할 절호의 기회”

스티븐 로치 Stephen Roach 미국 예일대 교수이자 전 모건스탠리 수석 이코노미스트는 심각한 글로벌 불균형이 지난 30년 간 발생한 주요 위기 대부분의 가장 중요한 요인 중 하나라고 주장했습니다. 한 나라의 저축과 투자 균형의 가장 폭넓은 척도인 경상수지 동향에 관한 연구를 통해 다음과 같은 결론을 내렸습니다.

첫째, 지난 15년간 글로벌 불균형은 더욱 악화되었습니다. 게다가 IMF는 향후 3년간 세계 GDP의 약 4퍼센트 수준으로 평정될 것으로 예측했습니다. 둘째, 미국이 적자의 압도적인 요인입니다. 셋째, 흑자는 중국, 일본, 독일, 그리고 산유국들에 집중되어 있습니다. 지속적이고 우려되는 불균형의 영향을 평가할 때 글로벌 거시경제 방정식의 수요와 공급 양 측면에서 작용하는 힘을 이해하는 것이 중요하며, 일본 같은 대차대조표 불황의 초기 단계에 있는 미국 소비자들이 수요를 지배하고 있다고 주장했습니다.

또한, 불균형에 의해 초래된 가장 우려되는 리스크 중 하나로 선진국의 국가 채무과잉을 지적하고 있습니다. 그러나 아직 국가 채무과잉이 발생하지 않았다는 사실과 그 결과는 매우 끔찍할 것이라는 사실이 위조된 안일함 *complacency* 을 만들었다고 주장합니다. 또 다른 리스크로 미·중경제관계 손상 가능성을 꼽습니다. 이 점과 관련해 로치 교수는 미·중관계를 위협이 아닌 기회로 보아야 하며, 중국이 소비를 통한 성장을 장려하고 있는 만큼 미국은 인민폐의 부적절한 고정환율에 대한 토론보다는 이 기회를 활용해 중국 내 미국 회사들의 공정한 비즈니스 기회 보장에 집중해야 한다고 제안했습니다.

로치 교수는 자산 버블과 신용 버블에 의거한 지속 불가능한 변영의 위험성과 규제당국자와 정책결정자들이 세계경제를 이념적 틀에 가둘 위험성에 대해 경고하며, 선진국의 소비 감축과 개발도상국의 소비 확대를 통한 글로벌 재균형의 즉각적인 시발을 촉구했습니다.

세계경제와 아시아 금융시장의 현황과 과제

이창용 아시아개발은행 수석이코노미스트는 아시아의 금융발달은 아직 초기단계에 있다고 주장했습니다. 아시아는 세계 GDP 약 35%를 생산하고 있지만 글로벌 금융 총 자산의 24%만을 차지하고 있으며, 그나마도 일본을 제외하면 반으로 줄어든다고 지적하면서 이는 아시아가 상당히 뒤쳐져 있음을 보여준다고 설명했습니다. 또한 이러한 연유로 글로벌 체제적으로 중요한 금융기관 G-SIFs 29개 중 단 4개만이 아시아에 있으며, 국제 금융기준 설립 기구에도 아시아의 대표성이 떨어진다고 지적했습니다. 아시아의 발전에도 불구하고 지나친 달러 의존도는 유동성, 환율변동, 그리고 무역금융 등에 있어 문제를 초래해왔으며, 이는 아시아 국가들의 거시경제 실적과 신용등급 간 비연관성

을 부분적으로 설명한다고 지적했습니다. 이러한 이슈들을 다루기 위한 역내 안전망으로서 강화된 CMI 다자화를 환영하면서 한편 유로존 위기 같은 글로벌 경제 혹은 지역 전반에 걸친 충격이 있을 경우 CMI 다자화가 효과적이지 못할 것이라고 언급했습니다. 규제, 감시, 투명성 강화를 포함한 제도 개혁의 중요성을 강조하면서, 역내 무역결제에 사용되는 통화 다변화를 통해 아시아의 달러 의존도를 줄이고 선진경제 금융중개기관에 대한 의존도를 줄이기 위한 제도 개혁 시행 및 역내 통합 심화를 제안했습니다. 또한 이는 자본 발달을 지원하고, 대형 아시아 금융기관의 설립을 촉진하며 국제사회 관련 논의에서 아시아의 발언권을 확대할 것으로 보았습니다.

신지 다카기 Shinji Takagi 일본 오사카대 교수는 이창용 박사가 언급한 아시아는 역내보다 세계와 금융통합이 더 잘 되어있다는 평가에 동의하며, 아시아로의 글로벌 민간자본 유입에 관해 첫째, 아시아는 대외 자산보다 대외부채가 더 많으며, 둘째, 대부분의 유입이 외국인 직접투자(FDI)의 형태라는 점을 강조했습니다. 또한 이러한 점에서 역내 금융통합을 심화하기 위한 적절한 정책 행동을 취할 수 있다고 주장했는데, 이는 첫째, 역외 민간 자산을 축적하기 위해 민간 자본 유출이

자유화되어야 하고, 둘째, 아시아 국가들의 법 제도에 대한 외국 투자자들의 낮은 신뢰도 때문에 FDI 형태가 많은 만큼 법적 인프라가 강화되어야 한다는 것입니다. 다카기 교수는 장벽을 없애고 더 나은 제도를 갖춘다면 역내 금융거래가 더욱 활발해질 것이라고 결론지었습니다.

안드레 마이어 Andre Meier IMF 홍콩사무소 소장은 아시아가 최근 몇 년간 서방국가들에서 시작된 큰 격변으로부터 빠른 회복력을 보이고 있지만 아직 유럽 은행의 긴축, 가변적인 자본 흐름, 무역 연계, 그리고 신뢰도 상실과 같은 다양한 경로를 통해 유로 위기의 부정적 여파에 노출되어있다고 주장했습니다. 지금까지는 역내 은행과 채권시장의 충분한 유동성 공급 덕분에 유로 위기의 전반적인 영향은 제한되어 있었지만 장기 대출시장은 명백히 영향 받고 있다고 설명했습니다. 그럼에도 금융 발전의 속도나 규모보다는 질을 강조하며 아시아 정책 입안자들이 경제 전체의 대차대조표 건전성에 주의를 기울이고 건전한 감독을 늘려야 한다고 촉구하고 있습니다.

윤창현 한국금융연구원 원장은 한국 금융시장에는 한국 은행들의 높은 달러 의존도로 인해 한국 기업들이 한국 은행에 예금하지 않는다는 복잡한 문제가 있다고 지적하면서 이는 한국 은행의 성장을 저

해한다고 주장했습니다. 한국 은행들이 글로벌 금융기관들과 어깨를 나란히 하기 위해서는 따라잡을 여지가 많다면서, 이에 관해 한중일 3국간의 협력기관인 베세토(BESETO, 베이징·서울·도쿄)의 설립이 도움이 될 것이라고 전망했습니다.

유럽 국가채무 및 금융위기가 아시아 금융기관에 미치는 영향

형 트란(Hung Tran) 국제금융협회 사무부총장은 유럽부채위기 및 구조조정이 세계경제와 금융시장에 미치는 영향에 대한 다섯 가지 논평을 했습니다. 첫째로, 이번 유럽부채위기는 여러 고소득국가들이 연계된 최초의 부채위기입니다. 그러한 국가들의 국채에 신용리스크와 손실이 있다는 사실이 건전성과 유동성의 이유로 안전 자산을 보유하는 현대 금융과 자산의 값을 정하기 위해 벤치마크를 활용하는 현대 재무의 기반을 약화시키고 있습니다. 둘째로, 국가 채무자들이 외환과 통화정책을 통제할 수 없다는 사실은 예산적자 감축을 완충하는 양적 완화와 평가절하 대신 재정통합에 더해 긴축 대책을 초래했고 이는 재정 상황을 더욱 악화시켰습니다. 예를 들면, 그리스의 GDP가 18%

위축되었고 불가능해 보이지만 격차를 완벽히 반전시키려면 20%가 더 필요하다는 것입니다. 셋째, 어떠한 정책이든 장기간 효과를 갖기 위해서는 유럽연합이 통화동맹을 뒷받침할 재정동맹 절차를 맺던지 좀 더 자연스러운 최적통화권(optimum currency area)으로 축소되어야 한다고 주장했습니다. 넷째로, 방화벽은 유동성에 기반하고 있다며, EFSF, ESM, SMP, ELA, TARGET2, LTRO1,2,3같이 현존하는 방화벽의 역할에 대한 의문을 제기함과 동시에 단기 유동성 공급은 문제해결책이 아니라고 주장했습니다. 마지막으로, 원칙을 따르지 않고 정치문제가 되어버린 그리스 국채교환 프로그램 PSI의 협상과정 때문에 실용적 해결방안을 찾는 것이 지체되었다고 설명합니다.

또한 국채시장의 문제를 안정시키는 것이 매우 힘들기 때문에 여러 다양한 문제들 중에서도 유럽중앙은행 ECB, 유럽 국가들의 중앙은행과 유럽투자은행 EIB에 예속되는 것은 문제가 있다고 지적했습니다. 유럽위기로 인해 유로존 은행 대출이 약 2500억 달러 감소하고, 무역 금융은 10-12% 감소했으며 세계 무역규모가 2010년 13.8%, 2011년 5%, 그리고 올해 3.7%로 줄어들고 아시아 수출이 대폭 둔화되며 불가피하게 한국과 중국에 타격을 주는 등 은행 자금조달시장, 투자 흐름,

무역흐름과 관련해 세계와 아시아의 경제 및 금융시장이 영향을 받았다고 설명했습니다.

마지막으로 그리스가 국가부도 default 를 맞이한다면 재정적 여파가 스페인, 포르투갈, 그리고 이탈리아까지 확산될 것이라면서, 유럽은 비난 속에서 유럽통합의 전환을 볼 것이며 유로존은 확대된 독일 마르크 블록 Deutsche mark bloc 으로 축소될 수 있다고 추측했습니다.

리스본 카운슬 The Lisbon Council 수석이코노미스트인 아레산드로 레이폴드 Alessandro Leipold 는 유럽이 더 높은 방화벽을 설치함으로써 위기전파를 효과적으로 차단할 수 있다는 유럽연합 EU 지도자들의 주장에 동의하지 않았습니다. 그 이유로 우선, 유럽안정기구 ESM 의 대출한도는 5천억 유로에서 늘지 않았고, 유럽안정기구 조약에서 불입자본이 용자잔고의 최소 15%를 구성하도록 규정했기 때문에 이 5천억 유로조차 대출할 수 없다는 점을 들었습니다. 그리고 현 방화벽이 전부 동원된다 해도 유로지역의 위험을 모두 막을 수는 없다고 덧붙였습니다. 현재 중요한 위험은 주변 국가에서 일어날 수 있는 대규모 예금인출사태라면서, 유로 프로젝트의 무질서한 해체는 모두가 생각조차 하기 싫은 충격적인 일이 될 것이기 때문에 대규모 예금인출사태에 대

한 유일한 대응책은 유럽중앙은행의 전면 개입이라고 주장합니다. 그 대신, 유럽의 정책조합 균형을 재조정함으로써 질서 있게 일을 진행할 수 있다고 제안했습니다. 마지막으로 유로존을 살리려면 전면적인 재정연방주의나 동맹이 필요하다면서, 그것이 실현가능해질 때까지는 취약국가인 그리스와 그리스 탈퇴 가능성에 대한 의문이 끊이지 않을 것이라고 주장합니다.

김준일 한국은행 부총재보는 첫째, 유럽의 GDP 대비 국가부채비율 증가, 둘째, 유럽 국가와 은행 간 연결고리 강화, 셋째, 은행 디레버리징이 실물경제에 나쁜 영향을 미칠 가능성, 그리고 넷째, 투자 보호에 있어 신용부도스와프 계약의 유용성 등에 대한 관찰과 의견을 바탕으로 유럽 위기가 아시아 금융기관에 단기간에 미치는 영향은 아시아 시장에서 외환유동성의 붕괴, 아시아 수출 감소, 자금조달 비용 증가와 같은 형태로 나타난다고 주장합니다. 또한 장기간에 걸쳐 유럽 은행들의 비즈니스 모델 변화에 따라 아시아의 무역금융과 프로젝트 금융이 어려워질 것이고, 아시아 은행들이 안전자산 부족으로 자금조달에 제약을 받게 될 수 있으며, 아시아 은행들은 외환유동성에 대한 완충제를 더 확대해야 할지도 모른다고 덧붙였습니다.

G-SIFI의 영향과 시사점

마이클 테일러 Michael Taylor 는 먼저 금융안정위원회 FSB 의 역사와 임무를 소개하고 있습니다. 특히, 금융안정위원회의 임무는 크게 글로벌 금융 시스템에 영향을 미치는 취약점 평가, 다양한 기준제정기관 활동 조정, 그리고 정책이행 모니터링으로 나누어진다고 설명합니다. “대마불사 too big to fail ” 문제를 다루는 데에 있어 G-SIBs가 높은 손실흡수력을 가질 수 있도록 그들을 정의, 규제, 감독하는 것 외에 국민들이 손실에 노출되지 않고 금융기관의 정리를 보장하는 효과적인 정리제도의 확립이 중요하다고 덧붙였습니다.

또한 아시아에 G-SIBs가 단 4개뿐이라는 것은 아시아 국가들이 매우 큰 우발부채를 안고 있지 않다는 뜻이므로 오히려 반겨야 할 일이라고 주장하고 있습니다. 대형시장은 좋은 방향으로 힘이 될 수 있지만 대형기관은 문제를 야기할 수 있으니 이 둘을 혼동하지 않아야 한다고 덧붙였습니다. 끝으로, 현재 서구는 아시아가 1990년대 아시아 금융위기 이후 경험했던 체질 강화의 과정을 거치고 있고, 서구의 정책입안자들은 금융시스템을 전통 금융방식으로 되돌리려 하고 있다

고 인정하며 아시아는 서구의 실패를 타산지석으로 삼아야 한다고 강조하고 있습니다.

양원근 KB금융그룹연구소장은 최근 글로벌 금융위기로 인해 2009년부터 G-SIBs의 자산 규모가 상당히 줄었다고 언급하며 향후 몇 년간 바젤 III^{Basel III}와 유럽중앙은행의 규제 때문에 더 줄어들 것으로 보인다고 주장하고 있습니다. 유럽 은행의 디레버리징 충격은 피할 수 없을 것이나, 아시아 외환시장은 6조 달러에 달하는 역내 외환보유고 덕분에 전반적으로 안정적인 것으로 보입니다. 막대한 역내 외환보유고는 글로벌 금융 불안정에서도 아시아를 보호해줄 것입니다. 한국 은행들의 실적 향상과 외국 단기자금 비율을 줄여 외국 통화 유동성 위험을 감소시키려는 노력을 언급하며, 현재 전체 5%도 채 안 되는 한국 은행들의 해외 운용을 확대하는 것은 외환관리뿐 아니라 자산 성장에도 중요하다고 강조하고 있습니다.

다카시 오야마 Takashi Oyama 일본 농림중앙금고 Norinchukin Bank 회장 고문은 G-SIBs 운용의 부정적 외형의 내면화는 G-SIBs의 탄력성을 높이고 G-SIBs 실패의 잠재적인 부정적 영향을 감소시킬 수 있지만 도덕적 해이와 체제적인 위험을 증가시킬 수도 있다고 주장했습니다.

예금자들과 시장참여자들은 은행이 G-SIBs로 지정되면 ‘대마불사’가 된다는 인식을 가지고 있고 이는 그 은행이 경쟁 우위를 점할 수 있게 해준다고 주장합니다. 그렇지만 G-SIBs가 되면 체제적 부담금(system surcharge)을 안게 되고 은행과 시장 간의 상호연관성 분석을 위해 보고 요구조건이 많아진다고 언급했습니다. 이러한 G-SIBs의 왜곡효과에도 불구하고 장점도 있습니다. 회복계획을 마련하면서 위기관리를 이사회 수준의 정책결정에 포함할 수 있고 은행 경영진이 조직의 구조, 핵심 사업, 그리고 조직의 체제적 기능에 대해 다시 생각할 수 있게 해줍니다. 아마도 시장에서는 아시아의 비G-SIBs가 G-SIBs 프레임워크를 모방하도록 요구할 것이라고 언급하며 그런 경우, 아시아 은행은 많은 자본을 가지고 있기 때문에 위험관리 강화가 자본 부가 충족보다 더 중요하다고 주장하고 있습니다.

형 트란 국제금융협회 사무부총장은 G-SIBs의 규제가 의도하지 않은 결과를 야기하며 이는 은행 디레버리징을 심화시키고 침체된 경제 성장에 일조한다고 주장하고 있습니다. 첫째, G-SIBs로 지정된 은행들은 시장에서 “대마불사”로 인식되어 시장 및 자금조달에 더 유리합니다. 이 같은 점을 규제 개혁을 통해 바꾸려고 시도합니다. 체제적

중요도를 결정하는데 간단히 점수를 매기는 것은 위험에 민감하지 못하고 결과를 왜곡할 수도 있습니다. 예를 들어, 규모, 국경간 활동, 익스포저는 함께 움직이는 경향이 있는데 이들의 점수를 따로 매긴다면 이중계산(double counting)이 될 수 있습니다. 이러한 접근방법은 국경간 자금 흐름을 방해해 은행 디레버리징을 돕게 될 것입니다. 특히, 무역 금융에 대한 바젤 III의 처리가 부채성비율 계산에 미치는 부정적 영향에 더해 무역금융 흐름을 방해할 수 있습니다.

아시아 금융협력의 미래와 CMI 다자화의 전망

최종구 기획재정부 국제경제관리관은 아시아 국가들이 내수보다는 수출 의존도가 높고 기축통화의 부재로 경기 순환 변화, 환율 변동, 선진국 자본의 유출입과 같은 외부요인에 취약하다고 주장합니다. 1990년대 후반 아시아 금융위기 이후, 아시아 국가들은 IMF 같은 국제 금융안전망과는 별도로 역내 금융안전망과 지역 금융협력의 필요성을 깨달았다고 설명합니다.

그 결과, 2000년 최초의 역내금융안전망인 치앙마이 이니셔티브

CMI가 수립되었고 2010년 CMI가 다자화되었습니다. 마찬가지로, 2011년 CMI 다자화의 기능을 지원하고 효율성을 높이기 위해 역내감시기구인 아세안+3 거시경제감시기구AMRO를 발족했습니다. 몇몇 논문은 CMI 다자화가 대출 결정의 공정성과 대출 속도에서는 IMF보다 높거나 동일한 수준이라고 밝혔습니다. 하지만 CMI 다자화는 분석 전문성, 감시 및 집행 기구, 정보 접근성이 상대적으로 취약하므로 아직 개선의 여지가 남아있습니다. 또한 회원국 경제와 무역 규모에 부합하는 규모 확대, 관대함의 오류의 가능성, AMRO와 CMI 다자화가 분리되어 있다는 사실을 포함한 여러 한계점들을 지적했습니다.

이러한 한계를 넘기 위해 CMI 다자화와 AMRO를 통합해야 한다고 제시했습니다. 그리해 설립된 포괄적이고 독립적인 기구는 더욱 객관적인 경제정책 평가와 대출조건 부여가 가능하게 할 것입니다. 그리고 기구 설립의 장애물로 정치적 요인, 설립에 따른 초기 출자 부담과 막대한 자본금 관리에 필요한 전문성의 부족이 있으며, 이를 극복하는데 시간이 필요하므로 CMI 다자화 운영과 AMRO 역량 배양에 있어 경험 축적에 초점을 맞춰야 한다고 권고했습니다.

번화 웨이 Benhua Wei AMRO 소장은 CMI 다자화의 배가를 환영하면

서도 아세안+3 13개국의 GDP 대비 1.8%인 규모는 여전히 위기 예방과 관리의 임무를 수행하기에는 미약하므로 CMI 다자화는 더 확대되어야 한다고 강조했습니다. CMI 다자화가 아직 검증되지 않았다는 사실 때문에 CMI 다자화의 임무 지원을 위해 AMRO의 강한 역량 강화의 중요성을 강조하고 아세안+3 국가들에게 재정적 지원을 요청했습니다.

마사히로 카와이 Masahiro Kawai 아시아개발은행연구소 ADBI 소장은 아세안+3 국가들이 AMRO 지원 확장, 다른 국가들의 정책을 논의하는 아세안+3 국가 간 동료검토 peer review 절차 개발, CMI 다자화 규모 확대, 대출 한도 증가, 그리고 CMI 다자화의 독립을 제안했습니다. 위기 예방과 관리를 위해 IMF와의 협력도 중요하다고 인정하면서도 AMRO의 역량 강화와 IMF로부터의 CMI 다자화 독립을 통한 실질적인 아시아통화기금 AMF의 설립을 강조했습니다.

안드레 마이어 IMF 홍콩사무소장은 대부분의 아시아 국가는 외부 충격에 대비해 막대한 외환보유고와 수요증가를 위한 재정·통화 정책의 여지 같은 완충장치가 있다고 언급했습니다. 또한, 역내 및 글로벌 금융안전망은 CMI 다자화 확대와 더욱 강력한 글로벌 방화벽 설

립을 위한 IMF의 노력으로 강화되었습니다. 마지막으로, 아시아 금융 시장의 현재 구조와 장기 잠재력에 대해 생각해 보는 것이 중요하다고 강조하면서, 이를 위해 국가들이 역내 금융통합을 확대하는 한편 추가 발전 여지를 유지해야 한다고 제안했습니다.

종합토론

종합토론은 지역과 글로벌 금융안전망에 중점을 두었습니다. 사공 일 세계경제연구원 이사장은 지역 금융안전망인 CMI 다자화는 IMF와 상호보완적이어야 하며 IMF의 축적된 경험과 전문성을 잘 활용해야 한다고 주장했습니다. 이런 연유로, IMF를 더욱 신뢰할 수 있고 정당한 다자기관으로 만드는 지배구조 개혁을 촉진해야 함을 제안했습니다. 또한 CMI 다자화가 임무를 수행하기 위해서는 AMRO가 빠른 시일 안에 국제기구로 격상되어야 하며 CMI 다자화를 지원해 역내 거시경제 감시 임무를 수행할 수 있도록 강화되어야 한다고 언급했습니다.

이창용 아시아개발은행 수석이코노미스트는 CMI 다자화가 IMF 대 출처럼 낙인효과(stigma effect)를 내포하고 있을 가능성을 경고하며 이를

방지하기 위해 평상시에 사전자격심사 목록 기준을 마련하고 여러 나라에 동시다발적 대출을 제안하는 것을 제의했습니다.

리스본 카운슬 수석이코노미스트인 아레산드로 레이폴드는 현재 아시아를 2008년의 유럽과 비교하며 이 둘의 중요한 차이점은 아시아가 2008년 금융위기를 겪으며 국제적 지위를 굳건히 하고 위기 예방 및 관리 기구를 세워 부정적 충격에 대비했다는 점이라고 주장했습니다. 아울러 역내위기는 자가구조 *self-rescue*가 어려우므로 다자주의를 통해 역내 금융안전망을 보충해야 함을 이해하고 지나치게 많은 위기 관리자의 생성을 피하기 위한 업무방식을 마련하고 위기관리의 지나친 정치화를 피함으로써 아시아가 유럽의 실패를 되풀이하지 않도록 주의할 것을 주문했습니다.

박영철 고려대 교수는 글로벌금융시장이 단단히 통합돼 있으므로 CMI 다자화는 IMF와 상호보완적인 역할을 해야 한다고 주장했습니다. 일본과 중국이 많은 일에 합의하지 못했다는 점을 지적하며, 새로운 지역통화단위를 만드는 일이든지 혹은 CMI 다자화를 더 효과적인 유동성 대비책으로 만드는 일이든지 간에 아세안+3 국가들이 협력하려면 이 문제를 해결할 방안부터 찾아야 한다고 제의했습니다.

마사히로 카와이 아시아개발은행연구소 소장은 경쟁상대의 존재는 관련된 다자화기구의 역량을 확대하므로 IMF와 경쟁하는 아시아 통화기금을 설립해야 한다는 주장을 반복했습니다.

끝으로, 사공일 이사장은 IMF 내 지분이 낮은 아시아 국가들이 협력해 목소리를 높이고 국제적으로 중요한 이슈들이 아시아 지역뿐 아니라 전체 글로벌 커뮤니티에 득이 되는 방향으로 리더십을 발휘하도록 강조했습니다. 또한, 그들과 우리를 나누는 사고방식을 조심하고 현실적이고 실용적인 태도를 취할 것을 주문했습니다. 글로벌 및 역내 금융안전망을 굳건히 설립하는 것의 중요성을 고려해 이 주제만을 다루는 별도의 국제 컨퍼런스 개최를 제안했습니다.

교훈을 얻는 것이 중요하다

| 사공일 세계경제연구원 이사장 |

김석동 위원장님, 임영록 사장님, 스티븐 로치 Stephen Roach 교수님, 토론에 참여하시는 여러분과 내외 귀빈 여러분, 먼저 이 컨퍼런스의 공동 주최자인 세계경제연구원 IGE, 아시아개발은행 ADB, 국제금융협회 IIF와 KB금융그룹을 대신해 참석해주신 모든 분께 감사의 말씀을 드립니다. 또한 이 자리를 마련하는 데 아낌없는 도움을 주신 KB금융그룹과 KB금융공익재단에 감사드립니다.

현재 세계 경제는 유럽의 경기침체로 여전히 불확실한 상황에 있습니다. 지금 유럽 문제의 핵심에는 EU 전체 GDP의 2% 정도를 생산하는 인구 1,100만의 비교적 작은 그리스의 경제가 있습니다. 이는 우리가 살고 있는 세상이 얼마나 깊게 통합되어 있는지 다시금 깨닫게 해 줍니다.

현재 유럽의 문제는 단순한 긴축 대 부양의 단기 정책 문제의 범위를 넘어서고 있습니다. 이 문제의 핵심은 정치적, 재정적 동맹이 없는 통화동맹의 구조입니다. 현재 EU의 약한 통치체제와 리더십을 감안할 때 이 근본적 문제는 가까운 미래에 해결되기 어려울 것으로 보입니다. 그런 이유만으로도 세계경제의 불확실성은 당분간 계속될 수 있습니다.

당분간 유럽과 전 세계는 금융안전망과 방화벽 강화, 달리 표현하자면, 혹시 있을 수 있는 파급효과의 최소화와 금융부문 개혁 지속에 더 많은 시간과 자원을 쏟아야 할 필요가 있습니다.

현재 유럽의 문제는 국가부채와 금융위기라는 두 가지 문제의 관점에서 볼 수 있습니다. 이 문제의 금융위기적 측면은 더 높은 금융방화벽과 근본적인 금융부문 개혁을 요구합니다.

모두 아시다시피 국제 사회는 2008년 리먼 브라더스(Lehman Brothers)의 파산 이후 글로벌 금융 안정을 확보하기 위해 새로운 금융규제체제를 마련해오고 있습니다. 그 일환으로 금융안정화포럼(FSF)은 G20의 리더십 아래 회원국과 임무가 늘어난 금융안정위원회(FSB)로 확대되었습니다. 그 중 몇 가지 예를 들자면, 2013년부터 단계적으로 적용될 자본 및 유동성에 관한 새로운 규제인 바젤(Basel) III가 이미 도입되었습니다. 금융안정위원회는 29개 은행을 '글로벌 체제적으로 중요한 금융기관(G-SIFIs)'으로 선정했습니다. IMF의 금융안전망 제도도 확대, 강화되었습니다.

아시아에서는 1990년대 후반 아시아 금융위기 이후 설립된 치앙마

이 이니셔티브 CMI가 다자화 협정을 통해 다자화되었습니다. 미국에서는 일명 볼커룰 Volcker Rule 을 포함하는 도드 프랭크법 Dodd-Frank Act 이 도입되었고, 유럽에서는 유로안정화기구 ESM 가 설립되었습니다. 최근 유럽의 정치 지도자 교체에 따라 금융거래세 financial transaction tax 는 어떤 형태로든 실현될 것으로 보입니다.

이러한 개혁에 더해 최근 JP모건체이스 Morgan Chase 의 대규모 거래 손실은 볼커룰 강화같이 더욱 강력한 금융규제개혁의 재조명에 박차를 가하고 있습니다. 볼커룰이 이미 시행되었더라도 같은 사건의 예방 여부에 대해서는 논쟁의 여지가 남아있습니다.

당연히 이러한 변화는 국제금융시장과 기관에 중대한 영향을 미칠 것입니다. 아시아의 금융기관들도 예외는 아닙니다. 아시아 금융기관들은 글로벌 위험 요인에 대한 비교적 낮은 노출과 국제 금융기관들과의 약한 연계성 덕분에 2008년 글로벌 금융위기와 현재 유로위기를 상당히 잘 헤쳐 나가고 있습니다.

아시아는 많은 저축과 흑자를 유지하고 있습니다. 그러나 전반적으로 아시아 국가들은 글로벌 금융중개에 상당히 의존해왔습니다. 이는 금융안정위원회가 선정한 ‘글로벌 체제적으로 중요한 은행 G-SIB’ 스물아홉 곳 중 오직 네 개만 아시아 은행이라는 점에서 잘 드러납니다. 다음달 로스카보스 Los Cabos 에서 국제보험감독자협의회 IAIS 가 ‘글로벌 체제적으로 중요한 보험사 G-SII’ 선정에 대한 진전 상황을 보고할 예정입니다. 아시아 보험사들이 많이 포함될지 의문입니다.

그렇긴 하지만, 우리는 아시아의 이러한 상황에서 잠재적으로 긍정

적인 면을 찾을 수도 있습니다. 아시아에는 금융의 성장 여지가 많습니다. 이러한 이유로 아시아의 정책 입안자들과 금융 지도자들이 변화하는 글로벌 금융규제 환경을 충분히 이해하고 지금도 계속되고 있는 글로벌 금융위기와 주요 금융 사건들로부터 교훈을 얻는 것이 중요합니다.

덧붙여 아시아가 역내 금융안정을 위해 탄탄한 역내 금융협력 메커니즘을 갖는 것 역시 중요합니다. 현재의 CMI 다자화를 역내 통화체제로 만드는 것 같은 야심찬 목표를 세울 수 있을 것입니다. 덧붙이자면, 지역통화체제는 IMF같이 이미 존재하는 다자간 기관과 상호 보완적일 수 있고, 또 그래야 합니다.

이런 이슈들에 대해 국제적으로 명성 있는 전문가들과 정책 입안자들께서 훌륭한 견해와 정책 권고들을 제시해주실 것으로 확신합니다. 개인적으로도 이 토론에 참여하기를 기대하고 있습니다.

다시 한번 모든 연사와 토론자, 그리고 이 컨퍼런스 준비에 협조하고 지원해주신 공동 주최자들께 감사드립니다. 감사합니다.

아시아, 다시 중심축으로

| 김석동 금융위원회 위원장 |

안녕하십니까? 먼저 세계경제연구원과 아시아개발은행, 국제금융협회, KB금융그룹이 ‘새로운 글로벌 금융환경과 아시아’란 주제로 공동 주최하는 국제컨퍼런스 개최를 진심으로 축하드립니다. 이 자리에 초대해주신 세계경제연구원 사공일 이사장님을 비롯한 관계자 여러분과 오늘 참석하신 국내외 전문가 여러분께 감사드립니다.

외부 의존도가 높은 아시아 국가들에게 세계 경제와 금융시장 여건은 경제성장은 물론 경제안정 유지에 많은 영향을 미칠 수 있습니다. 이런 면에서 불확실성이 지속되고 있는 글로벌 경제여건 속에서 아시아의 대응방안을 함께 모색하고자 마련된 이번 컨퍼런스는 매우 뜻 깊다고 생각합니다.

저는 앞으로 예상되는 세계 경제질서의 변화 속에서 아시아가 풀어

나가야 할 과제를 말씀드리는 것으로 기초연설을 대신하고자 합니다.

지금 글로벌 경제시스템은 금융위기 이전과는 근본적으로 다른 모습으로의 변화가 진행 중입니다. 변화에 적절하게 대응하기 위해서는 변화의 방향을 올바르게 인식해야 합니다. 이를 위해 우리가 주목할 몇 가지 기초적인 변화들에 대해 먼저 말씀드리고자 합니다.

첫째는 글로벌 경제 패러다임의 변화입니다.

이번 글로벌 금융위기가 세계 경제에 준 충격을 고려할 때 지난 40여 년간 자본주의 경제를 뒷받침 해왔던 신자유주의가 쇠퇴하고 새로운 패러다임이 부상할 것이라고 생각합니다. 역사를 보면 1930년대 대공황은 자유방임주의에서 정부의 역할을 중시하는 수정자본주의로 전환하게 된 직접적 원인이었습니다. 또한 1970년대의 글로벌 인플레이션은 수정자본주의가 퇴조하고 시장의 역할을 중시하는 신자유주의가 자리 잡게 된 계기가 되었습니다.

돌이켜볼 때 지난 40여 년간 신자유주의는 경제주체들의 무한경쟁을 유도하며 경제의 양적 성장과 자본주의 확산 등의 성과를 거두었습니다. 신자유주의에 기반을 둔 세계화와 자유무역주의는 아시아 국가들이 1970년대 이후 급속한 경제발전을 이룰 수 있었던 배경이기도 했습니다.

그러나 신자유주의는 시장의 효율성과 자율성에 대한 지나친 믿음으로 소득불균형 심화, 빈번한 경제위기의 발생 같은 부작용도 야기했습니다. 이에 따라 글로벌 금융위기를 계기로 신자유주의 경제 패러다임에 대한 반성과 개혁의 움직임이 확산되고 있습니다. 앞으로

신자유주의는 정부와 민간의 역할을 새롭게 설정하고 경제시스템의 안정을 중시하는 새로운 경제 패러다임으로 대체될 것이라고 생각합니다.

둘째, 금융시장과 산업의 패러다임도 바뀔 것으로 전망됩니다.

최근의 글로벌 금융위기는 그동안 잠재되어 있던 금융산업의 문제점들을 드러낸 계기가 되었습니다. 지나친 수익성 추구로 금융안정이 훼손되었으며, 금융의 공공성이 경시되면서 사회적 책임 수행에도 소홀했다는 점들이 대표적으로 지적되고 있습니다. 이에 따라 현재 국제사회가 진행 중인 글로벌 금융시스템의 개혁은 금융 건전성과 안정성을 높이고 금융의 사회적 역할을 강화하게 될 것으로 전망됩니다.

이와 함께 서방 선진국의 대형 금융회사가 주도하던 글로벌 금융시장의 경쟁구도에도 변화가 불가피할 것으로 예상됩니다. 선진 금융시장과 글로벌 금융회사들은 이번 위기에 따른 막대한 손실로 체력이 크게 약화된 데다 건전성 규제 강화로 자본확충 부담도 상당한 상황입니다. 그러나 신흥국 금융회사들은 글로벌 금융위기의 직접적 피해가 상대적으로 크지 않았습니다. 앞으로 신흥국 금융회사들은 다양한 분야에서 국제금융시장으로 진출할 기회가 점차 확대되면서 그 역할과 비중이 커질 것이라고 생각합니다.

셋째, 그동안 소수의 강대국 중심이었던 글로벌 거버넌스에도 변화가 나타날 것으로 예상됩니다.

글로벌 금융위기로 미국, 유럽 등 서방 국가들의 정치적, 경제적 위상이 약화되는 추세입니다. 유로존 경제의 위기는 이제 주변국에서

중심국으로, 재정부문에서 금융부문으로 확산되고 있습니다. 여기에 재정위기의 처방으로 추진 중인 급격한 재정긴축 논란이 확대되면서 정치적 불안정까지 커지고 있습니다. 최근 유로존 탈퇴까지 거론되는 그리스 사태에서 보듯이 유로존 위기는 각국의 경제적, 정치적, 사회적 문제들과 함께 단일통화체제로 인한 유로존 시스템 문제에까지 복잡하게 얽혀 있습니다. 이에 따라 유로경제의 불확실성은 앞으로도 상당기간 지속될 가능성이 크다고 생각합니다.

미국이나 일본의 경기회복도 구조적인 요인들과 거시경제정책수단의 제약 등으로 계속 지연되고 있습니다. 이에 반해 신흥경제권은 상대적으로 빠른 경기회복세를 지속하고 있어 세계 경제에서 차지하는 비중과 정치적 영향력이 커질 것으로 보입니다. 새로운 세계 경제질서의 구축논의도 G7에서 신흥경제권이 포함된 G20으로 무게 중심이 이동하고 있습니다. 이런 점에서 지금까지 소수 강대국 중심으로 운영되던 글로벌 거버넌스는 주요 신흥경제권이 참여하는 다원주의체제로 이행할 가능성이 높다고 생각합니다.

최근 진행되고 있는 세계 경제질서의 재편 움직임은 그동안 높은 성장세를 지속해온 아시아경제에 기회이자 위협요인이기도 합니다. 따라서 지금은 지속성장을 위한 공동의 대응방안을 모색하는 노력이 매우 중요한 시점이라고 생각합니다. 지난 20년간 아시아는 풍부한 생산가능인구, 지속적인 자본유입 증가, 수출시장 확대 등에 힘입어 세계 경제에서 차지하는 무역과 GDP 비중이 각각 2배, 3배 커졌습니다. 글로벌 금융위기 이후에도 세계 다른 지역과는 달리 아시아 경제는

빠른 회복세를 보이고 있어 앞으로 세계 경제의 성장엔진 역할을 할 가능성이 높다고 생각합니다. IMF와 ADB 등 국제기구에서도 아시아 권 경제 비중이 2030년에 G7을 추월하고, 2050년에는 세계 경제의 절반을 넘어설 것이라고 전망하고 있습니다.

금융부문에서도 아시아는 무한한 잠재력을 지니고 있다고 생각합니다. 이미 아시아는 홍콩, 싱가포르, 상하이 같은 국제금융도시는 물론 일본, 한국 등 거대한 금융시장을 보유하고 있습니다. 이에 더해 최근 중국도 자본시장 개방을 비롯한 금융시스템 개혁을 적극적으로 추진하고 있어 아시아 금융시장은 더욱 확대될 것으로 보입니다. ADB는 세계 금융자산 중 아시아가 차지하는 비중이 2009년 23%에서 2050년에 45%로 증가할 것이라고 전망한 바 있습니다. 이처럼 아시아는 세계 경제는 물론 국제금융시장의 새로운 중심지 역할을 수행할 충분한 잠재력을 지니고 있다고 생각합니다.

그러나 아시아 경제의 전망이 밝기만 한 것은 아닙니다. 아시아 신흥국들이 남미 같은 중진국 함정 middle income trap 에 빠진다면 아시아 경제 비중은 2050년에 30%대에 그칠 수 있다고 합니다. 무엇보다 아시아는 대외의존도가 높아 유럽의 재정위기 같은 충격이 금융과 실물 부문을 통해 전이될 가능성이 상존하고 있습니다. 내수성장이 지연되고 민간 자생력이 미흡한 점도 외부충격에 대한 취약성을 확대시키는 요인입니다. 중국 의존도가 매우 높아 중국 경제가 부진하게 되면 성장여력이 급격히 떨어질 수 있습니다.

또한 아시아 국가 간 경제력 격차가 커 역내 경제협력의 빠른 확산

이 제약될 수 있습니다. 사회안전망 미비 등으로 사회시스템이 아직 불안정하고 금융시스템이 낙후되어 있는 등 구조적 문제점도 지니고 있습니다. 따라서 아시아 국가들이 세계 경제의 주체로 그 역할을 해 나가기 위해서는 위험요인들을 제거하기 위한 공동의 노력이 절실합니다. 이런 면에서 경제의 지속성장을 위해 금융부문을 중심으로 아시아 국가들이 노력할 과제들을 간단히 말씀드리고자 합니다.

먼저 역내 금융안정기반을 공고히 확립하는 것이 매우 중요합니다. 금융의 글로벌화, 개방화 등에 따른 급격한 자본유입은 투자재원 확보, 자산가격 상승 등을 통해 아시아 국가들의 빠른 경제성장을 지원했습니다. 그러나 1997년과 2008년의 금융위기에서 보듯이 국제금융 시장이 불안할 경우 직접적으로 역내 금융시장이 영향을 받게 되는 만큼 공동으로 대처할 수 있는 시스템을 확립해나가야 합니다.

다행히 그동안 아시아는 역내 금융위기의 감시기능을 하는 아세안+3 거시경제 감시기구 AMRO를 출범시키는 등 역내 금융안전망 구축에 상당한 진척을 보였습니다. 특히 얼마 전 아세안과 한·중·일 3국이 독자적인 위기예방시스템 도입에 합의한 것은 금융협력의 획기적인 이정표가 되었습니다. 7억 달러 규모의 신용보증투자기구 CGIF 설립과 역내 채권시장의 표준화를 위한 아시아채권시장포럼 ABMF 출범도 아시아 채권시장 발전을 위한 의미 있는 성과입니다.

이제 아시아는 AMRO의 국제기구화 등 아시아 전역을 포괄하는 금융협력시스템을 확립하기 위해 더욱 힘을 합쳐나가야 할 것입니다. 중장기적으로는 역내 수요를 늘려 아시아 내수시장을 확대하는 데도

노력해야 합니다. 이런 점에서 역내 국가간 FTA나 아세안 등을 활용한 역내경제통합은 적극적으로 추진할 과제라고 생각합니다.

둘째, 국제사회가 추진 중인 새로운 글로벌 금융질서 논의에 적극 참여해 아시아의 입장을 충분히 반영하도록 노력해야 합니다. 글로벌 금융규제 논의가 기존 금융선진국 중심으로 진행될 경우 높은 수준의 규제가 무차별 적용되어 신흥국 금융산업을 위축시킬 수 있습니다. 또한 대형 글로벌 은행들의 자본건전성 강화를 위한 차입 축소디레버리징, Deleveraging 과정에서 신흥국에서 과도한 자본유출이 일어나 금융불안이 초래될 수도 있습니다. 따라서 올해 G20 회의에서 주요 의제로 추진 중인 ‘금융규제가 신흥국에 미치는 의도하지 않은 영향 논의’에 우리 모두 적극 참여해야 합니다. 아시아 각국의 입장을 G20에서 효과적으로 반영하기 위해 공동의 대응책을 마련하는 것도 방안이 될 수 있습니다.

셋째, 최근 위기를 계기로 중요 과제로 부각된 경제불평등의 해소에도 적극적으로 나서야 합니다. ADB의 연구에 따르면 아시아 신흥국들의 소득불평등이 아프리카나 중남미와 달리 계속 심화되고 있다고 합니다. 이는 그간 성장에 주력해 온 아시아 경제의 문제를 보여주는 단적인 사례라 할 수 있습니다. 사회불평등 심화는 사회안정을 해치는 물론 중장기적으로 경제성장을 저해하게 됩니다.

소득양극화가 심화되면 사회 전체의 유효수요를 감소시키는 한편 소비증가가 한계에 달한 소득상위계층의 자산을 금융시장으로 몰리게 해 자금의 건전한 순환을 저해할 수 있습니다. 따라서 사회안전망

구축과 함께 인적자본에 대한 투자 확대, 고용친화적 성장전략 수립 등 포용적 성장^{Inclusive Growth} 노력을 강화해나가야 합니다. 사회불평 등 문제를 효율적으로 완화시키기 위해서는 금융의 역할도 매우 중요합니다. 이를 위해 지난해 G20 서울정상회의에서 논의된 바와 같이 중소기업이나 저소득층 등 금융 소외계층에 대한 금융서비스 제공을 적극 확대하기 위해 함께 노력해야 합니다.

마지막으로 기후변화와 에너지 문제에 대한 공동의 대응이 필요하다는 것을 말씀드리고 싶습니다. 많은 아시아 국가가 농업과 수산업을 기반으로 하고 있어 다른 지역에 비해 기후변화에 특히 취약합니다. 해수면 상승의 가장 큰 영향을 받게 되는 전 세계 20개 도시 중 15개가 아시아에 위치하고 있습니다. 아시아 국가들은 빠른 경제성장으로 2050년에 전 세계 에너지 소비의 40%를 차지하게 될 것으로 전망되고 있습니다. 그러나 전체 석유 소비의 85%를 수입할 것으로 예상되어 에너지 자급력은 매우 취약한 상황입니다.

아시아의 기후변화에 대한 낮은 대응력과 취약한 에너지 공급구조는 지속성장에 장애가 될 가능성이 큽니다. 기후변화와 에너지 문제는 한 국가의 노력만으로는 해결할 수 없습니다. 따라서 지속가능한 녹색성장전략 수립을 위해 ADB 등 국제기구를 중심으로 하는 공동체적 노력이 요구됩니다. 산업혁명 이전인 18세기에는 아시아가 세계 경제의 60%를 차지하는 최대 경제권이었습니다. 아시아 경제가 유럽과 미국 등 서구에 뒤처지게 된 것은 산업혁명 같은 거대한 변화를 이루어내지 못했기 때문입니다.

최근의 글로벌 위기를 기회로 아시아가 다시 세계 경제의 중심축으로 부상하기 위해서는 새로운 시대로의 진입을 주도적으로 이끌어가는 것이 중요합니다. 아무쪼록 오늘 컨퍼런스가 아시아의 새로운 미래를 여는 중요한 디딤돌 역할을 하기를 기대하면서 참석하신 모든분의 건승을 기원합니다. 경청해 주셔서 감사합니다.

무역불균형을 해소할 절호의 기회

| 스티븐 로치 예일 경영대 교수, 전 모건스탠리 수석이코노미스트 |

오늘 아침을 함께하는 여러분을 환영하며 주최 측에 감사 인사를 드립니다. 세계 경제의 중대한 시기에 이렇게 훌륭한 분들 앞에서 연설을 하러 서울에 다시 오게 되어 기쁩니다.

세계 경제는 곤경에 빠졌습니다. 세계화 시대에 번영의 오아시스에 있는 나라는 없습니다. 아시아, 특히 한국은 그렇지 못합니다.

지난 수십 년간 쌓인 불균형이 세계 경제를 좀 먹고 있습니다. 무시하면 편하기에 이런 불균형을 무시해왔습니다. 위기는 항상 불균형 문제로 찾아옵니다. 하지만 위기가 일시적으로 회복되면 우리는 그 어려움을 다시 잊어버리고 맙니다.

요즘 세계 경제 전망에 대해 할 이야기가 많습니다. 오전 내내 유럽에 대해 이야기할 수도 있지만 그러지 않겠습니다. 세계 경제 전망의

한 가지 핵심적 측면만 다루겠습니다. 불균형에 주목하고, 너무 늦기 전에 어렵지만 피할 수 없는 글로벌 재균형에 나서야 합니다.

내 연구를 지난 수년간 지켜본 분들은 내가 10여 년간 글로벌 불균형에 대해 이야기한 것을 기억할 것입니다. 2002년 처음 글로벌 불균형을 경고했을 때 아무도 귀 기울이지 않았습니다. 3년이라는 짧은 시간에 세계는 아시아 금융위기, Y2K 소동, 닷컴 버블과 미국 증시버블의 붕괴라는 세 가지 힘든 사건을 겪었습니다. 당시 나는 이런 위기가 불균형에서 비롯되었고 이런 불균형은 계속될 것이라 주장했습니다.

나는 이런 지속적인 불균형에 대처할 준비가 부족하다고도 주장했습니다. 하지만 우리는 이어진 경제회복으로 안일함에 빠져버렸습니다. 10년 전에 일어났던 세 가지 사건은 별개의 사건이 아닙니다. 지난 30년간 위기에 취약해진 세계 경제의 애석한 상황을 볼 수 있습니다.

내 계산에 따르면, 1980년대 초반의 라틴아메리카 외채위기에서 시작해 1990년대 말 아시아에서 위기를 겪고, 서브프라임 위기와 현재의 유럽 재정위기에 이르기까지<그림 1> 지난 30년간 큰 위기가 열한 차례나 있었습니다. 이 연대표는 너무나 자주 위기에 빠지는 세계 경제의 성격을 여실히 보여줍니다. 평균적으로 3년마다 작은 위기에서 큰 위기로, 지역적 위기에서 세계적 위기로, 단순한 위기에서 복잡한 위기로 바뀌었습니다. 마치 치료제가 다른 병의 씨앗이 되는 것처럼 하나의 위기가 다른 위기를 낳는 듯합니다. 연대표의 그런 양상을 “깡통을 아래로 차서 해결을 미룬다”고 표현하는 사람들도 있습니다. 딱히 틀린 말은 아닙니다.

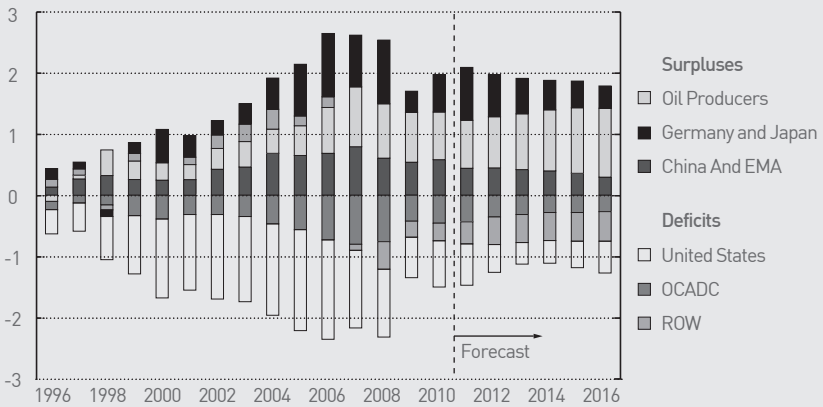
〈그림 1〉 과거 30년간 11차례 위기

1. 1982년 라틴아메리카 외채위기
 2. 1987년 주식시장 폭락
 3. 1990년 미국 저축대부 위기
 4. 1990년 일본
 5. 1995년 멕시코
 6. 1997년 아시아
 7. 1998년 롱텀캐피털매니지먼트(LTCM) 붕괴
 8. 2000년 닷컴 붕괴
 9. 2001년 엔론 회계부정 사건
 10. 2007년 서브프라임 위기
 11. 2010년 유럽 재정위기
-

위기에 취약한 세계에서 자주 일어나는 위험에는 한 가지 중요한 공통점이 있습니다. 이런 위기들 배후에는 심각한 불균형이 있다는 사실입니다. 자산 버블과 신용 버블이 만나는 지점을 잘 생각해보면, 이런 불균형은 사전에 절제된 통화정책이나 재정정책으로 해결할 수도 있었습니다. 하지만 거짓된 번영에 대한 유혹이 너무 강렬했습니다. 그래서 위기에 취약한 세계는 계속 위기로 내달리게 되었습니다.

글로벌 불균형이 무슨 뜻일까요? 〈그림 2〉는 제가 좋아하는 경상수지 그래프를 보여줍니다. 큰 흑자는 기준선 위로 올라가고 적자는 아

〈그림 2〉 경상수지 불균형 (세계 GDP 대비 %)



Source: IMF

래로 내려갑니다. 글로벌 불균형을 설명하는 데 강조하고 싶은 세 가지 중요한 결론이 있습니다. 우선, 글로벌 불균형의 규모는 흑자와 적자를 더해 세계 GDP로 측정하면 근사치에 이릅니다. 1990년대 중반의 총계는 세계 GDP 대비 1%였습니다. 위기 이전의 그 수치는 6%였습니다. 예상하셨겠지만, 2009년 글로벌 대침체 이후 그 격차는 줄어들었지만 IMF는 향후 3~4년간 세계 GDP 대비 4%로 유지될 것으로 예측했습니다. 이것은 사실상 1990년대 중반 글로벌 불균형 규모의 네 배에 해당합니다.

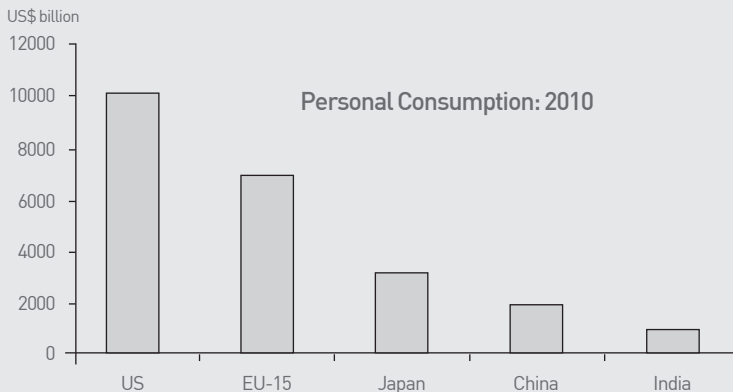
두 번째 주목할 점은 적자가 미국에 고도로 집중되어 있다는 것입니다. 흰색 막대가 대략 75%를 차지하는데, 1990년대 중반 이후로 전체 흑자 저축의 약 75%를 흡수하고 있다는 뜻입니다.

세 번째로, 흑자가 넓게 분포하고 있지만 여전히 중국, 일본, 독일, 그리고 산유국들에 집중되어 있습니다.

이런 지속할 수 없는 불균형에 대해 말씀드리면서 그 등식의 수요 측면과 공급 측면의 등식에 작용하는 힘에 대해 자세히 말씀드리겠습니다. <그림 3>을 보면 수요 측면에는 당연히 세계 최대 소비자인 미국 소비자가 세계 소비에서 우위를 차지한다는 것을 알 수 있습니다. 세계 인구의 4.5%를 차지하는 미국 소비자는 10조 7천억 달러를 소비합니다. 세계에서 가장 인구가 많은 중국과 인도와 비교해 봅시다. 둘을 합치면 미국 인구의 10배에 이르지만 소비는 2조 5천억 달러에 불과합니다. 딱 미국의 4분의 1입니다.

이 도표의 세계 소비 조합을 보면 세계 소비자 수요가 앞으로 약해

<그림 3> 수요 측면: 세계의 소비 (2010년 개인 소비)



Source: National sources, Morgan Stanley Research

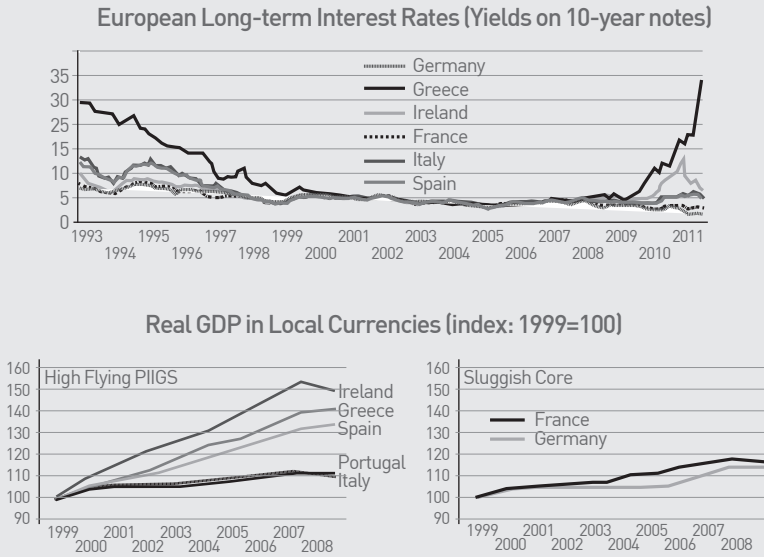
질 전망이라는 결론을 이끌어낼 수 있습니다. 미국 소비자가 그런 추세를 이끌 것입니다. 미국 GDP의 소비 비중은 1975년에서 2000년까지 평균 65%였지만 현재는 71%입니다. 이런 지출의 급증은 세계 역사나 미국 역사상 유례없는 일입니다.

이것은 경제의 근본적인 소득창출 능력으로 생겨난 지출 급증이 아닙니다. 이제는 꺼진 부동산과 신용 두 버블로 생긴 것입니다. 대차대조표 불황(balance sheet recession)이 오자 미국 소비자들은 전에 없는 긴축을 하게 되었습니다. 세계 최대 소비국인 미국의 소비는 금융위기가 오기 전인 1996년과 2007년 3.6%의 추세를 보였던 것과 비교해 지난 17분기 동안은 평균적으로 연간 0.6%씩 증가했습니다. 이는 현재 세계 소비를 위축시키는 가장 심각한 역풍이며 미국에 여전히 존재하는 부채과다와 민간저축 부족을 생각하면 이러한 추세는 앞으로도 계속 될 것입니다.

유럽의 전망은 끔찍합니다. 유럽은 1분기 GDP 변화가 없는데도 침체를 겪고 있습니다. 유럽 경제가 최소한 6개월은 침체를 겪고 올해 내내 그런 상황이 지속될 것이라 확신합니다.

경쟁하지 않고, 불균형도 심한데다 은행에 과도하게 의지하는 유럽 경제는 금융시스템을 중심으로 한 대규모 위기에 시달리고 있습니다. 이 위기는 실물 경제에 극적인 파급효과를 주었습니다. 발표를 시작할 때 보여드렸던 연대표와 같은 맥락에서, 유럽 재정위기를 별개로 생각하지 말아야 합니다. 이 위기는 대부분 2007년과 2008년 시작된 대침체에서 파생된 것입니다.

〈그림 4〉 유럽의 융합 버블



Source: European Central Bank and International Monetary Fund

유럽에는 융합 버블이 꺼지면서 치명적인 영향력이 작용하고 있습니다. 〈그림 4〉는 약간 복잡합니다만, 첫 번째 도표는 유럽 통화동맹으로 인해 어떻게 모두 2000년부터 독일과 프랑스에 적용되는 이자율을 누리게 되었는지 보여줍니다. 경제 구조나 경쟁 면에서 아무리 결함이 크더라도 가입하기만 하면 독일의 이자율을 누리게 됩니다. 정말 어이없는 일입니다. 우리가 보았던 닷컴 버블이나 부동산 버블보다 못하면 못했지 덜하진 않은 버블입니다. 하지만 그 버블을 기반으로 아일랜드와 그리스, 스페인은 폭발적으로 성장했습니다. 그리고

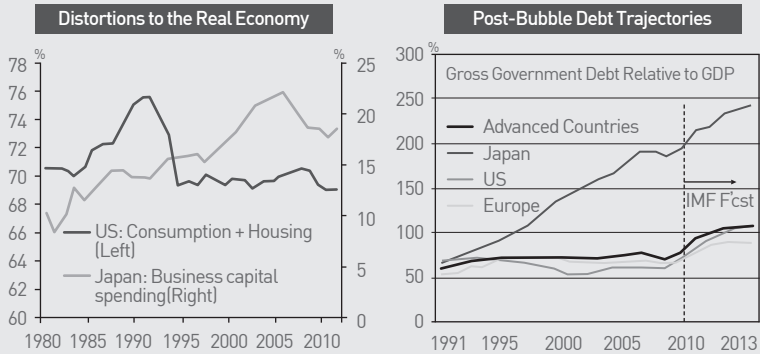
유럽의 최대 수출국 독일은 남유럽과 아일랜드 같은 주변국에 물건을 팔아 크게 이득을 보았습니다.

유럽은 자신의 융합 버블에 휘말렸습니다. 융합 버블의 붕괴는 이제 남유럽에서 뿐만 아니라 중심국에까지 끔찍한 여파가 미치고 있습니다. 금융 과열 체제에 깊이 뿌리를 박은 불균형한 경제 성장이 얼마나 위험한지 직접적으로 보여준 또 다른 예입니다.

일본은 안타깝게도 무엇이 선진국의 폭넓은 경제를 병들게 하는지 보여준 실험실이 되었습니다. 내가 예일대에서 가르치는 과목 중 하나는 ‘일본의 교훈’입니다. 5~6주 동안 일본에서 일어났던 일과 근대 아시아의 첫 번째 기적이 종지부를 찍게 된 원인, 미국과 유럽, 중국, 아시아 국가, 그 밖의 선진국을 비롯한 전 세계에 주는 교훈을 탐구합니다. 이 과목에서 도출한 주요 결론은 버블 자체가 나쁜 것이 아니라 실물경제에 불균형과 왜곡을 발생시킬 때 나쁘다는 것입니다.

정책결정자들이 과열된 시장을 보는 즉시 버블을 꺼뜨리라고 주장하는 것이 아닙니다. 하지만 투기 버블이 실물경제를 왜곡하는 증상을 보일 때가 잘못이라는 것을 깨달아야 합니다. <그림 5>의 왼쪽 그래프처럼 1980년대 후반 일본의 기업자본지출이 GDP의 15%에서 22%로 폭증한 것이나, 1990년대 후반 미국의 주택건설과 소비가 GDP의 70%에서 76%로 폭증한 것을 보면 알 수 있습니다. 이때가 바로 금융안정에 고도로 집중한 절제되고 사전적인 통화정책과 재정정책으로 불균형을 해결해야 할 때임을 알아야 합니다.

〈그림 5〉 일본의 교훈: 버블, 무기력함, 그리고 부채

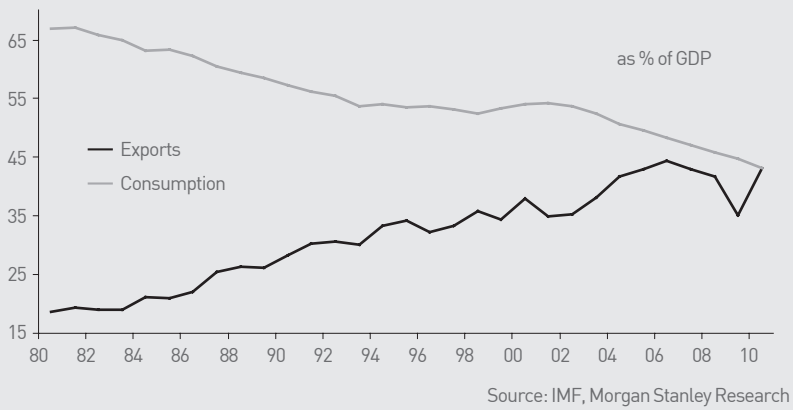


Source: National accounts of Japan and the US; IMF

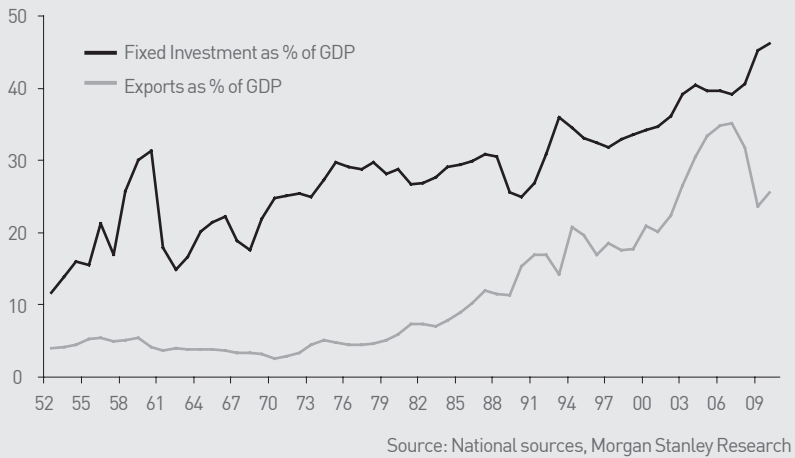
하지만 일본에서 배울 진짜 교훈은 오른쪽 그래프에 있습니다. 바로 GDP 대비 국가부채 비율의 급증입니다. 1990년대 초반에는 일본도 다른 선진국과 같았지만, 현재 일본의 GDP 대비 부채는 220%이고 아직도 증가하고 있습니다. 우리에게 걱정하지 말라고, 장기 이율이 낮아서 부채 이자 지불에는 아무 문제가 없다고 합니다. 그 말을 믿는 분이 계시면, 내가 쓴 《넥스트 아시아 The Next Asia》의 재고를 모두 드리겠습니다.

이건 시시각각 폭발이 다가오는 시한폭탄입니다. 제로금리 정책으로 부채 이자를 보조하고 있는 중앙은행이 도화선을 연장시켰을 뿐입니다. 얼마나 유지할 수 있을까요? 실제로는 다음 위기의 가시적 징후가 아닐까요? 세계 공급 측면은 대부분 아시아의 이야기입니다. 나는 지난 15년 간 아시아에서 벌어진 일을 열정적으로 지지하지만, 또한 아시아가 바로 오늘까지도 엄청난 불균형에 시달려왔다는 것도 잘 알

〈그림 6〉 수출과 소비의 GDP 구성 비율: 개발도상 아시아



〈그림 7〉 중국의 성장 견인 요소



고 있습니다.

한국을 포함하는 아시아 개발도상국 15개국의 GDP를 합쳐보면, 눈앞에서 불균형을 확인할 수 있습니다. 〈그림 6〉에서 회색 선은 지역

내 개인소비가 바닥이라는 걸 보여줍니다. 검은 선은 수출인데, 2008년과 2009년 위기 때 급락했다가 위기 이전 수준으로 돌아왔습니다. 더 높은 적이 없었습니다. 김석동 위원장께서 발표했듯이 아시아는 선진국으로부터 오는 외부 수요에 크게 의존하고 있습니다. 그 점은 중국에서 가장 분명하게 나타납니다. 중국의 기적과 같은 GDP 상승분은 수출과 투자에서 왔습니다(그림 7). 성장을 부진하게 만드는 부분은 국내 민간소비입니다(그림 8).

5년 전 중국 원자바오 총리는 중국이 걸보기에는 강해보이지만, 그 이면에는 경제가 점점 더 불안하고, 불균형적이고, 조정이 안 되고, 궁극적으로는 지속 불가능해져서 걱정이 된다고 했습니다. 이걸 '4대 불능의 역설 paradox of the four uns' 이라고 합니다. 2008년과

〈그림 8〉 중국의 성장 부진 요소



Source: National sources, Morgan Stanley Research

2009년 위기는 이 역설을 명확하게 보여주었습니다. <그림 7>의 회색 선은 수출을 나타내는데, 세계 무역이 위축되는 바람에 7개월 만에 주저앉았습니다. 국내 민간소비가 떠받쳐주지 못하자 중국은 성장을 지속하고 사회적 안정을 유지할 유일한 방법을 썼습니다. 고정투자애 초점을 둔 대규모 경기부양책을 추진해 2009년 하반기 중국 경제는 빠르게 회복했습니다. 그러나 나중에 큰 후유증을 겪었습니다.

중국은 2008년과 2009년의 상황을 오랫동안 미루어왔던 경제불균형을 조정하라는 강력한 경고로 받아들여야 합니다. 좋은 소식은 중국이 이를 이해했다는 것입니다. 1년 전에 제정된 제 12차 5개년계획에는 앞으로 중국을 좀 더 친소비 성장모델로 이끌 중요한 요소 세 가지가 들어있습니다. 바로 일자리와 임금, 사회안전망입니다.

일자리와 임금은 규모가 작은 서비스 부문을 발전시키는 것입니다. 5년간 서비스를 중국 GDP의 43%에서 47%까지 끌어올리는 것을 목표로 삼는다 해도 전 세계 경제대국 중 서비스 부문이 가장 작습니다. 중국에게 서비스는 매우 중요합니다. 서비스는 소비자 수요의 인프라이고 현재 경제를 이끌고 있는 제조업과 건설보다 훨씬 많은 일자리를 창출합니다. 중국에서 서비스는 제조업이나 건설보다 GDP 단위당 35% 더 많은 일자리를 창출합니다. 자본집약적 제조업에서 노동집약적 서비스 산업으로 옮겨가면 중국은 노동력 수급 목표를 달성하면서도 천천히 성장하게 될 것입니다. 이는 중국에 좋은 일이고 원유와 다른 천연자원 수요에 대한 압력을 해소하기에도 좋습니다.

여러 요인이 임금 인상을 이끌고 있으나 가장 중요한 것은 전례 없

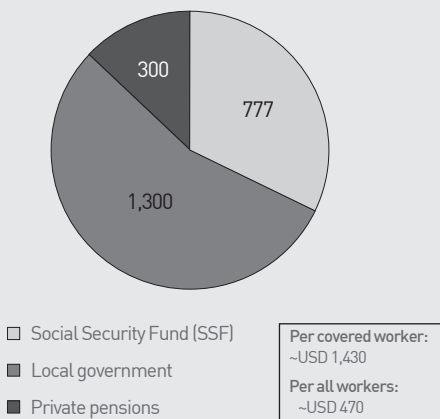
는 농촌 인구의 도시 이주 속도 때문이라고 생각합니다. 지난해에는 처음으로 중국 경제의 도시 비율이 51.3%로 지방 비율보다 높아졌습니다. 이 점이 중요한 이유는 평균적인 도시 노동자가 지방 노동자보다 3~3.25배 정도 수입이 높기 때문입니다. 하지만 그 비결은 탈농 현상과 새로 이주한 노동자들에게 일자리를 제공한 서비스 산업의 발전이 결합된 것입니다.

마지막으로 안전망 문제입니다. 서비스 주도 발전으로 근로소득을 창출할 수 있지만 국민이 중국의 미래에 대한 안정감이 없다면 저축만 하고 소비하지 않을 것입니다. 그런데 현재 중국 국민들은 안정감을 느끼지 못하고 있습니다. 중국의 다양한 퇴직연금에서 운용 중인

자산을 나타내는 <그림 9>의 원그래프를 보면 알 수 있습니다. 국가 사회보장연금, 지방 정부 사회보장연금, 민간부문 연금을 합쳐 2조 4천억 위안인데, 일반적인 중국 노동자는 평생 은퇴수당으로 약 470달러를 받게 됩니다. 중국은 물가가 싼 편이지만 470달러로는 충분하지 않습니다.

중국 경제가 경착륙할 것이라는 이야기가 많습니다. 나

<그림 9> 2009년 퇴직연금자산 (10억 위안)



Source: International Monetary Fund, National Bureau of Statistics (China), National Social Security Fund (China)

는 경착륙이 일어날 것이라는 쪽은 아닙니다. 중국의 경제 성장이 느려지고 있지만 3~4년 전 위기 때보다는 훨씬 약합니다. 최고점이었던 2011년 11.9% 성장률에서 둔화되는 속도가 당시보다는 절반 정도로 느립니다. 중국은 경제 성장 하락 압력에 대응할 탄약이 많습니다. 통화정책을 보면, 소비자물가headline CPI는 3.4%인데 비해 1년 만기 대출 기준금리는 6.5%입니다. 아닐 거라고 생각하지만 만약 경제가 계속 악화된다면 금리 하락 가능성이 큼니다. 재정 적자가 GDP의 2%이기 때문에 경기부양책을 쓸 여지도 많습니다. 이제 주제인 글로벌 불균형으로 돌아와 장래에 가장 걱정이 되는 불균형이 있다면 일본식의 급격한 선진국 부채입니다. 두 번째로 걱정스러운 점은 보호무역주의의 대두, 특히 워싱턴이 이끄는 ‘중국 때리기’입니다.

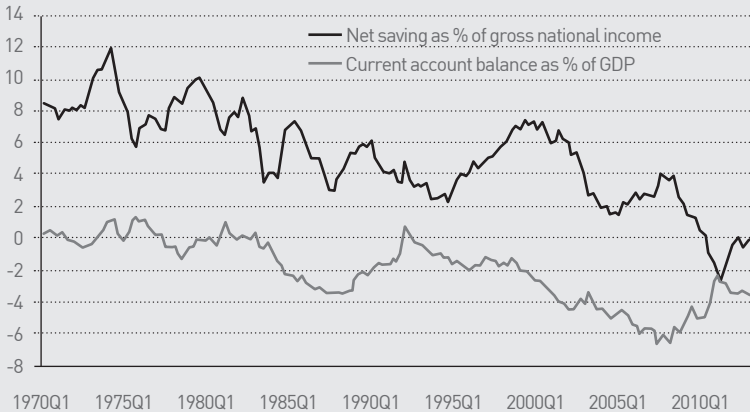
지난 7년 간 미국의 상황을 지켜보지 않았다면 우리는 미국 노동자를 짓누르는 모든 문제의 근원을 중국이라고 계속 생각할 것이라는 점을 말씀드립니다. 우리는 자신의 문제를 책임지기 싫어합니다. 우리는 누군가 비난할 사람을 찾으려 합니다. 그래서 우리는 중국을 비난합니다. 비난의 논리는 거대한 무역적자가 일자리와 실질임금을 압박한다는 것입니다. 2005년 이후 무역적자의 35%는 중국과의 양자 무역적자입니다. 중국이 인민폐 환율에 개입하므로 미국 노동자의 상황을 개선하기 위해 중국이 인민폐를 재평가하도록 해야 한다는 것입니다. 그렇게 하는 것은 간단한 일입니다. 그러니 공화당, 민주당, 유감스럽게도 일부 저명한 경제학자들에게 그렇게 해달라고 말하면 되지 않을까요? 이름을 콕 집어 말하고 싶진 않지만 수염을 기르고 월요

일과 금요일에 <뉴욕타임스>에 칼럼을 쓰는 사람이 있습니다. 누구를 말하는지 아실 겁니다.

중국에 커다란 무역적자가 있는 건 사실이지만 88개국과도 무역적자가 있습니다. 두 국가 간의 문제가 아니라 여러 국가와의 문제입니다. 양자 관계에서 통화 압력을 가한다고 다국적 불균형을 고칠 수는 없습니다. 대신 글로벌 불균형 이면에 작용하는 힘을 살펴보면 국가 저축이 부족해서라는 걸 알 수 있습니다(그림 10). 노벨상을 수상한 경제학자라면 이를 이해한다고 생각하실 겁니다.

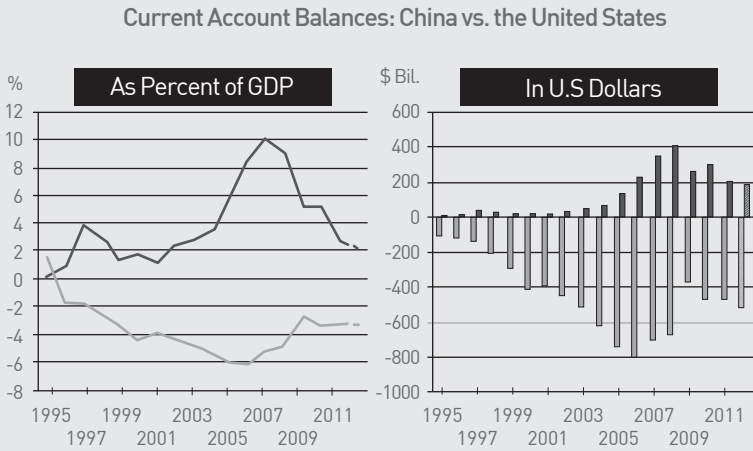
세계 경제 불균형의 원인이 중국의 저축 과잉이라는 말을 많이 합니다. <그림 11>은 이를 전형적으로 지지하는 증거가 담긴 도표를 보여줍니다. 중국의 경상수지 흑자는 GDP의 10%로 정점에 달했습니다. 주요 경제국 중 오래도록 이런 엄청난 흑자를 보인 국가가 없었습니다.

<그림 10> 미국 경상수지 적자의 이면



Source: U.S. Bureau of Economic Analysis

〈그림 11〉 중국과 미국의 경상수지



Source: International Monetary Fund: 2012 is IMF forecast

두 가지 주목할 점이 있습니다. 첫째, 중국의 흑자는 우리 눈앞에서 사라지고 있습니다. 올해 중국 흑자는 GDP의 2.25%로 추정됩니다. 둘째, 각각의 경제로 나누어 보면 이 문제가 세계적 규모의 문제라는 사실을 왜곡시킵니다. 달러로 환산한 중국의 흑자를 미국의 적자와 비교해보면 올해만 해도 미국의 적자가 중국의 흑자보다 거의 세 배나 많다는 것을 알 수 있습니다. 나는 오늘날 세계 경제를 불안하게 만드는 가장 큰 요인이 미국의 거대한 경상수지 적자라는 생각에 변함이 없습니다.

마지막으로 한 가지만 강조하겠습니다. 미국과 중국의 관계는 앞으로도 세계 경제에서 가장 중요한 관계가 될 것이라 생각하며 이는 아시아에 엄청난 영향을 미칠 것입니다. 우리는 이 양자관계를 너무 오

랫동안 그릇된 시각으로 바라보았습니다. 기회라기보다는 위협으로 생각했습니다.

성장에 굶주린 미국은 경제의 가장 큰 비중을 차지하는 소비자의 수요가 얼어버렸고, 새로운 경제 성장의 원천을 찾아야 합니다. 수출이 가장 중요합니다. 미국의 세 번째 수출 시장이자 가장 빠른 성장을 하는 나라는 중국입니다. 우리는 통화에 대한 집착을 버리고 중국의 친 소비적 재균형 과정에서 발생할 새로운 시장에 대한 접근을 확실히 해야 합니다. 미국은 서비스와 지식 및 혁신 기반 산업에서 중국과 협력할 기회가 많습니다.

이것이 바로 우리의 기회입니다. 미국은 역사적으로 오래 전부터 통화 때리기라는 견제의 길 low road 보다는 경제적 경쟁이라는 자율의 길 high road 을 택해 경쟁할 기회를 잡았습니다. 하지만 노동에 대한 압력이 글로벌 불균형 공식에서 극히 중요한 비중을 차지한다는 것을 말할 필요도 없습니다.

우리는 이런 불균형이 세계 경제에 너무 오랫동안 쌓이도록 두었다는 것입니다. 끝없이 쌓여가는 글로벌 불균형을 더 이상 방관할 수는 없습니다. 지난 30년 간 열한 개의 대형 위기를 야기했고 조만간 또 다른 위기를 야기할 가능성이 높습니다.

미국은 선진국들이 많이 저축하고 적게 소비하도록 술선수범해야 합니다. 아시아는 반대로 과잉 저축을 풀어 국내 민간소비를 늘리는 쪽으로 나아가야 합니다. 이러한 점에서 중국은 술선수범해야 합니다. 지난 30년간의 고통스러운 위기, 특히 지난 3년간의 두 개의 대형

위기에서 배운 것이 있다면, 글로벌 불균형을 해소하기에는 지금이 적기라는 것입니다. 이번에는 제발 누군가 귀 기울이는 이가 있기를 바랍니다. 감사합니다.

질문과 답변

Q

열한 개 위기가 대형 위기라는 것에는 동의하지만 그보다는 위기가 더 많았던 것 같습니다. 열한 개를 선택한 기준은 무엇입니까?

개인적으로 지난 30년간 세계적으로 영향을 미쳤다고 생각한 대형 위기들입니다. 더 많은 위기가 있었다는 말씀은 지당합니다. 하지만 이 열한 개의 위기는 실물경제에 이차적인 피해를 입히면서 금융시장에 일련의 큰 조정을 발생시켰습니다. 당시에 발생한 거시 불균형에 깊이 뿌리를 두고 있습니다. 그래서 작은 위기들을 뺐지만 그런 위기들 또한 매우 중요합니다.

Q

중앙은행들이 당초 원칙이나 역할에 충실하기보다는 더욱 정치화 된 것 같습니다. 어떻게 생각하십니까?

그것이 바로 현재 긴축이나 절제냐를 두고 대서양 양쪽에서 벌이는 격렬한 논쟁의 핵심입니다. 이 논쟁은 지난 몇 주간의 유럽 선거에서만 보더라도 점점 더 두드러지고 있습니다. 지난 30년간 거시 정책 규율을 정치화했다는 기본 전

제는 옳다고 생각합니다. 정치인들이 중앙은행에 성장을 견인하라고 지나친 압력을 가하고 있습니다. 이는 미국에서 가장 분명하게 드러납니다. 그린스핀 Alan Greenspan 과 버냉키 Ben Bernanke 시절 지나치게 시장 순응적 통화정책을 폈습니다. 과도한 통화부양 정책이 적절하다고 생각할 핑계를 댔습니다. 버블이 붕괴한 뒤에 해결할 테니 걱정 말라는 식이었습니다. 1990년대 후반의 닷컴 버블을 설명할 새로운 패러다임이 나왔습니다. 최근에는 금융시장의 유동성 공급을 흡수하는 완충제로 파생상품이 좋다고 생각했습니다. 그 얘기를 지금 JP모건 체이스 회장 제이미 다이먼에게 해보십시오.

그래서 중앙은행이 독립성을 잃었다고 생각합니다. 중앙은행은 정치화되었습니다. 원래대로라면 독립적인 중앙은행이 정치화된 재정 당국의 강력한 정치적 압력을 견제하는 역할을 해야 합니다. 그러나 현재 미국은 그렇지 못합니다. 2011년 한국에서 했듯이 금융안정에 집중하도록 중앙은행의 권한을 바꾸자는 의견에 찬성합니다. 연방준비은행과 유럽중앙은행의 저항에도 이는 점점 세계적인 추세가 되어 가고 있습니다. 그러기 전까지 중앙은행은 강력한 정치 권력의 거미줄에 붙잡혀 세계 경제성장을 불균형적으로 점점 위태롭게 만드는 불안정한 길을 따라가게 될 것입니다.

세션 I

세계경제와 아시아 금융시장
현황과 과제

사회 형 트란(Hung Tran) 국제금융협회(IIF) 사무부총장
발표 이창용 아시아개발은행(ADB) 수석이코노미스트
토론 안드레 마이어(Andre Meier) IMF 홍콩사무소 소장
신지 다카기(Shinji Takagi) 일본 오사카대 교수
윤창현 한국금융연구원 원장

| **헝 트란** 국제금융협회 사무부총장 |

발표자와 토론자를 소개하도록 하겠습니다. 발표는 아시아개발은행 수석이코노미스트이신 이창용 박사가 하겠습니다. 오늘 토론자는 먼저 IMF 홍콩 사무소장이신 안드레 마이어 박사와 오사카대 경제학 교수이신 신지 다카기 박사님, 마지막으로 윤창현 한국금융연구원 원장 세 분입니다.

| **이창용** 아시아개발은행 수석이코노미스트 |

아시아 금융시장의 역할과 현황에 대해 질문 받았을 때, 나는 그것

은 장기적인 문제라고 생각했습니다. 그러나 아시다시피 지난 몇 주 동안 세계 금융시장은 다시 혼란에 빠졌습니다.

이 발표에서 나는 아시아 금융시장의 장기적인 전망과 우리가 직면하고 있는 단기적인 문제를 다루려고 합니다. 사실, 그들은 서로 유의미하게 연계되어 있습니다.

아시아가 스스로 자금을 조달할 수 있는지는 글로벌 불균형 논의와 밀접하게 관련이 있습니다. 글로벌 불균형의 이유 중 하나가 아시아는 실제로 자신들의 저축을 선진경제국들로 수출한다는 것입니다.

아시아의 저축은 아시아 내에서 재활용되기보다는 대형 국제금융기관들에 의해 증개됩니다. 이것이 글로벌 불균형이 지속되도록 허용했던 메커니즘 중 하나입니다. 그것은 아시아 금융기관들이 제조업 부문만큼 크고, 효율적이거나 중요하게 발달하지 못한 이유이기도 합니다.

제조업에는 세계를 선도하는 아시아 기업들이 많이 있습니다. 한국은 삼성과 현대가 좋은 활약을 하고 있습니다. 그러나 아시아 금융 부문에서는 몇몇 일본 은행과 중국 국영은행을 제외하고는 선도 금융기관이 많지 않습니다. 그 이유를 묻고 싶습니다. 아시아가 이를 만회하고 아시아에 필요한 자금을 조달할 수 있을까요?

30~40년 전 아시아의 제조업도 같은 처지였습니다. 대부분의 아시아 국가들과 선진 경제대국 사이에는 거대한 격차가 있었습니다. 이제는 우리가 선진 경제대국들을 따라잡고 어떤 경우에는 그들을 뛰어넘기까지 했습니다. 아시아의 금융기관들도 이같이 할 수 있을까요?

이는 아시아 내 경제 재균형과도 관계가 있을 것으로 봅니다.

이런 질문들에 대한 일부 답변도 알고 있습니다. 아마도 이전보다 높은 투명성과 제도적 애로사항 해결이 선결과제라는 답이 많을 것입니다. 나는 이런 반응을 들을 때, 아시아의 제조업 부문에 대해서도 같은 답변을 했었다고 생각합니다.

아시아는 충분한 기관들이나 경험이 없었다고 들었습니다. 어떤 이들은 실물 부문의 족벌자본주의(crony capitalism)를 비판했습니다. 이런 구조적 문제는 아주 흔한 일입니다. 아시아는 제조업 부문에서 이 문제들을 극복했습니다. 그렇다면 왜 금융 부문에서 이런 문제들이 더 심각한 것일까요?

이번 발표에서 세 가지를 논하고자 합니다.

첫째, 아시아는 아직도 따라잡을 여지가 많다는 것입니다.

둘째, 제조업 부문에서와는 달리 달러 의존은 주요한 구조적 취약점이며 아시아 금융기관이 글로벌 플레이어가 되는 것을 막는 심각한 악순환을 야기한다는 것입니다.

셋째는 그에 대한 몇 가지 해결책입니다.

〈그림 1〉은 아시아 국가들이 전 세계 GDP의 약 35%를 생산하고 있음을 보여줍니다. 전 세계 GDP의 약 6%를 일본이 차지합니다. 따라서 일본을 제외한 아시아의 전 세계 GDP 점유율은 29%입니다. 그런데 아시아는 세계 인구의 55%를 차지하고 있습니다. 아시아는 글로벌 금융 총자산의 24%만 차지하고 있으며 그나마 절반은 일본이 차지하고 있습니다. 일본을 제외하면 아시아는 전 세계 금융자산의 겨우

〈그림 1〉 인구, GDP 및 금융자산 비교

	Population(mn)			Nominal GDP (\$bn, at market exchange rates)			Financial Assest(\$bn)		
	1990	2000	2010	1990	2000	2010	1990	2000	2010
	Asia	2,945	3,400	3,788	5,987	11,824	26,333	12,819	n.a.
of which Japan	124	127	127	2,338	3,250	4,333	11,437	n.a.	25,125
Europe	484	495	515	7,123	10,977	16,544	14,051	n.a.	63,808
US	250	282	310	5,751	9,899	14,582	14,722	n.a.	67,371
Rest of World	1,600	1,908	2,243	6,525	9,602	18,826	2,533	n.a.	26,463
Total	5,278	6,085	6,855	25,385	42,302	76,285	44,126	n.a.	207,855

Source: World Bank, McKinsey Global Institute, and authors' calculations

12%만 소유하고 있는 셈입니다. 이는 아시아가 상당히 뒤쳐져 있음을 의미하지만, 낙관적으로 보면 모든 영역에서 아직 따라잡을 여지가 많다는 뜻도 됩니다.

아시아는 매우 이질적입니다. 아시아에 있는 모든 국가를 하나로 그룹화할 수 없다는 것입니다. 아시아의 저소득 국가에는 심지어 기본적인 बैं킹 서비스조차 없는 경우도 있습니다. 물론 이는 앞으로 발전할 여지가 많다는 것을 의미하기도 합니다. 예를 들면, 미얀마 방문 시 6천만의 인구에도 은행은 100개가 안 된다는 이야기를 듣고 놀랐습니다. 이것이 일부 아시아 경제의 현황입니다. 그들이 비교적 양호한 제조 부문과 천연자원을 갖고 있는데도 말입니다. 실물경제 활동은 그

리 취약하지 않지만, 금융 발달은 기초적입니다. 그것은 그만큼 성장할 여지가 많다는 뜻이기도 합니다.

고소득 및 중간소득 아시아 국가들에서조차 제한된 수의 금융기관을 보유하고 있습니다. G-SIFIs 29개 중 네 개만 아시아에 있습니다. 일본에 세 개, 중국에 한 개가 있습니다. 국제금융규제 개발에서 아시아의 목소리가 부재한 이유입니다. 현재 세계에는 열한 개의 중요한 규제기관이 있습니다. 모두 유럽이나 미국에 위치합니다. 이 규제기관 최고경영진들 중 아시아인은 한 명뿐입니다. 인종차별이 있다는 게 아니라 그만큼 아시아가 금융규제 개발에서 강력한 목소리를 내지 못하고 있다는 것입니다.

현재 몇몇 기대되는 징후와 새로운 패턴이 부상하고 있습니다.

첫째, 현재의 메커니즘은 지속될 수 없다는 점입니다. 최근 아시아 경상수지흑자의 변화는 글로벌 재균형(rebalancing)이 이미 시작되었음을 보여줍니다. 현재 많은 아시아 경제의 경상수지는 감소하고 있습니다. 예를 들면, 2007년 중국의 경상수지 흑자는 약 10%인데 반해 2011년에는 2.8%였습니다. 2012년에는 2.1%로 축소될 것으로 예상됩니다. 이것을 경제순환효과(cyclical effect)와 미국·유럽의 경제침체 때문으로 보는 시각도 있습니다. 다른 한편으로는, 중국의 노동비용 상승, 무역 조건 변화, 사회안전망 강화와 국내소비 확대를 선호하는 중국의 정책 변화도 중요한 요인이었습니다. 앞으로 아시아는 기존의 막대한 경상수지 흑자보다 완화된 경상수지 흑자에 익숙해질 준비를 해야 합니다.

우리는 지금 역내 무역이 증가하고 있음을 보고 있습니다. 역내 무역이 더욱 밀접한 관계를 형성하고 있습니다. 현재 역내 무역은 총수출의 44%를 차지합니다. 지난 10년 간 대미·대유럽 수출이 33%에서 24%로 줄었습니다. 역내 무역 확대와 더불어 역내 자금조달도 더욱 확대되고 있습니다. 2005년 이래 신흥 아시아 내 국경간 포트폴리오 자산 보유가 매우 크게 증가하고 있습니다. 이것은 미국과 유럽의 자산을 더 이상 안전한 자산으로 보지 않기 때문이기도 합니다. 그러나 역내 금융 흐름의 확대는 여전히 좋은 신호입니다.

양적 증가뿐 아니라 질적 향상도 이루어지고 있습니다. 아시아 은행들은 이제 부실채권 비율, 규제 자본, 그리고 부실채권 지급 준비율 면에서 훨씬 더 건전해졌습니다. 미국과 유럽 은행과는 달리 지난 몇 년 동안 아시아 은행들의 수익은 증가했습니다. 은행들의 총자산수익률이 다른 지역들에서는 감소하고 있지만 아시아에서는 증가했습니다. 아시아 은행들은 지금 다양한 소득 출처를 개발하기 시작했습니다. 순이자 수입에만 의존하지 않고 비이자 수입 비율을 늘리고 있습니다. 역내 통화 채권 또한 빠르게 증가하고 있습니다. 증권화 같은 금융 혁신도 증가하고 있습니다.

나는 지금까지 낙관적인 그림을 제시했지만, 몇 가지 우려도 가지고 있습니다.

첫째, 금융 발달이 잘 진행되고 있지만 자본 성장은 상당히 느리다는 것입니다. 1997년 아시아 금융위기 이후, 아시아의 거시경제 상황은 크게 호전되었습니다. 대부분의 거시경제지표에서는 아시아가 유

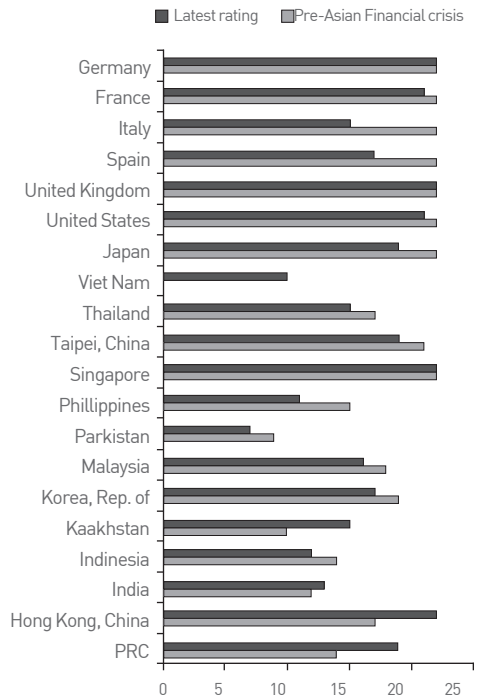
럽과 미국보다 훨씬 양호합니다. 그러나 많은 아시아 국가의 신용등급은 크게 개선되지 않았습니다. <그림 2>를 보면, 1997년 아시아 금융위기 전과 현재 신용등급을 비교할 수 있습니다. 물론 최근 위기 때문에 미국과 여러 유럽 국가의 신용등급이 내려갔습니다.

우리는 아시아 국가들의 신용등급이 많이 개선되지 않을 것을 볼 수 있습니다. 이것이 아시아 내 달러의 비유동성 때문이라고 생각합니다. 2009년 아시아는 거시경제 면에서 많은 문제

가 있었던 것은 아니지만, 미국과 유럽 은행들이 자본을 회수하자 많은 아시아 국가가 유동성 문제로 어려움을 겪었습니다. 아시아의 높은 수출의존도를 감안할 때 거래와 채무지급을 위한 유동성이 필요합니다.

이는 아시아로 유입되는 대규모 자본 중 대부분이 단기자본인 이유를 설명합니다. 아시아의 낮은 신용등급 때문에 선진 경제의 연금 펀드 등 장기투자자들이 아시아지역에 투자할 수 없는 것입니다. 아시아에서는 헤지펀드, 주식투자, 기타 단기 자본 형태의 투자가 대부분

<그림 2> S&P 국가 신용등급



Source: S&P

입니다. 달러와 기타 국제통화 의존성으로 인한 낮은 신용등급은 악순환을 일으킵니다. 단기 자본이 지역 자본의 주요 원천이 되어버립니다.

환율 변동은 문제를 악화시키고 아시아 은행들을 더 취약하게 만듭니다. 또 다른 문제는 회계 문제입니다. 대부분의 은행은 외환 부채를 보유하고 있지만 회계 장부는 자국 통화로 기록합니다. 환율이 변동할 경우 은행 대차대조표의 변동폭이 넓어질 수 있습니다. 이는 은행을 더 취약하게 만들고 국가신용등급을 떨어뜨립니다.

무역금융은 아시아의 또 다른 중요한 문제입니다. 세계은행이 무역 규모에 제한된다고 보고한 것으로 알고 있습니다. 그러나 아시아의 경우에는 그 주장이 해당된다고 생각하지 않습니다. 유럽과 미국에서 무역금융 문제가 발생할 경우, 중앙은행이 경기침체와 무역금융 문제를 해결하기 위해 국내 신용을 확대할 수 있습니다. 그러나 아시아는 그렇지 못합니다. 가령 한국의 경제불황으로 한국은행이 통화량을 늘리면, 경기회복에는 기여할 수 있지만 대외 수출입 목적의 무역금융에 사용할 수는 없습니다.

아시아 경제는 선진 경제국이 무역금융 문제에 대한 솔루션으로 금융정책을 사용하는 것 같은 방법을 사용할 수 없는 것입니다. 아시아 금융시장이 아직 성장할 여지를 갖고 있는 여러 이유가 있지만 달러 의존도는 핵심 이슈 중 하나입니다.

다음 질문은 CMI 다자화가 지역 안전망으로서 해결책의 일부를 제공할 수 있는가 하는 점입니다. CMI 다자화의 규모가 증가하고 있는

것은 좋은 징조입니다. 그러나 낙인효과와 대출 조건은 논의되어야 할 두 가지 문제입니다. CMI 다자화는 새로운 예방 라인을 도입하고 IMF 비연계 규모가 20%에서 30%로 확대되었지만 대출조건에서 완전히 자유로운지는 명확하지 않습니다. 나머지 국가의 경제는 건전하고 한 나라만 어려움을 겪고 있다면, CMI 다자화는 매우 효과적인 보험체계일 수 있습니다.

CMI 다자화의 가장 큰 문제 중 하나는 현재 유럽에서처럼 글로벌 또는 역내에서 충격이 발생했을 때 효과적일 수 없다는 점입니다. 물론 지역 안전망으로서의 CMI 다자화는 중요한 개선이며 CMI 다자화 강화에 더 많은 노력을 기울일 필요가 있습니다. 그러나 의존할 수 있는 완벽한 해결책은 아닙니다.

아시아 지역이 할 일은 무엇일까요? 내 생각에는 규제, 감시, 투명성 강화를 포함한 많은 제도 개혁입니다. 동시에 지역통합이 매우 중요합니다. 더욱이 달러의존도를 줄이는 것이 핵심입니다.

지역통합에 관해 많은 사람이 경제와 금융시장이 통합될수록 더 많은 위험이 있다고 말합니다. 이 의견에 대해 두 가지 반론을 제기하고자 합니다.

첫째, 재정 통합의 속도와 무관하게 실물 부문의 통합은 매우 빠르게 이루어질 것입니다. 아시아가 금융통합 노력을 경주하지 않으면, 아시아 경제는 선진 경제국 금융기관들을 통한 중개에 계속 의존해야 할 것입니다. 그것은 아시아가 수익성 높은 산업을 선진 경제에게 양보해야 한다는 뜻입니다.

둘째, 더 이상의 금융통합이 없을 경우, 아시아의 달러의존도가 더욱 확대될 것입니다. 어떤 사람들은 하나의 통화에 의존하는 것이 더 효율적이라고 주장하지만, 그것은 통화공급자가 공정할 때만 가능합니다. 그러나 2008년과 2009년 위기에서 보듯이 미연방준비은행과 유럽중앙은행은 공정한 통화공급자가 아닐 수도 있습니다. 사실, 그들이 공정하지 않을 것을 기대하는 것이 더 합리적입니다. 한 국가, 하나의 통화는 한 지역, 하나의 통화로 확대할 수 있는 게 아닙니다.

이러한 구조적 문제를 방지하기 위해 아시아 통화의 사용 다변화를 모색해야 합니다. 어떤 아시아 통화가 단기에 국제통화가 되어야 한다는 말을 하는 것은 아닙니다. 그러나 아시아는 일본의 엔화, 한국의 원화, 그리고 중국의 인민폐 등을 역내 무역 결제수단으로 다변화해야 합니다. 이를 통해 아시아의 달러의존도를 크게 줄일 수 있으며 역내 국가와 금융기관의 신용등급을 끌어올릴 수 있습니다. 그것은 자본 발달을 지원하고 대형 아시아 금융기관의 설립을 촉진할 것이며 국제사회 관련 논의에서 아시아의 발언권을 확대할 것입니다.

| 안드레 마이어 IMF 홍콩사무소 소장 |

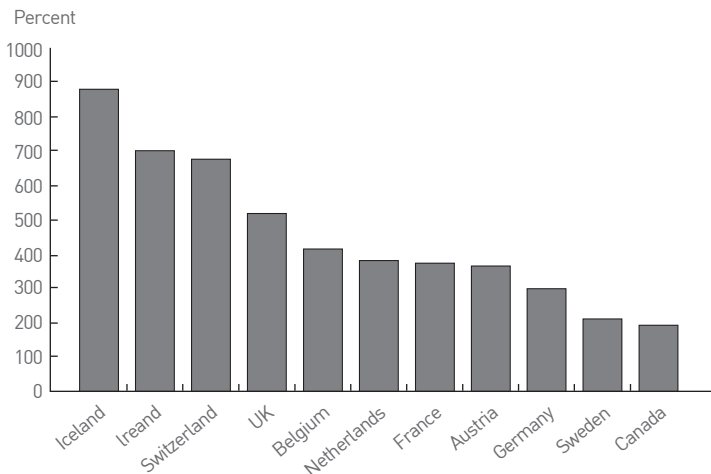
이창용 박사가 언급한 장기 구조적 도전에 대해 간단히 언급한 후 현재 시점에서 유럽 위기 여파에 대한 아시아의 대처방안을 논의하겠

습니다. 이창용 박사 발표의 요지는 아시아에 강점이 많고 상당한 발전을 이루었지만 그 깊이와 규모, 지역통합에서는 아직 발전이 미흡하다는 것입니다. 그 분석에 동의하며 이창용 박사가 제기한 일부 문제에 다른 시각을 제공하는 것으로 논의를 진행하겠습니다.

아시아는 열등의식에 시달릴 필요가 없습니다. 아시아 여러 나라의 금융 부문이 상대적으로 작은 것은 분명합니다. 하지만 이는 역으로 아시아가 여러 선진 경제국에서 나타났던, 과도하게 급속한 금융 발전으로 인한 위험을 피했다는 것을 의미하기도 합니다. 간단히 말하자면, 크다고 다 좋은 것은 아닙니다. 그렇다면 아일랜드와 아이슬란드, 영국이 전 세계에서 가장 좋은 금융시스템을 가지고 있을 것입니다(그림 3).

많은 사람이 그런 금융 시스템에 중대한 문제가 있다는 데 동의하리

〈그림 3〉 2007년 GDP 대비 금융시스템 자산



Source: IMF

라 생각합니다. 스위스에서조차 역동적인 자국의 대형 글로벌 투자은행들에 문제가 있습니다.

이는 은행과 마찬가지로 채권시장에도 똑같이 적용됩니다. 그렇습니다. 큰 규모는 높은 유동성과 깊이^{depth}를 뜻합니다. 하지만 일본의 대형 채권시장과 훨씬 작은 한국 채권시장 중에 하나를 선택하라면, 아마 한국 채권시장을 택할 것입니다. 기업채권시장에도 비슷한 원리가 적용됩니다. 미결제 기업부채는 잠재적으로 더 많은 차입을 의미합니다. 그러나 최근 아시아 기업들은 비교적 보수적인 태도를 취했습니다. 주로 자가조달금융에 많이 의지했습니다. 논쟁의 여지는 있지만 이는 좋은 선택이었습니다.

지역통합도 분명 이득이 있지만 역효과가 날 수 있습니다. 지금 유로존에서 이 사실을 고통스럽게 배우고 있습니다. 덧붙이자면 아시아가 유로존 위기에서 비교적 잘 견디는 것은 유로존의 취약한 국가들과 밀접하게 연관되지 않아서인 까닭도 있습니다.

약간 농담조로 말했지만, 궁극적으로는 통합되고 심도 있는 금융시장에 반대하는 것은 아니지만, 금융발전의 규모나 속도보다는 질이 중요합니다. 이창용 박사가 언급한 대로 금융시장이 실물 경제에 기여하도록 신중한 감독이 필요합니다. 그렇지 않으면 금융이 규제기관과 감독기관의 발전 속도를 넘어서버려 역효과를 낼 수도 있습니다. 특히 달러 조달에서의 지속적인 의존과 역내외 포트폴리오 흐름 변동성 같은 구조적 취약점을 안고 있는 아시아에 해당되는 말입니다.

아시아는 이런 도전에 어떻게 대처했습니까? 우선 아시아는

1997~1998년 금융위기 때보다 차입과 통화불일치가 감소해 민간과 공공부문의 대차대조표가 건전해졌습니다. 두 번째 중요 요인은 금융 산업에 대한 신중한 감독입니다. 세 번째로 아시아는 현저히 큰 규모의 외환보유고와 많은 국가에서 채택하는 변동환율제의 충격 흡수력 덕분에 외부 충격에 대한 내성이 강합니다.

여러 단점을 언급했습니다. 그러나 아시아 금융시장에 이익이 되는 방향으로 확대되고 발전할 여지는 분명 많습니다. 이러한 진전은 기업의 신용접근을 더욱 용이하게 할 것입니다. 자산 선택의 폭이 넓어지기 때문에 투자자들의 위험 분담 기회가 확대될 것입니다. 시간이 지나면 역내 시장에 대한 이해도가 높아지고, 변동성이 적어져 더욱 안정적인 아시아 투자 기지를 마련할 수 있을 것입니다.

IMF의 몇몇 동료는 최근 보고서에서 금융 발전은 아시아 경제의 과도한 수출의존도를 극복하도록 도와줄 것이라고 주장했습니다. 아시아가 금융시장을 발전시키면 내수를 발전시킬 기회가 더 커집니다.

그러나 아시아에는 심각한 장애물도 있습니다. 예를 들어, 은행 부문의 경쟁, 특히 국경 간 경쟁에 영향을 미치는 중대한 장벽이 아직 남아 있습니다. 자본 유출입에도 제약이 있어 금융시장의 발전을 저해하고 있습니다. 그 때문에 국내 자본시장의 유동성이 상당히 적습니다. 이는 닭이냐 달걀이냐의 문제입니다. 시장이 작으면 비유동적일 가능성이 높습니다. 유동성이 적으면 발전을 저해할 수도 있습니다.

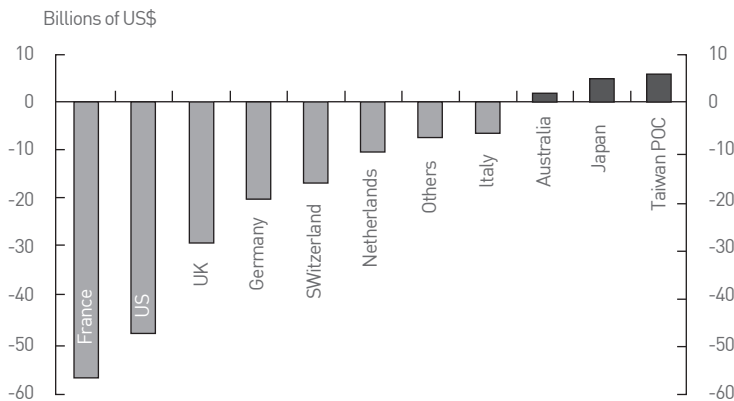
그렇지만 나는 아시아 금융시장의 발전을 낙관합니다. 선진국보다 좋은 펀더멘털을 가진 국가들의 금융자산에 대한 투자자들의 강한 의

욕 때문이 아닙니다. 이 문제는 두 번째로 언급하고자 하는 아시아의 유로존 위기 여파 대처 방안과 직결됩니다. 아시아가 영향을 받는 하나의 경로는 유럽 은행들의 긴축입니다. <그림 4>에서 보드시피 대부분의 서방 대출자들이 프랑스와 미국 은행들을 필두로 2011년 하반기에 아시아에 대한 노출을 전반적으로 줄였습니다. 그러나 이를 상쇄할 몇 가지 중요한 경향 덕분에 그 영향은 제한적이었습니다. 첫째, 일본, 호주, 대만 그리고 싱가포르 등 아시아 은행들이 서방 은행들이 철수한 만큼 시장을 점유해 그 공백을 채웠습니다.

둘째, 유럽 은행의 긴축 때문에 협조융자 syndicated loan 시장이 위축된 만큼 수준 높은 아시아 기업이 채권 시장에 진입했습니다.

한 가지 고무적인 사실은 크게 우려했던 무역금융시장 경색이 일어나

<그림 4> 2011-12년 국가별 국제결제은행(BIS) 보고 의무 은행의 아시아 신흥시장 내 상황 청구 변화



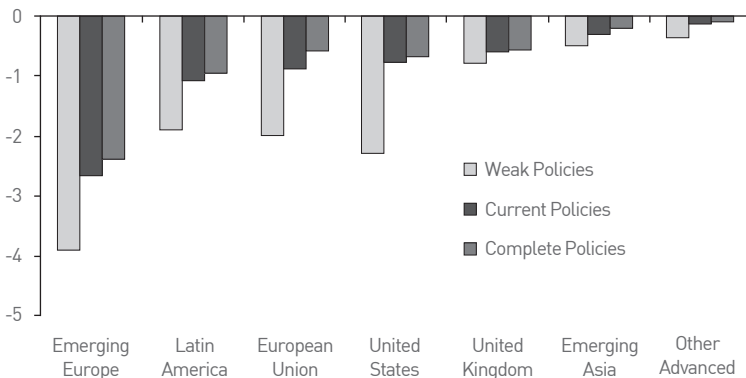
Source: IMF

지 않았다는 것입니다. 지난 2011년 10월 이것은 매우 큰 걱정거리였습니다.

무역금융은 전형적으로 단기이기 때문에 매우 급속히 폭락해 손실을 입을 수 있습니다. 그러나 무역금융의 단기 지급기일은 약점이기도 하지만 강점이 되기도 합니다. 자금여력이 있지만 비교적 위험이 적은 단기대출 기회를 찾고 있는 은행들에겐 무역금융이 매력적이기 때문입니다. 따라서 유럽 은행들은 긴축했지만 다른 은행들은 적어도 지금으로서는 기꺼이 나선 것입니다.

앞을 내다보면, 분명 유럽에서 위기가 더욱 심화될 위험이 있습니다. IMF의 최근 <국제금융안정성보고서 Global Financial Stability Report>는 여러 가지 시나리오에서 추가적인 글로벌 디레버리징이 얼마나 일어

<그림 5> 2013년까지 유럽연합 은행들의 신용 공급 축소



Source: IMF

날지 수량화해보았습니다.

〈그림 5〉에서 보듯이 일부 지역, 특히 중부 및 동유럽은 상당히 강한 영향을 받겠지만 신흥 아시아에 대한 영향은 좀 더 약할 것입니다. 무엇보다도 이는 아시아에서 유로존 은행의 역할이 비교적 제한적이라는 것을 나타냅니다.

그래도 우려는 있습니다. 전통적으로 유럽 은행들이 상당한 비중을 차지하는 특정 시장들에서 문제가 생길 수도 있기 때문입니다. 장기 프로젝트 및 인프라 금융시장이 주요 후보지의 하나입니다. 현재 이곳은 유럽, 특히 프랑스 은행들의 긴축뿐 아니라 장기 달러 자금 시장의 전반적인 경색 때문에 압박을 받고 있습니다.

만약 은행들이 자체적으로 장기 달러 자금을 확보하지 못한다면, 새로운 장기 달러 대출에 관심을 보이지 않을 것이고, 이는 곧 이 시장의 피해로 이어집니다. 이 문제에 대한 단기 해결책을 찾기는 어렵지만, 장기적으로 국제금융공사(IFC)나 아시아개발은행 같은 기관의 공적 지원과 프로젝트 채권의 발행을 포함해 채권 시장의 발달이 결합된 복합적인 대책을 구상할 수 있을 것입니다.

| 신지 다카기 오사카대 교수 |

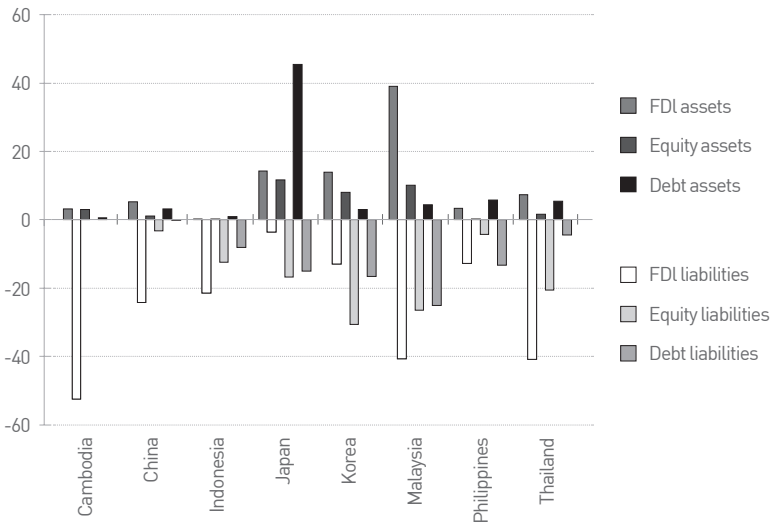
나는 아시아가 많은 자본을 수출하면서 금융 중개는 외부시장에 의

존하는 이유를 집중적으로 논의하고자 합니다.

이창용 박사는 “아시아가 아시아를 위해 자금을 조달할 수 있는가?”라고 질문했습니다.

내 대답은 정부 정책 변화와 제도 개선 없이는 불가능하다는 것입니다. 낮은 신용등급은 장기 유입을 줄인다는 이 박사님 말에 동의합니다. 마이어 박사는 금융통합이 이루어지지 못한 몇 가지 이유를 제기했습니다. 나는 크게 두 가지를 강조하고 싶습니다. 마이어 박사가 언급한 아시아에서 자금 유출입의 제한 문제를 언급했습니다. 그 중 중요한 부분은 유출의 제한이라고 생각합니다. 또한 국제 투자자들은 투자 보호 및 회계 규칙들이 적절하지 않다고 생각합니다.

〈그림 6〉 2010년 국제투자 포지션 (GDP 대비 비율)

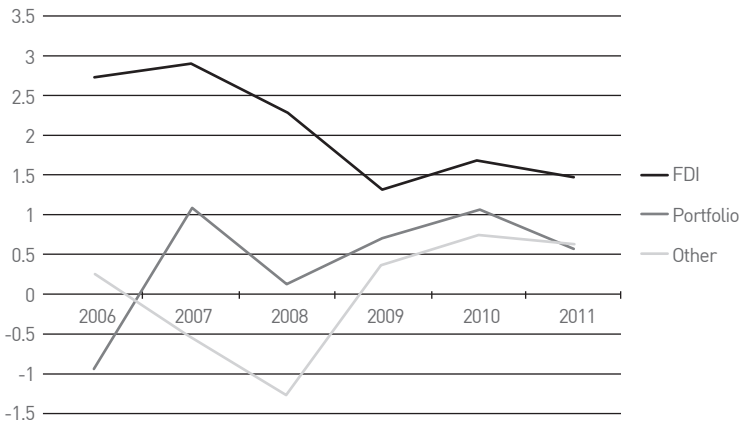


Source: IMF International Financial Statistics

〈그림 6〉에서 싱가포르를 제외한 아시아의 견고한 나라들 중 일부를 볼 수 있습니다. 이들 대부분의 국가에서 성장 자산 포지션은 매우 제한됐으며 흐름 대부분이 외국인 직접투자(FDI)에 있습니다. 〈그림 7〉은 아시아의 개발도상국만 보여줍니다. 순유입 대부분이 외국인 직접 투자에서 오는 것이 매우 분명합니다. 이것은 동유럽 및 라틴아메리카를 제외한 대부분 개발 경제의 전형입니다. 주로 외국인 직접투자의 형태로 자본유입이 이루어지는 것은 투자자들이 시장을 신뢰하지 않아서 일정한 통제력을 유지하려 하기 때문입니다.

또 다른 문제는 자본 유출이 유입보다 더욱 통제되기 때문에 아시아가 저성장 자산 포지션을 갖고 있다는 것입니다. 이는 아시아 경제로의 자본 유입 대부분이 역외에서 발생함을 의미합니다. 경상수지 흑

〈그림 7〉 개발도상 아시아의 순자본 흐름 (GDP 대비 비율)



Source: IMF WEO Database, April 2012

자를 감안할 때, 대부분의 유출은 민간 부문을 통해 일어나고 있습니다. 아시아 국가들이 민간 부문의 자유로운 자본 수출을 허용하지 않는 한 아시아의 금융통합은 일어나지 않을 것입니다. 더욱이 법 구조 개선을 포함해 더 나은 제도가 구축되지 않는 한 아시아로의 자본 유입 대부분은 외국인 직접 투자의 형태로 남을 것입니다.

／ 윤창현 한국금융연구원 원장 ／

나는 아시아의 금융과 제조업에 관한 몇 가지 문제를 다루고자 합니다. 아시아의 제조업은 양호하나 금융이나 기타 서비스는 뒤떨어진다는 것이 이창용 박사 발표의 요점입니다. 금융업계가 어떻게 선진 경제를 따라잡을 수 있을까 하는 것은 쉬운 문제가 아닙니다.

금융위기 이전 한국에서는 동북아 금융 허브의 구축에 대한 논의가 있었습니다. 그리고 금융산업이 성장엔진이 되어야 한다고 생각했습니다. 그러나 위기 이후 사람들은 금융 산업이 조용하기를 바랐습니다. 사람들은 금융 산업을 위기의 원인으로 보고 있습니다. 정치인들은 금융에 종사하는 내가 조용히 있기를 원합니다. 그래서 내가 금융 산업의 성장이나 금융 업계에 도움이 될 정책 추진에 대해 이야기하기가 힘듭니다. 정치 풍토의 변화는 중요하지만 금융산업에게는 아직 어려운 문제입니다.

시속 150마일로 달리던 자동차들이 사고를 냈습니다. 이 자동차들이 미국의 금융산업입니다. 아시아에서의 자동차 속도는 시속 50마일이었고, 사고가 거의 없었습니다. 이제 미국에서 속도 제한 규제를 시간당 100 마일로 낮춰야 한다고 말합니다. 이 경우, 아시아 경제에는 어떤 경제 전략이 필요할까요? 아시아가 속도 제한을 시간당 30마일로 낮춰야 할까요? 속도 제한을 70마일까지 높여 격차를 줄이는 게 더 바람직할 것입니다.

한국 금융산업이 위기의 근원이 아니었지만 동시에 한국에서는 미국과 유럽의 금융 산업과 동일하게 비판받았습니다. 더 발달된 금융 산업과 격차를 줄이는 것이 매우 중요하기 때문에 이것은 정말 큰 문제입니다. KB은행은 이 문제에 대해 적극 지원하고 있으며 KB금융 그룹의 어윤대 회장은 외환 저축과 관련해 다양한 문제를 논의했습니다. 수출에 강세를 보이는 한국 제조업은 많은 달러를 보유하고 있지만 그 달러를 외국 은행에 예치합니다. 한국 은행들은 달러 유동성 부재로 외국 은행으로부터 고이자로 차입해오지만, 아이러니하게도 원래 달러 자금조달처는 삼성과 현대 등 국내 기업입니다.

한국 은행들은 한국 기업들이 자기 은행에 예금을 하지 않는다고 불평합니다. 한국 은행들은 기업들이 성장할 때, 자신들에게서 도움을 받았다고 생각합니다. 하지만 그들이 대형화한 뒤로 한국 은행들에 예금하지 않고 외국 은행들이 중개를 통해 이익을 내고 있습니다. 현재 한국금융연구원에서 이런 상황을 분석하고 있습니다. 한국 금융시장에는 이렇게 복잡한 문제들이 존재하며 격차감소의 필요성에 대한

이창용 박사의 의견에 동감합니다. 베세토 BESETO, 베이징·서울·도쿄 생성이 도움이 될 수도 있습니다. 할 일이 많이 있고 베이징, 서울, 도쿄가 더욱 높은 단계로 발전해 협력기관을 설립해야 합니다. 이창용 박사가 말했듯 아시아는 달러 의존을 줄여야 합니다.

/ 이창용 /

윤 박사는 신용등급의 중요성을 강조했습니다. 왜 삼성과 현대는 한국에 달러를 예치하지 않을까요? 예치하라든지 하지 말라든지에 대한 어떠한 규제도 없습니다. 그러나 이러한 현상이 발생하는 이유는 한국 금융 부문의 두 가지 문제 때문입니다.

첫째, 신용등급이 외국 은행보다 낮습니다.

둘째, 한국 은행들은 국제 비즈니스에 필요한 국제적인 네트워크를 가지고 있지 않습니다. 기업들에게는 높은 신용등급과 국제적인 네트워크를 가진 곳에 예금을 하는 것이 훨씬 쉽습니다. 나는 한국 은행들이 그런 방향으로 변화해야 한다고 생각합니다. 국제 비즈니스와 폭넓은 네트워크 구축에서 민간 부문이 많은 것을 할 수 있습니다. 하지만 신용등급은 정부 지원 없이는 제고가 어려울 것입니다. 다카기 교수는 정부의 정책이 변화해야 한다고 언급했습니다. 달러 의존성은 민간 부문 자체적으로 해결할 수 없습니다. 시장자유화에 따라 달러

의존성이 증가한다고들 합니다. 달러의존도 증가와 함께 위험도 생깁니다. 성공을 보장할 수 없습니다.

우리 모두 문제를 알지만 답은 모릅니다. 점차 변화해야 한다고 생각하지만 구체적 해결책이 없습니다. 이 문제를 해결하기 위한 구체적인 방안으로 아시아 역내 무역결제 확대를 제안하고 싶습니다. 홍콩과 중국 본토 간 무역결제 시스템이 좋은 예입니다. 이는 금융 부문에서 다양한 사업을 만들어냅니다. 그런데 이것이 확장되지 않는 이유는 무엇입니까?

한국의 중국, 일본과 아세안 국가들과의 무역관계는 두텁습니다. 중앙은행들이 상호협력을 통해 무역 결제시스템을 구축할 수 있습니다. 이렇게 하면 달러의존도를 상당히 줄일 수 있습니다. 완전한 자유화나 규제완화, 또는 현지 통화의 국제화가 요구되는 것은 아닙니다. 이런 일들은 점차적으로 할 수 있습니다. 그러나 이러한 시스템이 구축되어 있다면, 달러의존도를 줄이고 금융산업과 다른 부문에서 더 많은 관련 비즈니스가 생겨날 수 있습니다. 이것은 아시아 은행들의 국제화에 민간 부문이 역할을 할 수 있는 기회를 제공할 것입니다.

모두가 문제에는 동의합니다. 그러나 정부는 필요한 기반시설을 제공하는 데 적극적이지 않습니다. 아시아의 제조업 부문은 발달 과정에서 정부가 도로, 특별수출지역 및 항만 등 필요한 기반시설을 제공했습니다. 마찬가지로, 아시아 경제가 서로의 통화로 거래할 수 있도록 정부가 금융산업에 필요한 기반시설을 제공해야 합니다.

질문과 답변

Q

이창용 박사가 미얀마는 은행 지점 수가 충분하지 않다고 언급했습니다. 그러나 유럽은 모바일 뱅킹 같은 다른 금융 방법들을 모색하고 있습니다. 미래의 은행은 다수의 지점과 자산 규모 대형화가 성공에 필수적 요인이 아닐 수 없습니다. 미국에 비해 강도는 좀 덜하지만 유럽에서도 은행은 별도의 산업으로 발달했습니다. 아시아도 그런 방향으로 가야 하지 않을까요?

| 이창용 아시아개발은행 수석이코노미스트

어떤 의미에서는 그 말이 맞습니다. 은행 지점 수가 반드시 좋은 판단 기준이라는 뜻은 아닙니다. 다만, 미얀마 시장이 아직 개발이 많이 안 되었다는 것입니다. 앞으로는 모바일 뱅킹이 늘어날 것으로 생각되며 이는 아시아가 격차를 줄일 수 있는 방법의 하나가 될 것입니다. 여러 모델이 있겠지만, 효율성과 글로벌 활동 등에서 개선할 여지가 많습니다. 활용 모델은 상황에 따라 달라집니다. IT 기술이 낮은 미얀마 같은 경우에는 모바일 뱅킹은 즉각적인 해결책이 될 수 없습니다.

Q

이창용 박사가 제기한 중요한 포인트 중 하나는 아시아의 금융자산이 산업 발전에 뒤처진다는 것입니다. 실제 어느 정도의 아시아 자산이 역외의 금융기관에 예치되어 있습니까? 이런 자산들을 포함한다면 아시아가 충분한 금융자산을 보유하고 있는 것 아닙니까?

| 이창용

어느 정도가 충분한지 규정하기는 어렵습니다. 다만, 일본, 중국, 한국의 외환보유고에서 보듯이 아시아는 많은 자산을 보유하고 있습니다. 이러한 자산의 재활용 여부가 더 중요한 문제입니다.

Q

국가 채무 등급이 아시아 산업의 발전과 강점을 제대로 반영하지 못하고 있습니다. 이미 언급된 문제들 중 하나는 달러보유고였습니다. ADB 또는 신용평가기관이 국가재정을 보호할 수 있는 달러보유고의 적정 수준에 대해 연구했습니까?

| 이창용

최적의 보유고 규모에 대한 이론은 많습니다.

Q

그렇다면 질서 있게 이런 일을 진행할 방법은 있습니까?

| 이창용

가능성은 있습니다. 위기 국가들이 구조조정 계획을 재수립하고 재정 여력이 있는 국가들은 재정 활용에 초점을 맞춰 유럽의 재정·금융 정책을 재조정하고, 공동보증 프로젝트 채권 project bond 과 유럽투자은행 EIB 을 통해 대규모 투자를 감행하는 한편, 전 유럽연합의 금융 감독과 은행문제 해결안에 큰 진척이 있다면 가능할 것입니다.

세션 II

유럽 국가채무와 금융위기가
아시아 금융기관에 미치는 영향

사회 조운제 서강대 교수

발표 형 트란 국제금융협회(IIF) 사무부총장

토론 아레산드로 레이폴드(Alessandro Leibold) 리스본 카운슬(The Lisbon Council) 수석이코노미스트

김준일 한국은행 부총재보 겸 수석이코노미스트

| 조운제 서강대 교수 |

유럽 재정위기와 금융위기의 암운이 드리운 지 상당한 시간이 지났습니다. 지난 몇 주간 전망은 더욱 어두워졌고 해결의 실마리는 보이지 않고 있습니다.

이번 세션에서는 유럽 위기의 전망과 유럽 위기가 아시아 금융기관에 미치는 영향에 대해 토론하고자 합니다. 먼저 발표자들을 소개합니다. 먼저 국제금융협회 사무부총장 겸 고문이며 한국과 세계경제연구원과도 긴밀한 관계를 유지하고 있는 형 트란 박사가 발표합니다. 형 트란 박사는 IMF에서 통화자본시장국 부국장을 지내기도 했습니다. 아레산드로 레이폴드 박사는 2003년 설립된 브뤼셀 소재 싱크탱크인 리스본 카운슬의 수석이코노미스트입니다. IMF 유럽국장 대행을 역임했습니다. 마지막 토론자는 한국은행 수석이코노미스트

이자 부총재보인 김준일 박사입니다. 전에 IMF에서 일한 경험이 있습니다.

/ 형 트란 국제금융협회 사무부총장 /

지난 2년 반 동안의 유럽 위기는 세계 경제와 금융시스템에 이미 많은 시사점을 내포하고 있지만 이들이 발현되기까지는 여러 해가 걸릴 것입니다. 금융위기와 그것을 해결하기 위한 노력에 대해 내가 생각하는 것을 다섯 가지로 제시하고자 합니다.

첫째, 고소득 선진국들이 국가채무 위기를 겪는 것이 처음입니다. 2차 세계대전 이후 몇 차례 국가채무 위기는 있었지만, 이는 신흥시장 채무국들이 달러나 외환이 부족해 발생한 일이었습니다. 국내 국가채무 위기는 이번이 처음입니다. 이 사실이 중요한 이유는 현대 금융의 근간이 국가 발행 금융상품이 안전하다는 전제 하에 이루어졌기 때문입니다. 은행에서는 이런 상품을 위험 대비와 유동성 확보에 사용합니다. 근본적으로 이런 상품들은 은행 대차대조표와 시스템을 안정화하는 역할을 합니다.

2010년 5월까지의 그리스 국채도 다른 유럽국가 국채와 다를 바 없었습니다. 바젤 자본규제에서도 위험가중치가 없었고 유럽중앙은행에서 담보로 사용될 때도 차별되지 않았었습니다. 그러나 이제는 이런

국채도 신용 위험과 손실이 있는 상품으로 평가받습니다.

위기에 대한 당국의 반응을 보면 손실을 가늠할 수 있습니다. 각국 정부가 그리스 국채를 보유한 민간부문에 PSI(Private Sector Involvement)라 불리는 국채교환 프로그램에 참여하라는 압력을 넣고 있기 때문입니다. 유럽은행감독청(EBA)은 국채를 보유한 유럽 은행들에게 거래 포트폴리오와 매도가능증권 포트폴리오뿐 아니라 만기보유증권과 대부금 기입장에까지 시가평가회계 도입을 요구했습니다. 보유국채에 대한 비준금도 늘리도록 강제했습니다. 엄청난 금융위기로 모든 선진국의 재정악화가 사라져도 은행과 금융의 기반은 이미 악화되었습니다. 그리스사태는 빙산의 일각일 수 있습니다.

스티븐 로치 교수가 언급했듯이 ‘방 안의 코끼리(the elephant in the room)’ 같은 문제는 바로 미국입니다. GDP의 100%가 넘는 엄청난 수준의 부채와 GDP의 8%를 차지하는 큰 적자와 점점 제대로 기능하지 못하는 정치 프로세스를 볼 때 미국의 국가부채 문제가 표면화될 가능성이 큼니다. 세계 모든 중앙은행의 문지기로서 국제 금융시스템의 근간 역할을 하던 미국 국채의 가치가 지속적으로 하락해 신용등급이 떨어진다면 이는 매우 중대하고 부정적인 상황이 될 것입니다.

둘째, 통화동맹에 속한 국가가 국가채무 위기를 경험하기는 처음입니다. 따라서 채무국은 통화정책과 환율정책을 통제할 수 없습니다. 과거 국가채무 위기 때 해당 국가는 예산과 국제수지 적자를 줄이는 구조조정은 거쳐야 했습니다. 통화정책 완화와 통화 평가절하가 그러한 재정통합 노력에서 비롯된 충격을 완화했습니다. 그러나 그리스와

마찬가지로 스페인, 포르투갈, 아일랜드, 이탈리아의 경우 통화정책 완화와 통화 평가절하로 충격을 완화하는 대신 재정통합에 더해 압력과 고통을 가중시키고 있습니다.

그리스의 경우 지난 3년간 GDP의 18%가 그런 순응적인 조정에 의해 위축되었습니다. 하지만 그렇게 해도 독일과의 한계비용경쟁력 격차를 3분의 1밖에 좁히지 못했습니다. 나머지 격차를 해소하려면 GDP를 20%나 더 감축해야 합니다. 그리스 국민에게 이를 요구하거나 강제하는 건 불가능하다고 생각합니다.

셋째, 재정동맹 없는 통화동맹은 지속가능하지 않습니다. 그러므로 유로존에 속한 국가들은 완전한 정치동맹에 기반을 둔 재정동맹 절차를 밟든지 현 유로존을 바꾸는 수밖에 없습니다. 해체를 하든지 혹은 좀 더 자연발생적인 독일 마르크 블록 통화권으로 축소해야 합니다. 이러한 관점에서 보더라도 현재까지의 노력은 비생산적이고 비효율적이었습니다. 완전한 재정상호화와 유로존 통합 진행 없이 어중간한 정책이나 재정협약, 재정긴축을 도입할 수 없습니다. 이는 일련의 유럽 선거에서 나타난 대중의 반응으로 어느 정도 증명되었습니다. 통합이나 성장에 대한 전망 없이 긴축재정에만 집중하겠다는 생각은 신뢰를 잃고 있습니다. 좀 더 균형잡힌 종합정책이 바람직하지만 이를 도출해내기는 쉽지 않습니다. 사정이 어려운 유럽 국가들의 경제를 경쟁력 있게 만들려면 신중한 재정통합 속도와 유럽 주변국 경쟁력 강화를 위한 쇄신된 구조조정 노력 사이에서 균형을 유지해야 하기 때문입니다. 그조차도 충분하지 못합니다.

앞서 언급했듯이 분명한 재정동맹 목표를 향한 균형정책 접근이 필요합니다. 이를 위한 몇 가지 구체적인 조치가 있습니다.

하나는 유럽재정안정기금 EFSF 과 유럽안정기구 ESM 가 전 유럽 예금 보험제도를 폭넓은 예금보험제도로 활용해 그리스 외에도 포르투갈 과 스페인에서 큰 위협으로 떠오른 예금인출 사태의 위협을 줄이는 것입니다.

결국 유로존 국가들이 공동으로 발행하는 공동 유로본드가 재정위험과 책임을 완전 상호화 mutualization 하는 조치가 될 수 있습니다. 하지만 이제까지 보았듯이 유럽은 천천히, 그것도 위기가 닥쳤을 때만 움직입니다. 불행히도 위기를 몇 번 더 겪어야 진전이 있을 것 같습니다.

넷째, 문제 해결에 필요한 정책에 요구되는 조건을 볼 때, 유럽 당국이 설립한 방화벽은 유동성에 기반을 둔 방화벽입니다. 이는 그다지 탄탄하지 못합니다. 단기 유동성 공급에는 도움이 되지만 문제해결책은 아닙니다. 오히려 앞으로 더 심각한 문제가 될 재정불균형을 심화시킬 수 있습니다. 예를 들어봅시다.

유럽 경제권역 내의 유럽간 실시간 자동결제이동시스템 TARGET2 이 아니었다라면 국제수지 조정은 훨씬 빨랐을 것입니다. 독일과 네덜란드, 오스트리아 같은 경상수지 흑자국은 적자국에 비해 많은 채권을 보유하고 있습니다. 현재 독일연방은행은 7천억 유로의 채권이 있는데 비해 적자국들은 그 만큼의 채무를 지고 있습니다. 유로존 통합 상태가 지속되는 경우는 문제가 없지만, 어느 한 국가가 탈퇴하면 많은 후유증이 발생하고 그로 인한 손해는 흑자국, 이 경우엔 독일연방은

행에 돌아올 것입니다. 이것이 독일연방은행 관리들이 그리스 문제의 해결을 모색하면서 초조해하는 이유입니다.

다섯째, 유럽 지도자들이 2차 그리스 구제금융 조건으로 제시한 그리스의 국채교환 프로그램은 좋은 선례도 있었지만 일부는 금융 시장, 특히 유럽 국채시장에 매우 나쁜 선례가 되었습니다. 이런 선례들은 유럽 국채시장의 기능과 행동을 변화시킬 것이고 시사점도 큼니다. 우선, 채무국에 문제가 생겼을 경우 채무국, 공식 자금조달기관-주로 IMF가 되겠지만 이 경우에는 유럽당국-과 민간 채권자들이 모여 공명정대한 해결책을 모색하기 위해 선의의 협상을 해야 합니다. 하지만 유럽 국가들은 그리스에 자금을 제공하는 과정에서 그리스 국채교환 프로그램을 완전히 정치문제로 만들어버렸습니다. 애초에 IMF가 설립된 목적이 의회를 거치지 않고도 자금공급계획을 세우고 협상할 수 있게 하기 위한 것이었으나 그리스의 경우 유로존 17개국 의회에서 모든 사항을 일일이 검토하고 승인해야 했으므로 복잡하고 더디게 진행되었습니다. 이런 방법은 위기를 해결하는 데 그다지 효율적이지 못합니다.

자발적 교환에서는 결과적으로 액면가의 75%에 달하는 손실이 발생합니다. 국가채무재조정에 대한 두 가지 기준 때문에 이 점이 큰 문제가 됩니다. 하나는, 우루과이와 최근에는 세인트키츠네비스 사례에서 보였던 자발적 행사와 교환입니다. 채권자와 채무자 간의 진정한 자발적 토론을 통해 50% 헤어컷(haircut, 소유증권 평가절하)으로 채무교환이 이루어졌습니다. 다른 하나는 아르헨티나 같은 국가에서 실시

한 일방적인 방법입니다. 채무자가 채권자에게 일방적으로 75%라는 대량의 헤어컷으로 채무교환을 해버렸습니다. 그리스의 경우, 7개월의 자발적 협상 기간이 있었던 것은 좋지만 그 결과가 75%의 헤어컷이라는 데 문제가 있습니다. 더욱 심각한 것은 유럽중앙은행, 유럽 국가들의 중앙은행과 심지어 유럽투자은행 같은 공공기관들까지 민간 부문에 시행되는 채무교환을 피하기 위해 우선적 지위를 요구했다는 점입니다. 이제 정부발행 국채를 권 민간 채권자들은 실질적으로 공공기관에 예속되었습니다. 스페인과 포르투갈, 이탈리아 같이 문제를 겪고 있는 국가들의 민간 채권자들은 점점 권리를 박탈당하고 예속되는 기분을 느끼고 있습니다. 그래서 그런 채권자들이 유럽시장에서 빠져나가는 것입니다. 이러한 상황을 안정시키는 것은 매우 힘들 것입니다.

유럽 위기가 세계 경제와 아시아 경제에 미치는 영향은 명확합니다. 여러 발표자가 은행 자금시장, 투자 흐름, 무역 흐름을 통한 위기의 전파를 언급했습니다. 아시아, 특히 중국이나 한국 같은 국가에서 급격하게 수출 감소가 일어나는 것을 보았습니다. 이제까지 본 문제들은 그리스의 유럽통화동맹 탈퇴 이후의 영향에 비하면 아무것도 아닙니다. 유럽 관리들과 기타 관련자들이 그리스의 유로존 탈퇴 가능성에 안일하게 대처하고 있는 것이 현재 가장 큰 문제입니다. 우리 계산에 따르면 그리스의 유로존 탈퇴는 주요한 위험성을 내포하고 있습니다. 우선, 그리스가 유럽의 공공 및 민간 채권자에게 지고 있는 4천억 유로의 손실 가능성입니다.

둘째, 그리스 경제에 막대한 붕괴가 일어나고 이제까지와는 비교도 안 될 정도로 GDP가 축소될 것입니다.

마지막으로, 위기 전파의 가능성이 유로존 모든 국가에 압력으로 다가올 수 있습니다. 탄력적인 세계 경제의 일부가 유럽을 구제할지, 유럽의 위기가 세계 경제를 오염시킬지는 여러분이 풀 주요 문제로 남겨두겠습니다. 나는 재정위기와 금융위기가 꼬아 심화될수록 유럽 문제가 우리의 발목을 잡을 가능성도 높아진다고 생각합니다.

/ 아레산드로 레이폴드 리스본 카운슬 수석이코노미스트 /

먼저 헝 트란 박사가 발표 말미에 제시한 비관적인 전망에 동의합니다. 유럽 문제가 어떻게 전개될지에 대한 답이 없습니다. 솔직히 말하자면 유로 위기가 어디로 가고 있는지 확실히 아는 사람은 아무도 없습니다. 뤽 꼬엔 Luc Coene 이나 패트릭 호노한 Patrick Honohan 같은 유럽중앙은행 이사회 위원처럼 ‘감당할 수 있다는 의견—바로 이런 점이 헝 트란 박사가 말했던 안일함이 아닐까 합니다’에서부터 크리스틴 라가르드 Christine Lagarde IMF 총재처럼 ‘상당히 엉망이다’라는 의견과 제티 아시아 Zeti Azia 말레이시아 중앙은행 총재의 말처럼 ‘상상할 수도 없을 만큼 큰 재앙’이라는 의견까지 전 세계에서 다양한 관측이 나오고 있습니다. 경제학자들이 유럽을 전망하는 것은 언제나 한계가 있습니다.

다. 정치적 요소를 계산에 넣어야 하는데, 그러한 정치적 요소가 어떤 변수로 작용할지를 알 수 없기 때문입니다. 유로존 위기관리는 좋은 나쁜든 정치가 주도해왔습니다. 주로 나쁜 영향을 미쳤습니다. 궁극적으로 정치가 경제통화동맹EMU의 운명을 결정할 것입니다. 훌륭한 경제학자인 찰스 굿하트 Charles Goodheart 교수는 “유로를 이해하기 위해서는 경제학이 아닌 정치경제학을 알아야 한다”고 명확하게 지적했습니다.

유로존의 운명을 좌지우지하는 정치권의 형성은 사안에 대한 반응을 대략 짐작할 수 있는 기존 정치인들이 떠났기 때문에 상황이 더욱 어려워졌습니다. 그 권력은 국민과 새롭지만 혼란스럽고 확실치 않은 정치성향을 표방하는 새로운 정당에게 넘어갔습니다. 한 가지만은 확실합니다. 통화동맹이 유연하게 작동하려면 통합과 중앙집권을 강화해야 합니다. 금융위기가 유럽 지도자들을 이런 방향으로 유도하는 가운데 유로 주변국의 구조조정에 혹은 유로 중심국의 긴급 구제의 피로감은 유권자들을 그 반대 방향으로 유도해왔습니다. 진정한 위험은 이 과정을 거치면서 겪은 압력이 전체 유로 통화연합 프로젝트의 정치적 상황을 바꾸었고, 그로 인해 유로존 체제를 단단히 묶었던 정치적 야교가 약해지는 것입니다.

모두가 생각하고 있는 문제는 당연히 그리스입니다. 우리는 마지막, 비유컨대 그리스 비극의 막장에 도달해 있습니다. 유로존 탈퇴가 점점 중심 시나리오가 될 것으로 보입니다. 브뤼셀에서는 ‘그렉시트 Grexit’라는 신조어까지 등장했습니다. 그렇다고는 해도 누구도 그리

스 탈퇴와 그에 대해 책임지려하지 않기 때문에 배수진과 치킨게임이 아주 오랫동안 지속될 거라 생각합니다. 애초부터 유로존 위기의 특징이 그러했듯이 질서정연한 대책 구상과 발표, 신속한 이행보다는 예금인출 같은 사건의 촉발 등으로 유로 사태가 전개될 가능성이 높습니다.

그런 일이 일어날 가능성이 있습니다. 조만간 일어나지 않는다면 그리스에서 결론 없는 선거를 한 번 더 거친 후일 것입니다. 국제 금융위기가 흔히 그랬듯이 ‘심판의 날’은 한여름 휴가 중에 올 것입니다. 이 시점에서 정말 중요한 질문은 그리스가 실제 탈퇴하면 유로존이 위기 전파를 효과적으로 차단해 포르투갈, 스페인, 이탈리아로의 확산을 방지할 수 있을지 여부입니다. 바로 이 점에 대해 <파이낸셜타임즈FT>가 ‘대답하기에는 너무 큰 질문’이라고 썼듯이 정말로 알 수 없는 질문입니다.

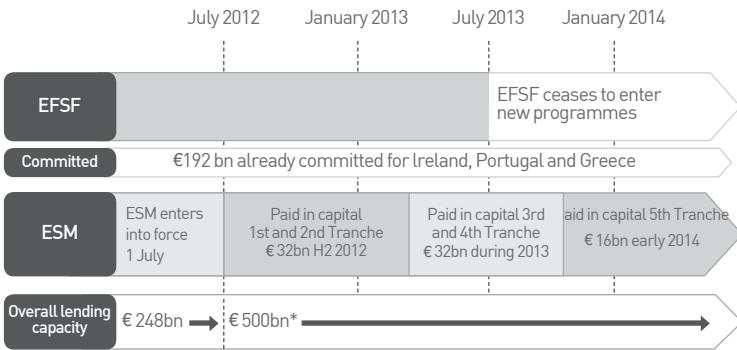
EU 지도자들은 지난 몇 달 전보다 상황이 훨씬 나아졌다고 주장합니다. 더 높은 방화벽과 필요한 제도를 갖추었다고 언급합니다. 하지만 크게 두 가지 측면에서 현실은 어둡습니다.

첫째, 유럽연합 지도자들이 뭐라 해도, 유럽연합의 방화벽은 그다지 높지 않습니다. 유럽재정안정기금이 발표한 자료에 삽입된 <그림 1> 같은 공식문서에도 이 점이 명확히 나타납니다. 현재의 메커니즘에서 유럽재정안정기금에는 4,400억 유로의 자금이 있습니다. 그 중 1,920억 유로는 그리스, 아일랜드, 포르투갈에 제공하기로 약속되었고, 2,480억 유로가 남았습니다. 그 점은 2012년 7월까지 변하지 않을 것입니다. 7월에는 유럽안정기구가 발족됩니다. 유럽안정기구의 최대

한도는 언제나 5천억 유로였고 현재까지 변함이 없습니다. 유로존의 방화벽 효과가 증가될 것이라는 발표에도 신규 대출 능력은 5천억 유로로 고정되어 있고, 한푼도 추가되지 않았습니다. 3월 말 유로존 장관들이 모여 보유고를 5천억 유로보다 낮추지 않겠다고 정하기는 했지만, 어차피 가능성도 없을 뿐더러 무모한 결정이라 받아들이지 않았던 것입니다. 이전 계획과 비교했을 때 이것이 유일한 증가입니다.

둘째, 더욱 심각한 것은 5천억 유로를 애초에 대출할 수 없다는 점입니다. 5천억 유로를 마련하려면 아직 출범하지 않은 유럽안정기구 불입자본 paid-in-capital 을 증가시키도록 발 빠르게 움직여야 합니다.

〈그림 1〉 유럽안정기구 대출능력



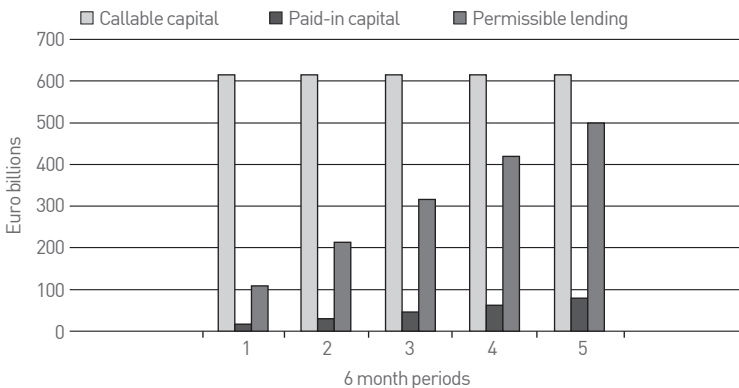
*From July 2012-2013 EFSF may engage in new programmes in order to ensure a full fresh lending capacity of €500 billion.

From mid 2013-early 2014, €500 bn leading capacity can be reached through accelerated capital payments, if needed.

Source: EFSF Fact Sheet, Luxembourg, 2012

아직 많이 논의된 주제가 아니기 때문에 <그림 2>를 이용해 간단히 설명하겠습니다. 유럽안정기구조약은 7천억 유로의 공제자금 subtract capital 을 제공하는데, 그 중 800억 유로는 불입자본이고 6,200억 유로는 대기자본입니다. 이론상으로는 언제든지 전액을 요청할 수 있습니다. 불입자본은 2012년 7월에서 2014년 초 사이에 다섯 번으로 나누어 점진적으로 투입될 예정이기 때문에 기구 출범 초기에는 자본이 훨씬 적습니다. 불입자본은 올해 가을까지 160억 유로밖에 안 됩니다. 이게 왜 중요할까요? 유럽안정기구조약에서 불입자본이 미대출잔고 outstanding loan 의 최소 15%를 구성하도록 규정했기 때문입니다. 실질적으로 유럽안정기구의 대출자금은 초기에는 1천 70억 유로에 불과합니다. 2013년 7월까지 유럽재정안정화기금의 미사용분을

<그림 2> 유럽안정기구 자본구조 및 대출능력



Source: Calculations Based on ESM Treaty

이용하도록 되어있습니다. 하지만 잘 보면, 2012년 10월까지 미사용분을 이용할 수 있다 하더라도 대출가능 자금은 3,500억 유로밖에 안 됩니다. 2013년 7월 유럽재정안정기금이 활동을 끝내서 미사용 자금을 이용할 수 없게 되면 대출자금은 3,200억 유로로 감소합니다. 그러므로 5천억 유로 전액은 2014년 초반 이후에야 활용할 수 있습니다. 지금 같은 상황에서는 아주 먼 이야기입니다.

5천억 유로 전액이 적절한 수단을 이용해 신속하고 효율적으로 사용된다고 가정해도 그리스 탈퇴로 생기는 위험은 5천억 유로를 넘어섭니다. 당면한 위험은 일부 주변국가에서 전면적인 예금인출이 발생하는 것입니다. 유일한 대응책은 유럽중앙은행의 전면개입입니다. 주변국가에서 대규모 예금인출사태가 일어날까요? 대중의 심리에 대해서는 잘 모르겠습니다. 하지만 그리스에서 전면적인 예금인출이 발생하기까지 이렇게 오래 걸렸다는 것에 놀랐습니다. 예금이 빠져나가고 있는 것은 사실입니다. 이번 주 월요일과 화요일에만 12억 유로가 빠져나갔습니다. 하지만 완전히 패닉상태라고 볼 정도의 금액은 아닙니다. 일일 예금액의 0.75%가 인출되고 있습니다. 무시할 만한 수준은 아니지만 노던 록 Northern Rock 사태 때는 일일 예금액의 5%가 인출되었습니다. 나는 25~30%가 인출되었다는 사실이 아니라 70~75%의 예치금이 남아있다는 사실에 놀랐습니다. 예금인출을 얼마나 비관적으로 생각해야 할지는 모르겠습니다. 다른 유로존 국가에서 예금인출이 발생한다면, 철학적, 법적 반대에도 유로존을 지키기 위해 유럽중앙은행이 전면개입 할 것이라 생각합니다. 분명 논란과 비난이 일겠지

만 유로 프로젝트의 무질서한 해체는 독일중앙은행조차 생각하기 싫은 충격적인 일이 될 것입니다.

그렇다면 질서 있게 이런 일을 진행할 방법은 있을까요? 가능성은 있습니다. 위기의 국가들이 구조조정 계획을 재수립하고 재정 여력이 있는 국가들은 재정 활용에 초점을 맞춰 유럽의 재정금융 정책조합 균형을 재조정하고, 공동보증 프로젝트 채권 *project bond* 과 유럽투자은행을 통해 대규모 투자를 감행하는 한편, 전 유럽연합의 금융 감독과 은행문제 해결안에 큰 진척이 있다면 가능할 것입니다.

이런 방안을 정치적으로 실현할 가능성이 조금이라도 있을까요? 쉽지 않은 것은 분명합니다. 그리스 선거는 예외로 하더라도, 적어도 다른 유럽국 선거에서는 가능할지도 모릅니다. 프랑소아 올랑드 *François Hollande* 가 제안하고 마리오 درا기 *Mario Draghi*, 마리오 몬티 *Mario Monti*, 유럽연합집행위원회, 유럽연합의회가 지지했던 대로 재정협약 *fiscal pact* 을 성장협약 *growth pact* 으로 보완하면 기회가 생길 것입니다. 이 정책 조합이면 독일의 반대에 부딪친다 해도 실행할 수 있습니다. 하지만 시간은 턱없이 부족하고 그마저도 소진되고 있습니다. 누군가 말했던 것처럼, “자정까지 1분”밖에 남지 않았습니다.

결론을 내리자면 모든 것이 전부 제대로 된다 해도 유로존을 살리려면 더 많은 것이 필요합니다. 무엇이 필요한지는 잘 알고 있습니다. 유로 본드를 포함한 전면적인 재정연방주의 *fiscal federalism* 나 재정동맹입니다. 재정동맹을 이루지 못하고 그리스가 탈퇴해 버리면, 유로는 확고한 통화동맹이 아니라 단지 경직된 고정통화체제로 변하게 될 것입

니다. 그렇다면 언젠가는 취약국가에 압력이 가해지는 현상이 주기적으로 발생할 것입니다. 그리스 탈퇴는 유로의 해체 가능성을 완전히 노출시키고 다른 약체 국가들도 그렇게 할 수 있다는 입장을 대변할 것입니다. 이런 상황은 오래 지속될 수 없으며 유로존은 강화되어야 합니다. ‘답할 수 없는 질문’은 무엇이 무너지느냐 하는 것입니다. 재정동맹 및 동맹 강화 조치에 대한 반대일까요? 아니면 우리가 알고 있는 동맹 자체일까요?

| 김준일 한국은행 부총재보 겸 수석이코노미스트 |

유럽 금융위기가 아시아 금융시장에 미치는 영향에 초점을 맞추겠습니다. 유럽 위기가 미치는 아시아 금융에 대한 영향은 글로벌 금융위기 이후 진행되고 있는 규제 변화와 연관지어 살펴보는 것이 바람직할 것입니다. 이번 위기는 규제 변화의 영향과도 다소 관계가 있습니다. 따라서 장단기적 관점에서 그 영향을 살펴보면 유용할 것입니다. 먼저 유용한 사실 몇 가지와 나의 의견을 제시하겠습니다.

첫째, GDP 대비 국가부채비율은 유럽의 재정긴축 프로그램에도 불구하고 증가할 것으로 예상됩니다. IMF는 2012~13년 EU 평균 GDP 대비 총부채비율이 GDP의 90% 정도일 것으로 예상했습니다. 스페인은 올해 79%, 내년에는 84%에 이를 것이라 전망됩니다. 이탈리아

는 올해와 내년 모두 대략 123~124%에서 안정될 것으로 보입니다. 아일랜드는 113%에서 118%로 상승할 것으로 예상됩니다. 포르투갈은 112%에서 115%로 상승할 것입니다. 그리스는 153%에서 161%로 증가할 것입니다. 공공부채 감소를 위한 다양한 노력에도 유럽의 GDP 대비 부채비율은 올해와 내년에 증가할 것으로 예상됩니다.

나의 두 번째 관찰은 아시아에 대한 영향 측면에서 중요합니다. 유럽 은행들은 유로존 국가채무에 대한 노출이 크고, 아시아 채권은 많 습니다. 수치로 말씀드리겠습니다. 유럽의 은행들은 그리스와 아일랜드, 이탈리아, 스페인, 포르투갈 등 문제가 있는 다섯 국가에 대한 노출이 상당합니다. 프랑스 경우, 작년 6월 기준 이들 국가의 국가채무에 대한 노출이 GDP의 20%에 달했습니다. 독일은 GDP의 14%이고 유럽 전체는 12%입니다. 이 통계는 국제결제은행 BIS 보고서에서 나온 것으로, 유럽 은행들의 차입축소가 진행되고 있어 아마 비율은 낮아 졌을 것입니다.

유럽 은행들은 문제가 되는 다섯 국가에 대한 노출이 매우 크지만, 아시아에 대한 채권 규모 역시 매우 큽니다. 국제결제은행 통계를 기초로 계산하면 5천억 달러에 불과한 미국 은행들에 비해 유럽 은행들의 일본을 제외한 아시아 익스포저위험노출액은 1조 5천억 달러에 달합니다. 어떤 의미에서는, 유럽 은행들이 가장 큰 역할을 하는 기관입니다. 진정한 의미의 글로벌 은행인데다 아시아와 남미, 기타 지역들에도 상당한 익스포저가 있기 때문입니다. 유럽중앙은행의 장기대출프로그램 LTRO 2차 분할발행 tranche 이후 유럽은행들의 노출은 더욱 커

졌다는 사실을 말씀드립니다. 유럽중앙은행은 은행들이 자국 국채를 사들여 유동성을 마련하도록 시장에 1조 유로의 유동성을 투입했습니다. 그 결과, 국가와 은행 간의 관계는 더욱 단단해졌습니다. 예를 들어, 그 연결이 단단해졌기 때문에 국가신용부도스와프와 은행신용부도스와프 간의 움직임은 더욱 강해졌습니다. 국가신용도 저하는 은행 신용도의 연이은 저하로 이어질 가능성이 높습니다. 국가와 은행 사이에는 많은 연결고리가 있는데, 재정위기가 금융위기와 분리될 수 없기 때문에 이런 연결 고리들은 유럽의 주요한 위험요인이 됩니다.

다음 의견은 유럽 은행들이 바젤 III 체제에서 강화된 자본비율 요건을 충족하기 위한 전략의 일환으로 디레버리징을 활용해야 한다는 것입니다. 필요한 디레버리징 예상치는 향후 몇 년간 2조 달러에 이릅니다. 시장에서 직접 자본을 조달하거나 배당을 하지 않고 이윤을 축적하는 방식을 포함한 여러 가지 자본 강화조치도 취해질 것으로 생각합니다. 디레버리징 이행 가능성은 이미 시작되었고, 이는 지속적으로 총수요를 압박해 실물경제에 파급 효과를 일으킬 것입니다.

유로존의 국가채무위기가 심화되면 디레버리징도 가속될 것입니다. 앞서 언급했듯이 국가와 은행 간 연계는 매우 단단합니다. 위기가 심화되면 은행의 디레버리징도 큰 폭으로 가속될 것입니다. 이는 트란 박사와 레이폴드 박사의 말씀과도 일맥상통합니다.

유럽은행감독청에 따르면, 유럽 은행들에게 요구되는 보통주자본 규모는 4천억 달러로 추정됩니다. 금융 안전을 위해 자본을 늘리라는

요구가 거셉니다. 이를 실행할 방법은 많지만 현재로서는 유럽 은행들의 주가가 곤두박질했기 때문에 시장에서 직접 자본을 조달하는 것은 비용 소모가 큽니다. 아시다시피 유럽 은행들은 자본 증액보다는 채무를 줄여 자본비율을 늘리려고 합니다.

신용부도스와프 계약이 투자 보호에 덜 유용하다는 점도 문제입니다. 이는 국가부채와 관련이 있고, 안타깝지만 그리스 국채교환 프로그램 진행 과정에서 신용부도스와프 계약이 투자자 보호에 큰 힘을 발휘하지 못했습니다.

이런 관찰과 의견을 바탕으로 유럽위기가 아시아 금융기관에 제시하는 영향을 말씀드리겠습니다. 우선, 유럽위기의 여파로 가장 크게 우려할 점은 아시아시장에서의 외환유동성 붕괴입니다. 사실, 유럽의 은행들은 미국달러 조달에 상당한 노출이 있습니다. 유럽 은행들은 미국 단기시장과 단기금융펀드(MMF)에서 달러를 조달해 미국, 아시아, 기타 국가들에 투자합니다.

유럽 위기의 시사점에 대해 두 번째로 언급하고 싶은 점은 마이너스 성장의 충격입니다. 유럽위기가 심화되면 당연히 실물에 영향을 미칠 것입니다. 아시아는 유럽, 미국과의 수출 및 국제무역에 의존합니다. 따라서 유럽위기는 아시아의 수출에 부정적인 요인이 분명합니다.

셋째, 자금조달 비용에 대한 영향입니다. 앞서 말씀드렸듯이 유럽 은행들은 글로벌금융에서 매우 중요한 역할을 하고 있고 많은 아시아 국가들이 유럽 은행들의 신용에 의존합니다. 유럽의 은행들이 디레버리징 전략의 일환으로 대출을 축소하면 아시아의 자금조달 비용 상승

을 암시할 수 있습니다.

이런 것들은 단기적 영향입니다. 장기적 영향도 마찬가지로 중요합니다. 이번 재정위기가 규제변화와 결합해 유럽 은행들의 비즈니스 모델에 변화를 가져올 수도 있습니다. 예를 들어, 유동성 규제가 강화되었고 자본 버퍼도 늘어났기 때문에 해외 대출을 포함한 위험자산 구매에 더 많은 비용이 초래될 것입니다. 자기자본규제비용(capital standards)을 충족하려면 더 많은 자본을 축적해야 하기 때문입니다. 정리해서 말씀드리면, 아시아의 자금조달 비용이 영구적으로 높아지거나 유럽에서 받는 국경간 신용 규모가 줄어든 것입니다.

주된 문제는 유럽 은행들이 글로벌뱅크, 특히 무역금융과 프로젝트 금융 분야에서 큰 비중을 차지하고 있다는 것입니다. 유럽 은행들이 사업에서 철수하면 대체할 만한 자금원을 찾기는 매우 어려울 것입니다. 무역금융과 프로젝트 금융은 수출입 신용거래의 중요한 자금원이기 때문에 실물경제와도 직접적인 연관이 있습니다.

또 다른 장기적 영향은 유럽에서 보다시피 담보대출에 대한 수요가 높아지는 것입니다. 은행들은 부담을 완화하고 담보화(collateralization) 효과가 있는 담보채권이나 커버드 본드(covered bond)를 발행해 자금을 조달하고 있습니다. 더 많은 담보가 요구될 것이고 이런 추세가 지속되면 대형 은행과 소형 은행 사이에 양극화가 발생할 수도 있습니다. 안전자산이 많은 대형 은행들은 적은 비용으로 자금을 늘리는 데 사용할 수 있습니다. 안전자산이 없는 은행들은 시장 내 자금조달에 제약을 받게 됩니다. 담보 수요가 중요한 이유는 아시아 은행들의 안전자

산이 충분치 않을 수 있기 때문입니다.

마지막으로 아시아 은행들은 향후 외환유동성에 대한 완충제를 더 확대해야 할지도 모릅니다. 앞으로 아시아 은행과 정부들은 이 문제에 대처할 더 나은 준비를 해야 합니다.

질문과 답변

Q

형 트란 박사님, 현 유로위기를 어떻게 전망하시요? 앞으로 심화될 거라 생각하십니까?

| 형 트란 국제금융협회 사무부총장

유럽과 세계 경제에 대한 전망은 좋지 않습니다.

Q

그리스가 유로존을 탈퇴한다면 유럽과 세계 경제에 미치는 영향이 얼마나 클까요? 유럽연합이 그리스 탈퇴의 충격을 흡수할 수 있을까라 생각하십니까?

| 형 트란

그리스의 유로존 탈퇴는 매우 큰 파장을 일으킬 것입니다. 조금 전에 그리스가 유로존을 탈퇴하면 내수 붕괴를 일으켜 그리스에 큰 동요와 정치적 격변이 일어나고 장차 유럽 내 관계에 악영향을 끼칠 것이라고 언급했습니다. 하지만 다른 국가들이 시장에서 압력을 받게 되면 유로존의 해체를 넘어 유럽연합 자체에도 위협이 된다는 것이 더 큰 문제입니다. 지난 70여 년간 유럽연합 27개국은 유럽의 평화

와 번영을 담보하는 기둥이었습니다. 현재로서는 어떤 일이 생길지 알 수 없고, 정치인과 지도자들이 안일하게 있는 것이 위험하다고 생각합니다. 유럽의 일부 지도자들이 보이는 안일한 태도가 심히 걱정스럽습니다. 잘못하면 손 한번 써보지 못하고 눈앞에서 유럽이 타이타닉처럼 가라앉는 모습을 보게 될 것입니다. 내가 너무 비관적인지도 모르겠습니다.

Q

트란 박사님께서서는 재정동맹 없이는 유럽의 통화동맹도 어렵다는 말씀을 하셨습니다. 정치적 통합이 없으면 더욱 힘들 거라고도 하셨습니다. 처음 거의 비슷한 6개 국가가 모여 유럽연합이 출범했을 때는 정치통합 없이도 성공적이었습니다. 하지만 다양한 국가가 모여 유럽연합이 현재의 상태로 확장되면서 지역간 불균형 같은 문제들을 단일통화로는 해결할 수 없게 되었습니다. 그리스의 금융위기를 해결한다고 해도, 방금 말씀드린 구조적 문제로 유럽이 처한 근본적 어려움은 어떻게 해소해야 할까요?

| 헝트란

유럽연합은 유럽의 성장과 번영을 지원하는 역할을 잘 수행했습니다. 유럽이 자유무역지대를 건설해 재화와 서비스, 자본이 자유롭게 흐르는 단일시장을 형성하는 데 그쳤다면, 아시아는 이 본보기를 따라하여 성공했을 겁니다. 그

러나 통화자주권을 버리고 단일통화동맹으로 이행하는 것은 너무 앞서나가는 것 같습니다. 하지만 유럽은 통화동맹에서 완전한 동맹으로 이행하는 단계를 밟지 않으면 해체될 것입니다. 재정동맹은 자신이 낸 세금을 다른 사람을 위해 쓰겠다는 데 동의하는 것입니다. 완전한 정치동맹 없이는 유지될 수 없는 체제입니다. 정치동맹을 이루어도 개별국가 안에서 갈등이 생깁니다. 이탈리아 북부는 점점 불만이 높아지고 이탈리아 남부를 돕는 데 거부감을 느끼고 있습니다. 쉬운 문제가 아닙니다. 독일 마르크 블록과 같이 자연스럽게 최적화된 통화권 *natural optical currency area* 으로 가는 것이 제일 좋습니다. 하지만 그런 독일 마르크 블록을 확장하면, 프랑스는 현재 상태로는 그 확대블록에 참여하지 않을 것입니다. 그렇게 되면 프랑스가 새로운 그리스가 되는 셈입니다. 따라서 기본적으로 우리에게서 어려운 문제가 산적해 있습니다.

Q

금융위기 해결책으로 중앙은행의 유동성에 중독된 것은 아닌지요? 유럽과 미국에서 대규모 화폐발행을 일어나고 있습니다. 중앙은행이 화폐발행 중단을 선언할 때마다 금융시장이 흔들리며 위축됩니다. 이 자율도 0%입니다. 언제까지 계속해서 화폐를 발행할 수 있을까요? 앞으로 몇 년 더 지속될까요? 다른 해법은 없는지요? 중앙은행도 화폐발행을 내켜하지는 않지만 지금은 궁지에 몰려 다른 방법이 없는 듯합니다. 이런 대규모 화폐발행은 언제 끝날까요?

| 헝트란

사실 우리는 중앙은행 유동성에 많이 중독되어 있습니다. 잠시 생각해 보면, 첫 위기 징조는 유럽중앙은행이 갑자기 몇 천억 유로 규모의 대량 화폐발행을 발표했던 2007년 여름부터 있었습니다. 지금에 비하면 소액에 불과합니다. 이젠 억 단위가 아니라 조 단위로 발행하니깐요. 당시 많은 시장참여자가 깜짝 놀랐습니다. 한 대형 프랑스 뮤추얼 펀드가 보유한 주식을 시가에 매각할 수 없어 시장가격에 상환해줄 수 없다고 발표하는 바람에 유동성 악화가 일어났기 때문으로 밝혀졌습니다. 5년이 지난 지금, 우리는 출구전략도 없는 데다 오히려 수렁에 더 깊이 빠져버렸습니다. 미국의 추가양적완화QE3에, 영국중앙은행의 매입조작을 위한 추가 자금조달에, 일본중앙은행의 자산 매입에다 3차 장기대출프로그램LTRO3 얘기도 나오는 상황입니다. 이는 은행 시스템의 뼈대를 부수는 것이나 다름없습니다. 이제 은행들은 중앙은행과 거래합니다. 중앙은행에서 대출하고 유동성이 과도해지면 중앙은행에 예치합니다. 은행들끼리 거래가 없습니다. 은행 시스템이 사라진 것입니다. 은행이 기본적으로 의지했던 무위험 국가발행 금융상품 risk free sovereign instruments도 점점 내리막길을 걷고 있습니다. 간단하게 말하자면 전망이 좋지 않습니다.

중앙은행 운용의 주요 목적은 시장의 유동성 부족에 대처하는 것입니다. 하지만 실제로는 유동성 부족과 지불불능을 구별하기 어렵습니다. 이론적으로는 중앙은행이 지불불능에 개입할 수 없습니다. 재정을 담당하는 정부의 정책이 해결할 영역입니다. 하지만 현실에서는 유동성 부족이 법적 파산을 야기할 수 있습니다. 따라서 제한적으로 지불불능 해결에 중앙은행이 할 수 있는 역할이 있습니다. 미국연방준비은행이 장기대출프로그램과 양적완화(Quantitative Easing)에 나선 까닭은 개혁에 필요한 시간을 벌기 위해서입니다. 재정개혁의 실질적인 성과와 실물 분야에서의 개선이 나타나지 않을 경우, 시간이 지날수록 추가 양적완화나 장기대출프로그램의 효과는 단명할 것입니다.

세션 III

G-SIFI의
영향과 시사점

사회 이창용 아시아개발은행(ADB) 수석이코노미스트

발표 마이클 테일러(Michael Taylor) 금융안정위원회(FSB) 자문관

토론 양원근 KB금융그룹연구소 소장

다카시 오야마(Takashi Oyama) 일본 농림중앙금고 회장 고문

형 트란 국제금융협회(IIF) 사무부총장

| 이창용 아시아개발은행 수석이코노미스트 |

이번 세션에서는 G-SIFIs 규제의 현황, 금융안정위원회 업무와 현황, 특히 많은 SIFIs의 디레버리징에 따른 아시아와 세계 시장에 미치는 영향에 관해 토론할 예정입니다.

먼저 발표자인 금융안정위원회 사무국 소속의 마이클 테일러 박사를 소개합니다. 테일러 박사는 금융안정과 규제 분야에서 국제적으로 알려진 전문가이며 1990년대 인도네시아 금융위기 해결에 직접적으로 참여하는 등 아시아 신흥시장에서 경제정책결정자로서의 경험도 있습니다. 또한 홍콩의 바젤 II 자기자본 요건 도입에도 중요한 역할을 했습니다. 테일러 박사는 철학, 정치, 경제 학위를 가지고 있으며 옥스퍼드대에서 철학박사 학위를 취득했습니다.

형 트란 사무부총장은 이미 소개한 바 있으므로 넘어가도록 하겠습

니다. 양원근 소장은 1992년 금융연구원 연구위원으로 시작해 예금보험공사 이사, 대우증권 상임고문, GM대우 사외이사를 거쳐 2010년 9월부터 KB금융그룹 연구소 소장을 맡고 있습니다. 양원근 소장은 조지아주립대에서 경영학박사 학위를 받았습니다.

다카시 오야마 고문은 일본 농림중앙금고에서 국제전략 분야 회장 고문으로 있습니다. 농림중앙금고 고문을 맡기 전에는 일본중앙은행에서 여러 고위직을 역임했습니다. 국제금융 분야에서는 국제결제은행의 국제금융체제위원회와 바젤은행감독위원회 BCBS 위원으로 활동했습니다. 오야마 고문은 도쿄대에서 국제관계학 학위를 받았습니다. 발표자들의 발표를 들어보겠습니다.

| 마이클 테일러 금융안정위원회 자문관 |

특히 세 가지를 언급하겠습니다.

먼저, 금융안정위원회 FSB를 간단히 소개하겠습니다. 비교적 최근에 출범한 기관이라 생소하게 느끼는 분들이 많으리라 생각합니다.

둘째, ‘대마불사^{too big to fail}’에 관한 FSB의 작업을 말씀드리겠습니다. 이와 관련해 일명 G-SIBs라 부르는 글로벌 체제적으로 중요한 은행들에 대한 작업이 이미 마무리되었습니다.

셋째, 기타 SIFIs에 관해 진행되고 있는 일을 간략하게 언급하겠습니다.

니다. 그리고 이번 조치가 아시아에서 어떤 의의를 갖는지, 특히 오전 토론을 중심으로 몇 가지 의견을 개진하겠습니다.

금융안정위원회는 무엇일까요? 금융시스템의 취약성을 관리하고 금융안정을 위한 강력한 규제와 감독, 기타 정책 개발과 이행을 조정할 목적으로 설립된 국제기구입니다.

FSB는 1999년 아시아 금융위기 이후 G7의 주도로 설립된 금융안정 포럼FSF으로 시작했습니다. 각국 재무장관과 중앙은행 총재, 규제당국 대표들로 구성되기는 했지만, G7 주도의 포럼이었기 때문에 비교적 회원 수가 적은 편이었습니다. 2009년 4월 회원국을 늘려 FSB로 재출범했습니다. 회원국은 G20 국가와 5개 비G20 국가입니다.

FSB 임무의 폭도 넓어졌고 운영구조도 강화되었습니다. 2009년 9월에 정관을 마련했습니다. 그러나 FSB는 국제기구는 아니고 국제기구화 조약도 없었습니다. 정관은 FSB의 설립 목표와 목적을 정리한 비공식적인 서류에 불과합니다. 현재 FSB 의장은 캐나다 중앙은행 총재인 마크 카니 Mark Carney이며 사무국은 스위스 바젤의 국제결제은행 안에 있습니다.

FSB의 임무는 기본적으로 세 가지입니다.

첫째는 글로벌 금융 시스템에 영향을 미치는 취약점을 평가하고 해당 문제 해결에 필요한 조치를 모색하고 감독하는 것입니다. 바로 이것이 위기 이전 글로벌 금융체제와의 차이입니다. 과거에는 이런 취약점에 대한 평가를 맡은 기관이 없었습니다. 물론 IMF가 수년간 국제금융안정보고서 발간을 포함한 여러 중요한 일을 했지만 고위급 정

책 결정자들이 모여서 이런 취약점과 해결책을 토론할 기회를 제공하는 자리가 없었습니다.

두 번째 임무는 감독조정입니다. 금융위기 이전에는 서로 다른 기준을 제정하는 기관들의 활동을 조정하는 기관이 없었습니다. 바젤은행 감독위원회, 국제증권관리위원회IOSCO, 국제보험감독자협의회IAIS 등 기준제정기구들은 각기 다른 업무 내용과 사안을 가지고 있습니다. 각각의 관련 특정 분야에서 중요해 보이는 사안들을 다루었습니다.

국제기준의 결정적 차이를 메우고, 개발 중인 다양한 국제기준을 서로 일관되게 만들 조정기구가 없었습니다. 좋은 예로 국제회계기준위원회IASB와 국제회계기준IFRS은 발생손실준비금모델을 장려하는 방법으로 시스템에 경기순응적 요소를 도입한 반면, 전통적인 은행감독 관점으로는 손실이 발생했을 때뿐만 아니라 손실이 예측될 때를 인식하는 것도 중요하다고 봅니다. 다른 문제도 있습니다. 그 중 하나가 주요 금융회사의 파산계획을 처리하는 기관이 없었다는 점입니다.

마지막으로 정책 이행 모니터링은 점점 더 중요한 FSB 업무의 일부가 되고 있습니다. FSB의 역할 중 더욱 무게가 실리는 것은 G20 개혁 의제 이행의 진척상황을 G20 정상, 재무장관, 중앙은행 총재들에게 보고하는 것입니다. FSB는 회원국들이 새로운 국제기준 이행 약속을 지키도록 독려합니다. FSB 회원은 정부, 중앙은행, 감독규제기관을 비롯한 금융당국의 고위급 인사들로 구성됩니다.

안타깝게도 모든 국가가 동등하지는 않습니다. 대표가 셋인 나라도 있고, 둘인 나라도 있고, 하나뿐인 나라도 있습니다. 한편으로는 대표

성의 균형을 유지하는 외중에 가능한 한 많은 사람을 참여시키는 것과, 민감한 문제까지 토론할 수 있도록 적은 규모를 유지하는 것은 모순입니다. 유감스럽게도 이런 모순은 언제나 생길 수밖에 없습니다.

게다가 FSB 회원 중에는 바젤은행감독위원회 같은 국제규제감독기구들도 포함되어 있습니다. 지급결제제도위원회 CPSS와 같은 중앙은행위원회도 있고, IMF, 세계은행, 유럽중앙은행과 유럽연합집행기관 European Commission 을 비롯한 국제금융기관도 있습니다.

회원의 범위도 매우 넓을 뿐더러 금융위기 이전보다 아시아의 대표성이 더욱 높아졌습니다. 국제기준 설정과 규제 과정에서 아시아의 대표성이 부족하다는 아시아의 오랜 우려를 완전히는 아니라도 어느 정도는 불식시켰다고 생각합니다. 홍콩은 주요 금융센터임에도 국제기준 설정과 규제 과정에 포함되지 못했습니다. 단지 유럽에 있다는 이유만으로 홍콩보다 훨씬 작은 금융센터 국가들이 바젤위원회에 참여했습니다. 그간 어느 정도 변화는 있었지만, 더욱 큰 변화가 필요합니다.

지금까지 FSB는 주로 ‘대마불사’ 문제를 다루어왔습니다. 체제적으로 중요한 금융기관이 훨씬 더 많은 체제적 위험을 유발하고 거기에 막대한 구조비용이 듭니다. 안드레 마이어 박사가 오전에 발표했던 ‘거대 금융기관’의 존재에 동의합니다. 크다고 반드시 좋은 것은 아닙니다.

만일 어느 국가에 대형 금융기관이 본사를 두고 있다면 그 국가는 매우 큰 우발부채(contingent liabilities)를 안고 있다는 뜻입니다. 금융위기

대처 방법에 따른 결과의 하나는, 위기 전에도 이미 거대했던 금융기관이 위기관리전략의 일환으로, 그리고 인수합병의 결과로 더욱 거대해졌고, 그 결과 도덕적 해이가 엄청나게 확산되었습니다.

FSB 업무의 대부분은 ‘실패하기에는 너무 크고, 너무 복잡하고, 너무 긴밀하게 연관된’ 문제를 다루는 것입니다. 여러 방법을 동원하고 있습니다. 그 중 하나는 시장 인프라를 더욱 강화하는 것입니다. 예를 들어, 중앙증권거래소로 파생상품을 이동시켜 시장의 투명성을 높이는 방향으로 움직이고 있습니다. 또한 SIFIs 규제와 감독, 그리고 파산도 업무의 큰 부분을 차지하고 있습니다.

G-SIBs에 관해 금융안정위원회는 세 가지를 주로 다룹니다. 분명한 출발점은 G-SIBs의 정의와 식별입니다. G-SIBs는 어떤 기관을 말하는 것일까요? 기관의 성격을 결정하기 위해서는 탄탄하고 객관적인 방법론이 중요합니다. 그러한 방법론을 활용해 기관을 식별한 후에 규제 방안을 생각할 수 있습니다.

G-SIBs는 더 큰 손실흡수력을 보유하는 것이 매우 중요합니다. 그래서 G-SIBs는 체제적으로 중요성이 덜한 금융기관보다 큰 자본과 유동성 버퍼, 특히 자본 버퍼를 보유해야 합니다. 또 다른 주요 요소는 정리 resolution 절차입니다. 이런 논의 중에 우리는 버팀목에 대해 이야기합니다. 우선 높은 손실흡수, 더 많은 고품질의 자본이라는 버팀목을 놓아 이런 대형은행이 실패할 가능성을 낮춥니다. 그러나 대형은행이 실패한다면, 정리 계획과 전략, 그리고 정리에 필요한 권한이 있는 다른 버팀목이 필요합니다. 이것이 바로 금융안정위원회가 다루고 있는

두 번째 사안입니다. 새로운 국제기준이 있습니다. 이 기준의 핵심은 효과적인 정리제도(resolution regimes)입니다. G-SIBs 문제에 관해서는, 감독자들이 현재 정리가능성 평가(Resolvability Assessment), 회생·회복계획(Recovery and Resolution Plan)에 착수했습니다. 이 전략의 세 번째 요소는 더욱 강화되고 효과적인 감독으로 G-SIBs의 감독을 강화하는 것입니다.

이제 기관을 G-SIBs나 G-SIFIs로 지정하는 것이 어떤 의미인지에 대해 강조하겠습니다. G-SIBs나 G-SIFIs는 명예 혼장이 아닙니다. 오전에 몇 분의 발표자가 아시아에는 G-SIFIs가 네 개뿐이라고 했는데 그건 걱정할 일이 아닙니다. 오히려 반겨야 할 일입니다. 왜냐하면 G-SIFIs 목록에 포함되는 것은 명예혼장이 아니라 대마불사가 되었다는 징후이며 뭔가 조치가 필요하다는 뜻이기 때문입니다.

이 목록에 올라 있지 않다는 것은, 글로벌 체제적인 관점에서 목록에 포함된 기관들만큼 큰 체제적인 혼란을 일으킬 수 없다는 의미입니다. 요컨대, G-SIFIs는 그 규모와 복잡성, 체제적인 상호연관성으로 부실과 혼란이 발생할 경우, 금융시스템과 경제활동 전반에 상당한 장애를 일으킬 수 있는 금융기관입니다.

이는 분명 좋은 일이 아닙니다. 이 목록에 포함되는 것은 결코 바람직한 것이 아닙니다. 이러한 결과를 방지하기 위해 당국은 대부분의 경우 공공지불능력지원(public solvency support)을 통해 이런 기관의 실패를 미리 막을 수밖에 없습니다. 즉, 대마불사 기관이 있다면 해당 정부와 국가의 국민들은 매우 큰 우발부채를 떠맡게 되는 것입니다. 금융 위기는 이 점과 G-SIBs 보유 국가들은 그 기관들을 구제할 수밖에 없

었다는 점을 보여주었습니다.

그렇다면, 먼저 G-SIBs를 어떻게 정의해야 할까요? 국경 간 활동, 규모, 상호연관성, 대체가능성, 복잡성을 토대로 하는 다섯 가지 범주의 접근법이 있습니다. 이 범주를 기초로 G-SIBs 29개를 선정했습니다. 만약 세계에서 가장 중요한 금융기관을 적어 본다면, 이 29개 기관과 거의 겹치는 목록이 나올 것입니다(그림 1).

이것은 체제적으로 가장 중요한 금융기관의 목록입니다. 이 목록은

〈그림 1〉 2011년 지정된 G-SIBs

As at November 2011; subject to annual review

Bank of America	ING Bank
Bank of China	JP Morgan Chase
Bank of New York Mellon	Lloyds Banking Group
Banque Populaire CdE	Mitsubishi UFJ GF
Barclays	Mizuho FG
BNP Paribas	Morgan Stanley
Citigroup	Nordea
Commerzbank	Royal Bank of Scotlasnd
Credit Suisse	Santander
Deutsche Bank	Societe Generale
Dexia	State Street
Goldman Sachs	Sumitome Mitsui FG
Group Credit Agricole	UBS
HSBC	Unicerdit Group
	Wells Fargo

Source: FSB

2011년 11월 20일에 마련되었습니다. 이 목록은 매년 재검토되므로 탈락 혹은 추가되는 기관이 생길 수 있습니다.

이 목록에 있는 기관들은 높은 손실흡수력이 요구되므로 다른 기관들보다 많은 보통주가 필요합니다. 이는 위험가중자산을 1%에서 2.5%로 상승시키는 방식입니다. 또한 빈 구간도 3.5%가 있습니다. 즉, 이 기관 중 어느 하나라도 지금보다 비대해지거나 체제적으로 더 중요해진다면, 그 기관은 현재보다 더 많은 자기자본을 확보해야 한다는 뜻입니다. 이러한 기업들의 정리방안은 실행가능한 옵션이어야 합니다. 효과적인 정리제도의 주요 요소는 국민들이 손실에 노출되지 않고 금융기관의 정리를 보장하는 틀을 제공하는 새로운 국제기준입니다. 그것은 이런 기관을 다루는 철학에서 가장 중요한 부분입니다.

G-SIBs 29개를 정리하는 데 가장 큰 어려움은 그들이 주요한 국경간 거래 운용자라는 사실입니다. 그래서 본국과 지점 소재 국가 간 협력 강화가 필요하고, 이런 협력체계는 정리와 회생회복 계획의 일부로 추진되고 있습니다.

감독자들은 그룹 구조를 살피고 그것을 정리가능성(resolvability)의 관점에서 고려합니다. 퇴출을 요구받은 금융기관의 회복계획 효율성을 살펴보거나 이 기관들이 실패할 경우 사용할 독자적인 회생계획을 마련하고 있습니다.

이 과정의 중심에는 기본적으로 29개 G-SIFIs 각각의 조정 과정을 다루는 위기관리그룹(CMG)이 있습니다. G-SIFIs에 대한 감독은 좀 더 집중적이고 효율적이어야 합니다. 감독자에게 더 많은 자원과 권한을

부여해 감독자의 임무를 강화해야 합니다.

위기관리 측면에서도 감독을 강화해야 합니다. 현재 진행 중인 프로젝트는 G-SIFIs간 네트워크에 대한 데이터와 공동의 위험에 대한 노출 정도에 관한 정보를 수집하기 위한 정보격차 이니셔티브(Information Gap Initiative)입니다. 그래서 우리는 이렇게 감독자가 이용할 수 있는 정보를 확충하기 위해 노력하고 있습니다.

마지막으로, 금융안정위원회는 이런 모든 정책의 실행을 모니터링하고 있습니다. 정책 이행을 평가하기 위한 방법을 개발하고 있습니다. 올해 말 정리 방안과 제도들에 관한 상호검토가 예정되어 있습니다. 현재는 상호검토자문을 논의하고 있습니다. 상호검토자문은 G-SIFIs 관련해 이행된 정리와 회복회생 계획의 효율성 정도를 평가하는 메커니즘이 될 것입니다.

체제적으로 중요한 금융기관이지만 29개 G-SIFIs 목록에 포함되지 않은 기관은 어떻게 할 것인가에 대한 의문이 생길 것입니다. 현재 바젤은행감독위원회에서 국내 대형은행(D-SIBs)에 대한 정책을 개발 중입니다. 일단 그 정책은 원칙에 기반을 둔 규정이 될 것입니다. 29개 G-SIFIs만큼 국경간 거래가 활발하지는 않지만 국내에서 체제적으로 중요한 기관에도 특별조치를 취해야 한다는 인식이 있습니다. 본사가 아시아에 있는 금융기관들은 G-SIBs보다 D-SIBs에 속할 가능성이 높습니다.

우리는 체제적으로 중요한 비금융기관 식별법도 개발하고 있습니다. 국제증권관리위원회와 비금융기관에 대한 협의를 진행 중입니다.

국제보험감독자협의회는 시스템적으로 중요한 보험회사를 식별하는 방법을 개발하고 있고, 이 평가방법은 다음 달 로스카보스에서 개최되는 G20 정상회의에서 정상들에게 보고될 것입니다. 지난 정상회의에서 G20 정상들은 ‘대마불사’와 G-SIBs 문제를 다루어야 한다고 분명히 합의했습니다.

G-SIFIs는 2016년 도입될 추가 자기자본요건뿐 아니라 정리제도에 관한 새로운 국제기준에 의해 더욱 강화된 감독을 받게 될 것입니다. 시스템적으로 중요한 비은행 금융기관을 식별할 준비는 되었습니다. 다만, 비은행 금융기관도 은행과 유사한 종류의 규제 대상이 될지는 아직 불투명합니다. 우선적으로 할 일은 시스템적으로 중요한 비은행 금융기관 식별과 활용 가능한 정책 대책을 고려하는 것입니다.

이제 이 일이 아시아에 어떤 중요성을 갖는지 짚어보고 싶습니다. 오전에 들었듯 무언가 잘못된 점이 있어서 아시아 금융기관이 G-SIB 목록에 포함되지 않았다고 여기는 관점이 있기 때문입니다. 목록에 포함되지 않은 것은 실제로는 좋은 일입니다. 만약 여러분의 나라에 주요 G-SIBs가 없다면, 국민들은 이를 크게 기뻐해야 합니다. 향후 엄청난 세금폭탄을 맞지 않아도 되니까요.

아시아에 관해 강조하고 싶은 점이 두 가지 있습니다. 첫 번째는 서구에서 저지른 실수를 타산지석으로 삼으라는 것입니다. 서구의 금융 관행을 단순히 모방해서는 안 된다는 것을 금융위기가 보여주었다고 생각합니다. 과거의 오류에서 배우는 것이 중요합니다.

두 번째로 중요한 점은 국제 규제 아젠다는 어떻게 보면 서구가 아

시아를 따라잡으려 하는 과정임을 아는 것입니다. 홍콩에서 일하면서, 내가 일하는 은행들이 서구의 많은 은행, 특히 유럽 은행들보다 자본이 더욱 안정적이라는 것을 잘 알 수 있었습니다.

홍콩 소재 은행들의 자본 버퍼도 강하고, 자본도 많고, 자본의 질도 더 좋았습니다. 그것이 그 은행이 고집했던 바였습니다. 아시아 금융 위기에서 배운 바가 있기 때문에 아시아 전역에서 그렇게 하고 있다고 생각합니다. 종종 매우 어렵고 고통스러운 결정들을 받아들여야 했지만, 아시아의 금융시스템은 금융위기를 겪은 뒤에 훨씬 강해졌습니다. 지금은 서구가 금융위기를 겪고 있습니다. 그리고 아시아가 10년 전에 경험했던 강화 과정을 겪고 있는 중입니다.

다음으로 강조할 점은 아시아 금융시스템은 서구와는 달리 전통적인 금융 모형에서 크게 벗어나지 않았다는 것입니다. 대부분의 아시아 금융시스템은 예금과 대출을 하는 은행으로 남아 있습니다. 지금 G-SIBs 목록에 있는 서구의 대형 은행들의 대차대조표를 살펴보면, 기존 은행 사업이 전체의 절반도 되지 않는다는 걸 알 수 있습니다. 대차대조표의 4분의 1 혹은 3분의 1 정도만 기존 대출사업입니다. 그 외는 자본시장 관련 사업입니다. 그리고 아시아 은행들은 자본시장 사업을 확장하지 않았기 때문에 상대적으로 금융위기를 비껴갈 수 있었습니다. 그래서 앞으로는 서구 은행들이 아시아 은행들을 점점 더 모방할 것으로 생각합니다.

볼커룰과 영국의 비커스위원회 Vickers Commission, 이와 매우 유사한 문제를 연구하기 위해 만든 유럽의 바니어위원회 Barnier Commission에서

일어나는 정책변화를 보면, 서구 정책결정자들이 은행시스템의 근본으로 돌아갈 방법을 찾고 있다는 것을 알 수 있습니다. 1980년대 규제완화가 있기 전, 비교적 은행 기능이 간단했던 때로 돌아가려는 것입니다. 아시아 금융시스템과 서구 금융시스템은 융합할 것이고, 이 융합으로 서구 금융시스템은 점점 더 아시아를 닮아갈 것입니다. 결과적으로 더욱 안전하고 안정적인 금융시스템이 나타날 것입니다.

마지막으로 오늘 아침 대형 자본시장과 두텁고 유동성이 높은 자본시장의 장점에 대해 많은 논의가 있었습니다. 물론 사실입니다. 대형시장에는 훌륭한 장점들이 있지만, 중요한 점은 대형시장과 대형기관을 혼동하지 않는 것입니다. 대형시장과 거래층이 두텁고 유동성이 높은 자본시장은 좋은 방향으로 힘이 될 수 있습니다. 하지만 대마불사의 대형 기관들이 있다면, 심지어 이런 기관들이 몇몇 서구 국가에서처럼 국가재정보다 커져 '대마불구大馬不求'가 된다면 문제가 생깁니다. 이것이 금융안정위원회가 집중적으로 노력하고 있는 부분입니다.

| 양원근 KB금융그룹연구소 소장 |

G-SIB 프레임워크 같은 규제 변화들이 아시아 금융시장, 특히 한국 은행들에 초래한 디레버리징 영향에 초점을 맞추고자 합니다. 아시아 금융위기 이후 논의되었던 다자간 금융구조는 현재 규제들을 통해 이

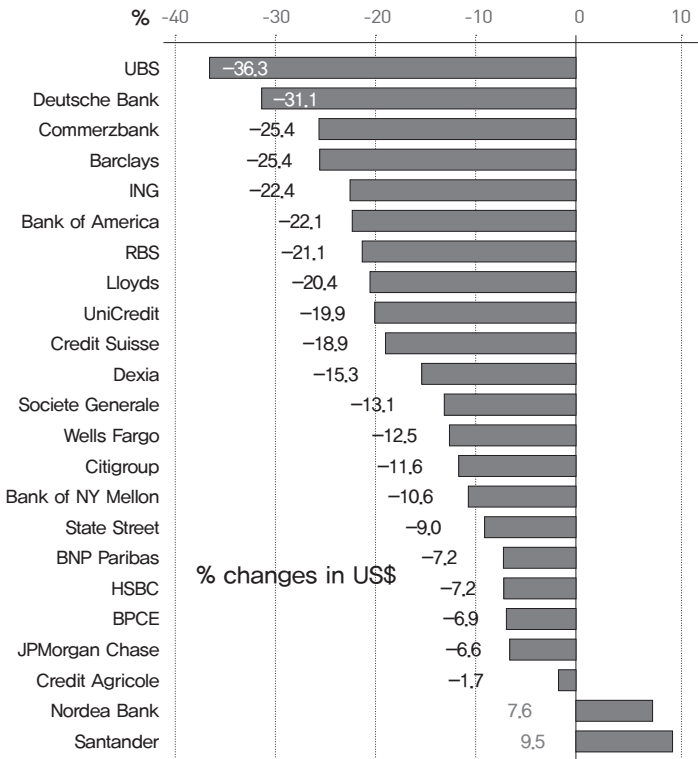
행되고 있습니다. 테일러 박사가 발표했듯이 FSB가 G-SIBs에 주목하는 이유는 그 규모 때문입니다. 또한, 바젤 III 자본 규제도 시행 중입니다. G-SIBs에 대한 규제들은 글로벌 은행들이 계속 디레버리징을 하도록 유도합니다.

최근 글로벌 금융위기로 2009년부터 G-SIBs의 자산 크기는 상당히 줄었습니다. 특히 투자은행사업과 파생상품에 많이 노출된 은행들은 큰 폭의 자산 감축을 단행했습니다. 그래프에서 보듯이 UBS, 도이치뱅크, 코메르츠뱅크, 바클레이즈 Barclays는 25~36%가량 자산이 줄었습니다(그림 2). 산탄데르 Santander와 노디어은행 Nordea Bank 같이 소매금융에 강한 기업들은 2009년에 자산이 덜 줄어들거나 심지어 늘어나기도 했습니다. IMF와 모건스탠리는 유럽은행들, 주로 G-SIBs의 경우, 향후 1~2년 동안 1.5~2.5조 유로의 자산 감소를 예상했습니다. 2008년과 2009년 글로벌 금융위기에 따른 디레버리징 때문에 글로벌 금융기관들은 상당량의 자본을 신흥시장에서 빼내야 했습니다.

글로벌 금융위기 기간 신흥시장에 대한 유럽 은행들의 익스포저는 신흥시장에서는 19%나 하락했습니다. 유럽중앙은행의 최신 자기자본요건으로 더욱 큰 규모의 디레버리징이 발생했습니다. 신흥시장에 대한 유럽 은행의 익스포저는 2011년 하반기 11%나 하락했고 지금도 하락 중입니다. 유럽은행의 신흥시장 익스포저는 미국과 일본보다 몇 배나 큼니다.

최근 디레버리징이 대부분 유럽계 은행에서 일어나고 있기 때문에 신흥시장은 충격을 피할 수 없습니다. 그러나 2011년 하반기 유럽

〈그림 2〉 2009년 G-SIBs의 디레버리징

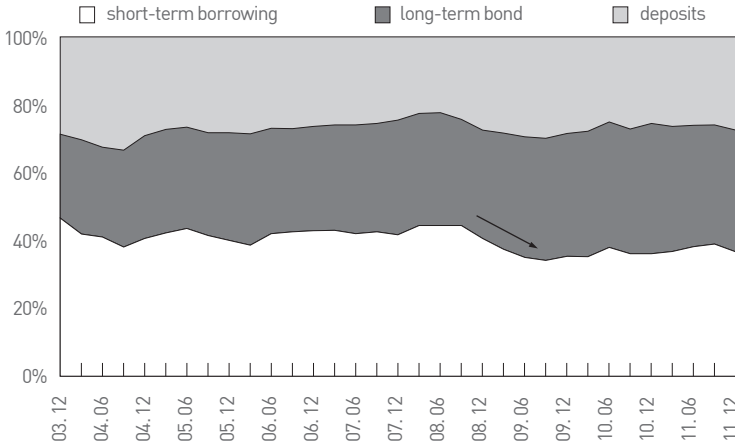


- 1) Total assets at end-2009 to peak (2008.06 or 2008.12)
- 2) G-SIBs except Goldman Sachs, Morgan Stanley and 4 Asian banks
- 3) Acquired bank assets (before M&A event) were combined to calculate asset decrease

Source: Fitch

은행의 디레버리징은 11.3%인데 비해 미국과 일본의 은행들은 겨우 3.3%의 감소에 그쳤습니다. 글로벌 금융위기와 2008년, 2009년을 비교하면 디레버리징 충격의 강도는 감소했습니다. 한국 금융시장은 글로벌 금융위기로부터 오는 충격에 면역력이 없습니다. 아시아 통화들

〈그림 3〉 은행의 외환부채비율



Source : Bloomberg, Korea Financial Supervisory Service

중 원화가 2008년 초 이후 가장 큰 폭으로 평가절하되었습니다.

신용부도스와프 프리미엄이 2008년 말 400bp를 넘어섰고, 글로벌 시장에서 채권 발행을 어렵게 했습니다. 2009년 1분기에 정부 유관 특수은행에서 채권을 발행한 후에야 2분기부터는 상업은행들이 채권을 발행할 수 있게 되었지만, 이자율이 높았습니다. 그래프에서 나와 있듯이 외국 단기자금 비율을 줄여 외화유동성 위험을 감소시키려고 하고 있습니다(그림 3).

이제 한국 금융산업에 대한 디레버리징의 영향에 대해 논의하겠습니다. 한국 금융산업은 1997년 아시아 금융위기 이후 경영투명성과 기업지배구조를 개선했습니다. 최근의 글로벌 금융위기 이후, 외환

유동성관리를 지속적으로 개선해 예금 대비 대출비율 역시 130% 이상에서 100% 이하로 떨어졌습니다.

아시아 금융위기 이후 대부분의 은행 자산은 빠른 속도로 늘었습니다. 공격적 위험관리는 자본률을 꾸준히 증가시키는 한편 부실대출 비율NPL은 낮은 수준을 유지하게 했습니다. 이는 한국 은행업계가 건전해지고 강력한 글로벌 규제와 반복되는 금융위기에 대응할 능력을 보여줍니다. 한국 금융산업 구조를 보면 4개 주요 은행이 비교적 작은 시장에서 심하게 경쟁하고 있습니다. 프랑스와 영국의 4대 은행은 GDP의 세 배에 해당하는 자산을 보유하고 있습니다. 그러나 한국 상위 4개 은행의 자산은 GDP의 90%에 불과합니다. 은행 자산이 성장할 여지가 있는 것처럼 보이지만, 국내시장의 치열한 경쟁을 고려하면, 미래의 금융자산 성장전략은 해외시장 확대라고 하겠습니다.

한국 은행들의 해외 거래는 전체 자산의 5% 미만입니다. 해외사업 확장은 외환관리뿐 아니라 자산 성장에도 중요합니다. 외환 자금조달은 글로벌 은행들로부터의 차입금, 글로벌 자본시장에서의 채권발행으로 한정되어 있습니다. 이는 글로벌 위기시 은행의 외환자금 조달을 약화시킵니다.

예금을 포함한 외환 자금 조달처를 다각화함으로써 은행은 신뢰성을 높이고 차입은 더욱 안정될 수 있습니다. 글로벌 비즈니스 운영을 확대하기 위해 은행들은 해외 지점을 개설하거나 인수합병을 해야 합니다. 글로벌 파트너십을 추구하는 것 역시 자금조달 능력을 향상시킬 것입니다. 이러한 발전은 아시아의 글로벌 기업들의 필요와 자금

제공 요건을 충족시킬 것입니다. 게다가 아시아 은행들간 더욱 확대된 협력은 신용도 제고와 유럽의 디레버리징 및 유럽발 재정위기의 충격을 상쇄하는 데 필요합니다.

아시아의 경제성장률은 세계에서 가장 높습니다. 이는 국제자본의 흐름을 돕는 역할도 합니다. 동아시아와 동남아시아의 총 외환보유고는 현재 6조 달러를 넘어섰습니다. 역내협력을 강화함으로써 금융기관에 대한 보증을 제공하고 글로벌 금융 불안에서 큰 완충 역할을 할 수 있습니다. 국내 유입된 외국인 투자 중 유럽 비율이 28%입니다. 이는 적은 양이 아닙니다.

대부분의 외화 자금은 차입금과 채권 발행에서 비롯됩니다. 따라서 유럽 금융의 디레버리징은 필연적으로 금융시장에 영향을 줄 것입니다. 한국의 은행들은 자금을 제공할 준비가 되어있습니다. 요점은 한국 은행들의 외환관리입니다. 한국 은행들은 위험을 피하기 위해 외환에 스퀘어포지션(square position), 외환 매도·매입·자산·부채의 사각균형을 취했기 때문에 글로벌 충격에 매우 취약합니다. 한국의 외환보유고는 현재 3,160억 달러입니다. 따라서 한국 은행들이 해외로 사업을 충분히 확장할 때까지 이 문제들과 관련해 좀 더 고민하는 편이 좋겠습니다.

마지막으로 한국 은행들에 대한 바젤 III의 영향에 관해 언급하겠습니다. 바젤 III의 두 가지 주요 요건 중 자본금 요건은 한국의 은행과는 상관이 없지만, 유동성에 관한 규제는 호락호락하지 않습니다. 앞으로 수년 동안 이 규제에 맞게 포트폴리오를 바꾸어야 합니다.

| 다카시 오야마 일본 농림중앙금고 회장 고문 |

제가 소속된 기관은 G-SIBs로 지정되지 않았기 때문에 한국 은행들의 좋은 친구입니다. G-SIBs로 지정되지는 않았으나 국내 시장에서 영향력이 있는 은행들에게 시장의 힘이 어떻게 작용할지에 대해 논의하겠습니다.

사진의 아주 큰 나무를 봅시다. ‘대마불사’를 형상화했다고 보면 됩니다. 전통적인 은행의 단순한 구조를 나타내고 있지만, 그 뿌리는 매우 복잡할 것입니다. 복잡한 뿌리는 이 큰 나무를 유지하는 다양성을 제공하기도 하지만 체계적인 위험도 증가시킵니다.

G-SIB 프레임워크에 대한 관점은 두 가지입니다. 하나는 많은 돈을 해외의 다양한 자산에 넣은 시장 참가자로서의 G-SIBs이고 다른 관점은 G-SIBs에 지정되지 않았지만 국내에서 중요한 역할을 하는 대형 기관으로서 G-SIBs입니다.

첫째, 시장 참가자를 위한



G-SIB 프레임워크의 개념적 장점은 무엇일까요? 답은 분명합니다. G-SIBs와 G-SIFI의 프레임워크가 G-SIBs 운용의 부정적인 대외성을 내면화해 전반적인 안정을 가져온다고 생각합니다. 미국이 다른 국가들에게 큰 파급효과를 주고 있습니다. 마찬가지로 G-SIBs도 시장 전체에 파급효과를 주고 있지만, 이 새로운 프레임워크를 통해 부분적으로 통제할 수 있습니다.

둘째, G-SIB 프레임워크는 잠재적인 부정적 영향을 감소시킬 것입니다. 만약 G-SIB 하나가 실패하면, 그것이 G-SIB이기 때문에 정리 계획을 마련해야 합니다. 그래서 리먼브라더스가 무너졌을 때 복잡한 미확인 문제점들이 많이 발견되었지만, G-SIB 프레임워크가 잘 작동하기 시작하면 그런 상황이 개선될 것입니다. 마지막으로 G-SIB 프레임워크는 감독 당국과 산업의 부산물입니다. 감독 당국은 G-SIBs에 관한 충분한 정보가 없었고 G-SIBs는 규제감독 당국에 정직하지 않았습니다. 그러나 이 새로운 프레임워크는 G-SIBs와 감독 당국 간의 더욱 효과적인 대화를 통해 더 나은 감독을 할 수 있게 해줍니다. 이것이 이 프레임워크의 부산물입니다.

나는 중앙은행에서 준 규제담당자로 근무한 적이 있습니다. 그 후 위치를 바꿔 민간업계 참여자가 되었습니다. 민간기관에서 일하기 시작하면서 규제당국이 이해하지 못하는 것이 많음을 알게 되었습니다. 민간은 금융혁신과 시장개발에서 더 진보해 있습니다. 따라서 지속적인 대화가 규제당국에 매우 중요합니다. 이것은 안정을 도모하는 효과도 있습니다.

지금껏 장점을 이야기했지만 어려움도 많습니다. 체제적인 위험들은 G-SIBs뿐 아니라 다른 역학관계에서도 발생합니다. 가령 여러분이 기억하는 미국의 S&L위기와 영국의 2차 금융위기가 좋은 예입니다. 이 위기는 소형 기관들에서 발생했는데, 그들은 체제적인 위험을 누적시키는 유사한 사업 전략을 사용했습니다. 그러므로 규제당국은 이 가능성을 소홀히 해서는 안 되며 G-SIBs만 주목해서도 안 될 것입니다.

두 번째 어려움은 왜곡효과(perverse effect)입니다. G-SIBs로 지정한 것이 예금자의 도덕적 해이를 조장할 수도 있습니다. 테일러 박사는 ‘불명 예스런 명예(name and shame)’라고 했지만 예금자는 보통 이것을 규제당국에게 ‘인기은행’이라는 확인도장을 받은 것으로 생각합니다. 그래서 예금자와 시장 참가자의 도덕적 해이를 억제할 무언가가 필요합니다.

셋째, 체제적 부담금(systemic surcharges)의 원인은 은행의 내부위험관리가 아닙니다. 이것은 외부에서 발생한 부가입니다. 그래서 앞서 발표자들이 이야기했듯이 은행사업을 짓누르는 것입니다. 따라서 일정, 순서, 이행을 매우 신중히 설계해야 합니다. 이것이 규제당국에 대한 제안입니다.

은행이 G-SIB로 지정되면 이득이 있습니다. 예금자에게는 대마불사는 존속할 거라는 왜곡된 인식이 있습니다. 또 다른 왜곡은 규제당국에게 글로벌 플레이어로 확인받음으로써 사업상 이득이 발생할 수 있다는 것입니다. 시장에서는 매우 자연스러운 인식입니다.

G-SIBs에는 두 가지 장점이 있습니다. 하나는 G-SIBs는 회복계획을 마련하면서 위기관리능력을 향상시킬 수 있다는 것입니다. 둘째, 조

직의 기능을 들여다보면서 조직의 구조, 핵심기능, 조직의 기능에 대해 다시 생각할 것입니다. 그러려면 관리 및 이사들이 은행 운영에 대해 매우 깊이 생각해보아야 합니다. 이것이 또 다른 장점입니다.

반면, 은행이 G-SIB가 되면 단점은 무엇일까요? 당연히 체제적인 부가라는 부담입니다. 둘째, 보고할 것이 많아지면서 은행과 시장 간의 상호연관성은 바닥까지 떨어질 것입니다. G-SIBs는 막대한 추가 보고라는 부담을 져야 합니다. 하지만 G-SIBs는 그들의 현황에 대한 그림을 더욱 명확히 그릴 수 있게 됩니다. 또한, 회복회생계획에 경영자 원도 더 많이 필요합니다. 여기에는 잠재적인 두 가지 우려가 있습니다. 만약 규제당국이 적절한 조치를 취할 경우 이러한 우려는 불식되었지만, 많은 업계 참가자가 규제당국이 비즈니스 의사결정에 지나치게 개입할까 우려하고 있습니다. 또한 기밀이 새어나갈 가능성에 대한 우려도 있습니다. 만약 정리계획에 대한 정보가 유출되면 많은 곳에 영향을 미칠 것입니다.

회복계획은 위험관리를 향상할 좋은 동력을 제공합니다. 정리계획을 마련하는 것은 매우 까다로운 작업입니다. 사실, 이는 경영 목표에 정반대되는 것입니다. 은행은 생존하려고 합니다. 은행은 번창하고 번영하기 위해 노력하는데 규제당국은 ‘존엄사선언(living will)’을 생각해 두라고 합니다. 이는 직관에 반합니다. 두 번째는 진정으로 의미 있는 정리계획을 마련한다면 상황은 좀 더 민감하게 변합니다. 어떤 부서, 어떤 사업을 먼저 폐쇄할지 우선순위를 매겨야 합니다.

마지막으로, 아시아의 비G-SIBs는 무엇을 해야 할까요? 간단히 답

하자면 모방하지 않고 재창조해야 합니다. 시장에서는 G-SIB 프레임워크의 특성을 모방하도록 요구할 것입니다. 많은 사람이 아시아 은행들이 더 좋은 자본을 갖추고 있다고 말했듯이 자본 부담금의 증가는 아시아 은행에 추가적인 부담이 아닙니다. 아시아 은행에는 위험관리 강화가 필요합니다.

회복계획을 세우는 것은 위험관리과정을 개선시킬 것입니다. 그리고 위험관리를 재창조한다면, G-SIBs로 성장할 잠재력을 갖춘 후보로 나아가는 과정을 원활하게 할 것입니다. 아시아는 다른 어떤 지역보다 빠르게 성장하고 있습니다. 따라서 아시아 은행들은 다른 은행들보다 빠르게 성장할 것입니다. 앞으로는 더 많은 아시아 은행이 G-SIBs로 지정될 기회가 있을 것입니다.

| **형 트란** 국제금융협회 사무부총장 |

G-SIBs에 관한 규제는 지난 4년 간 보아온 규제개혁 과정의 또 다른 예입니다. 동기는 좋고 명예롭지만, 구상이 탄탄하지 못하고 도입과 이행이 성급하게 진행되고 있습니다. 규제당국은 기본적으로 스스로의 권고사항도 따르지 않고 있습니다. 규제를 도입하기 전에 그 규제의 영향을 가늠해보아야 합니다.

그러한 문제가 네 가지 의도하지 않은 결과를 야기했습니다. 첫 번

째, G-SIBs에 대한 접근 방식이 너무 단순합니다. 규모에 초점을 맞추고 그리스의 영향을 고려하지 않고 있습니다. 한 가지 중요한 예는, 규모와 국경간 관계의 다소多少를 기준으로 삼는 G-SIBs 규제 접근법 때문에 해외 지점이 많고 국경간 거래가 활발한 대형은행은 이중처벌을 받게 된다는 것입니다.

그러나 국경간 거래 지표의 계산에 따르면, 현지에서 자금을 조달해 해외에서 운영하는 은행도 처벌받습니다. 이런 은행들은 계산상 더 높은 점수를 받게 되어 해외에 자산을 보유하고 있지만 자금은 국내에서 조달한 은행들보다 더 높은 자본 비용을 요구받습니다.

지난 몇 년 동안 현지에서만 자금을 조달해 해외영업을 하는 은행이 그렇지 않은 경우보다 더 안정적이고 더 탄력적인 것이 명백히 입증되었습니다. 국경간 거래에 대한 주목은 본의 아니게 국경간 거래의 특성으로 무역금융을 불리하게 만들었습니다. 게다가 바젤개혁을 적용하면 직접파이낸싱 straight financing도 처벌받습니다. 부채성비율 leverage ratio의 계산에 무역금융 익스포저의 모든 금액이 포함되기 때문입니다. 많은 은행, 특히 유럽 은행들이 직접 파이낸싱 활동을 많이 이용하는 것도 당연합니다. 이 사실이 세계경제의 지속적인 발전에 매우 큰 영향을 미치고 있습니다.

두 번째, 바젤 III, 도드-프랭크법 Dodd-Frank Act, 볼커룰 Volcker Rule, 경기역행적 countercyclical 자본비용 capital charge 등의 G-SIBs 규제의 실질적인 상대적 영향은 무엇보다도 디레버리징을 근본적으로 심화하고 은행의 디레버리징에 대한 더 많은 압력을 가하는 것입니다. 순규제개

력이 성장에 매우 나쁘다는 점에 대해서는 많은 논란이 있습니다. 금융안정위원회와 바젤위원회 평가에서는 영향력이 매우 낮다고 나왔습니다. 그러나 은행의 지속적인 디레버리징과 취약한 글로벌 경제의 상황은 지난 4년 동안 쌓인 증거가 우리의 관점과 더 일치한다는 쪽에 무게를 실어주고 있습니다.

세 번째는 도덕적 해이와 관련 있습니다. 다카시 오야마 박사는 G-SIBs 지정이 명예훈장이라고 했습니다. 사실 6개월 전 아시아의 은행 모임에 참석했는데, 네 개의 아시아 G-SIBs가 서로 축하 인사를 나누고 있었습니다. 많은 연구를 통해 이 은행들이 기본적으로 합병자금 조달에 유리하다는 것이 명백히 드러났습니다. 이제 공식적인 대마불사로 지정되었기 때문입니다. 대마불사로 지정되면 당연히 예금자는 돈을 훨씬 마음 편히 예치할 것입니다.

마지막으로 G-SIBs 규제의 방법론과 이행 방식은 의도하지 않게 은행에 요구되는 자본에 더 많은 변동성을 야기합니다. 규제에는 버킷 1에서 버킷 5까지 나누는 구간법(bucket approach)을 이용합니다. 절대점수 대신 다른 은행들과 비교하는 상대점수를 매기는데, 은행은 자신의 의지와 상관없이 한 구간에 들어 있다가 다음 해에 빠져나가고, 그 다음 해에 다시 들어갈 수도 있습니다. 이로 인해 엄청난 혼란과 변동이 생겨 은행은 자본구조를 관리하기 어렵게 되고, 이는 금융 안정성에도 좋지 않습니다.

G-SIBs 규제는 선하고 명예로운 의도와 동기에 따라 만들어졌지만 완전 도입 직전에 기술적 세부사항의 문제점을 해결해야 합니다.

질문과 답변

Q

중종 실물경제나 무역의 관점에서 아시아는 다른 나라와 잘 연계되어 있다고들 합니다. 아시아가 오히려 더 세계화되어 있습니다. 그러나 아시아 금융시장은 그렇지 못합니다. 아시아 금융이 더욱 세계화되면 자본시장 개방과 금융 인프라 개선 이외에 무엇이 필요할까요?

| 마이클 테일러 금융안정위원회 자문관

금융안정위원회 입장에서가 아니라 개인적인 의견을 말씀드리겠습니다. 아시아에서 지냈던 나의 경험으로 미루어 보아 아시아가 할 수 있는 일은 내부에서부터 시작하는 것이며 아시아 국가간 금융서비스 거래를 더욱 풀어주는 것이 시작점이 될 것입니다.

아시아를 방문하는 사람들은 아시아 역내 금융시장의 통합이 너무 빈약하다는 것에 먼저 놀랍니다. 통합을 추진하는 것이 좋은 출발점이 될 것입니다. 물론, 그에 걸맞은 감독과 규제를 해야겠지만, 출발점으로는 좋습니다.

Q

G-SIFIs와 G-SIBs 논의 및 은행의 정리와 관련해서는 분명히 국경간 협약이 필요합니다. 최근 진행상황은 어떻습니까? 본사 소재 국가간 협약은 얼마나 진척되었습니까?

| 마이클 테일러

이상적인 세계에서는 문제해결을 위한 일종의 국제조약이나 국제협약 프레임워크가 있어야 하겠지만, 우리는 이상적인 상황에 있지 않습니다. 우리는 정치적으로 해결해야 하는 상황에 있습니다. 따라서 전 세계적인 정리 제도를 마련하는 데 필요한 공동원칙을 정하고 활용하고 있습니다. 감독당국, 규제당국, 정리당국이 국경간 협약의 필요성을 잘 인식하고 있다고 생각합니다.

Q

정리에는 감독과 규제가 따릅니다. 그래서 주둔국(host authority)의 책임 문제는 특히 아시아의 많은 신흥시장과 금융안정위원회 소속이 아니면서도 G-SIBs를 보유한 국가에 매우 중요합니다. 그들의 이야기를 들어봤습니까? 주로 대형 금융기관을 보유한 큰 국가들로 이루어진 소속국과 약소 신흥국가들 사이에 커다란 비대칭이 있습니다. 규모면에서 이 비대칭은 엄청납니다.

| 마이클 테일러

이것이 새로운 문제는 아니라고 말하고 싶습니다. 아시아·태평양지역에 HSBC 조직 설립시 활용했던 감독전문가단체를 생각해보면, 항상 누굴 초대하고 누굴 테이블에 앉힐지를 고민했었습니다. 감독자의 관점에서 보면, 정리에 관한 동일한 문제점을 갖고 있습니다.

위기관리그룹과 특히 주둔국^{host country} 역할의 일부는 금융안정위원회 회원은 아니지만 상당한 역할을 하고 있는 국가가 이 문제에 적절히 참여하도록 하는 것입니다. 문제가 있다는 것과 올바르게 참여하기 위한 시도가 있다는 인식은 있습니다.

Q

G-SIBs 문제는 미시적 사안이지 거시적 사안이 아니라고 생각합니다. 이 점은 오야마 씨가 지적했습니다. 대형 금융기관에 초점을 맞추는 것이 매우 중요하다는 것은 알고 있지만 미시적·거시적 건전성 감독 사안을 결합해보면 어떨까요?

또한 금융안정위원회가 국내 대형은행을 정의하는 것에 대해 이야기하고 싶습니다. 많은 경우 은행이나 금융부문에 위기가 일어나면 매우 작은 금융기관들이 먼저 문제점을 드러내기 시작하고 이것이 점점 더 큰 기관들로 퍼져 금융시스템에 균열을 만듭니다. 국내 수준의 중요금융기관에만 집중하는 것이 좋은 생각일까요?

| 마이클 테일러

동전의 양면과 같기 때문에 이 두 가지 질문을 같이 다루려고 합니다. G-SIBs 규제는 큰 그림의 일부일 뿐이라는 걸 깨달아야 합니다. 그 외에도 많은 계획이 진행되고 있습니다. 헝 트란 박사는 각자 따로 노는 데다 서로 어긋난다고 말씀하시겠지만, 체제적인 위험을 감소시키기 위해 G-SIB 프레

임워크를 넘어서는 다른 계획들을 많이 마련하고 있습니다. G-SIBs만 다루면 체제적인 위험 문제를 제거할 수 없다고 생각합니다.

대마불사 문제를 다루는 동시에 다른 문제들도 다루어야 합니다. 여기에는 금융시스템 개발 모니터링도 포함됩니다. 금융위기로부터 확실하게 얻은 교훈이 있다면 종합적인 감시체계를 만들고 전체 금융시스템의 취약점을 강화하도록 모니터링해야 한다는 것입니다. 이와 관련, 한국은행이 아주 잘 대처하고 있다고 생각합니다.

예상하셨겠지만, 헝 트란 박사의 의견 몇 가지를 돌아보고 싶습니다. 우선, 성장과 금융안정을 추구하는 것 사이에 모순이 발생한다는 것을 알고 있습니다. 금융위기 결과로 일어난 변화 중 하나는 G20의 역할이 성장했다는 것입니다. G20의 정상들은 이제 정책 아젠다를 설정하게 되었습니다. 그리고 지난 몇 년간 정치지도자들로부터 받은 아주 명확한 메시지는 금융안정 문제가 중요하다는 것입니다. 성장과 금융 안정성 사이의 충돌에서 정치지도자들은 단기적인 성장을 약간 희생하는 대신 장기적으로 금융안정성을 도모하기 위해 준비하고 있습니다. 장기적으로는 단기적 관점에서 보았던 정도의 희생이 나타나지 않을 수도 있습니다.

도덕적 해이가 있을까요? 그렇습니다. 29개 기관을 목록에 올려놓고 ‘대마불사’라고 칭하면 도덕적 해이가 생기기라는 건 모두 알고 있다고 생각합니다. 문제는 그런 도덕적 해이가 이미 존재한다는 것입니다. 어떤 의미로 이 목록은 기존의 문제를 구체화한 것에 불과합니다. 스코틀랜드왕립은행 RBS 같은 기관의 경우 이미 공적자금으로 구조된 적이 있습니다. 그래서 사람들은 이미 이런 기관이 대마불사라는 것을 압니다. 이 목록이 있든지 없든지 상관없이 이 은행에 전 재산을 넣어들 자신이 없다면 그 은행을 보증한 영국 국민의 능력을 의심한다는 뜻입니다.

마지막으로 이러한 모든 변화의 축적된 영향을 평가하기란 어렵습니다. 국제금융협회는 평가를 내렸습니다. 형 트란 박사가 언급했듯이 금융안정위원회와 은행규제감독위원회도 역시 평가를 내렸습니다. 어떤 가정을 하느냐에 따라 수치는 달라집니다. 하지만 중요한 점은 현재 도입하고 있는 규제들과 시장에서 일어나고 있는 일의 인과관계를 파악하려고 하지 않는 것입니다.

어떤 경우는 큰 영향을 줄 만한 규제가 아직 도입되지 않았을 수도 있습니다. 현재 시장에서 일어나고 있는 일들은 일부 유럽 국가 금융시스템의 취약성을 보여줍니다. 예를 들어 많은 프로젝트 파이낸싱이 달러의 지배를 받습니다. 만약 이 은

행들이 달려 자금을 모으지 못한다면 불가피하게 그 시장에서 철수해야 합니다. 실제로 이런 일이 프로젝트 파이낸싱에서 일어났습니다.

마찬가지로 유럽에서 일어난 유럽 은행의 디레버리징은 유럽 은행의 자본 약점과 추가자본 확충 필요성을 나타냅니다. 이 점은 감독당국과 규제당국이 요구하지 않더라도 시장이 요구할 것이라 생각합니다.

세션 IV

아시아 금융협력의 미래와 CMI 다자화의 전망

사회 박영철 고려대 석좌교수

발표 최종구 기획재정부 국제업무관리관

토론 번화 웨이(Benhua Wei) 아세안+3 거시경제감시기구(AMRO) 사무국장
마사히로 카와이(Masahiro Kawai) 아시아개발은행연구소(ADBI) 소장
안드레 마이어 IMF 홍콩사무소 소장

| 박영철 고려대 석좌교수 |

나는 2000년 ADB의 요청으로 치앙마이 이니셔티브 CMI의 첫 초안을 마련하는 명예 아닌 명예를 얻었습니다. 그 후 CMI는 아시아는 물론 세계 금융에서 중요한 자리를 점했습니다.

최근 들어 아시아와 그 외 지역에서 CMI가 어떻게 진척되고 있는지 궁금해 하는 사람들이 많습니다. 바로 이 문제가 오늘 토론할 주제입니다. 이 중요한 주제를 토의하기 위해 매우 우수하고 능력 있는 전문가들을 모셨습니다. 발표는 최종구 기획재정부 국제업무관리관(차관보)이 하겠습니다. 오늘 토론자는 먼저 ADBI의 카와이 소장, 향후 매우 중요한 기관이 될 AMRO의 변화 웨이 사무국장, 마지막으로 안드레 마이어 IMF 홍콩사무소 소장 세 분입니다.

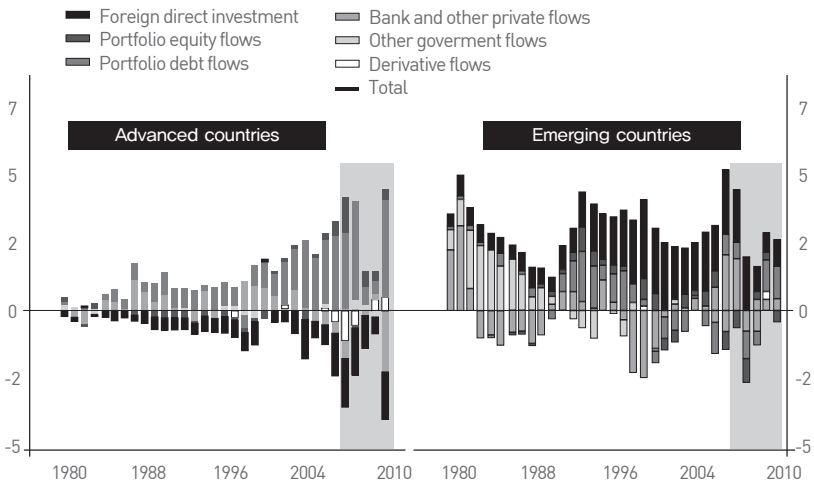
아세안+3 금융협력의 미래, 특히 아세안+3의 기둥인 CMI 다자화에 대해 발표하게 되어 정말 영광입니다. 이런 귀중한 기회를 주신 사공 일 이사장님께 감사드립니다.

역내 금융안전망의 중요성, CMI 다자화의 진전 현황, 향후 나아갈 방향 등을 말씀드리겠습니다. 세계적으로도 역내 금융안전망에 대한 공감대가 있습니다. 이는 아시아에서는 특히 중요합니다. 아시아 경제성장은 여전히 내수보다는 수출에 크게 의존하고 있습니다. 또한 이른바 기축통화key currency 부재라는 원죄에 시달리고 있기 때문에 무역 결제시 달러에 크게 의존하고 있습니다. 게다가 역내 금융시장의 발전은 다소 약세를 보이고 있습니다.

따라서 우리는 선진국의 경기순환 변화, 기축통화 동향에 따른 환율 변동, 선진국 자본의 유출입 같은 외부요인에 취약합니다. 자본의 유출입을 살펴보면 지역 금융 안전망의 필요성은 더욱 명백해집니다. 총자본흐름 그래프의 검정색 선은 신흥국emerging country의 자본흐름 변동성이 선진국보다 훨씬 높다는 것을 보여줍니다.

2008년 금융위기 이후 자본흐름변동성이 급격하게 높아졌다는 것을 알 수 있습니다. 또한 IMF는 신흥시장으로 흘러들어가는 자본유입의 결정요인들을 분석했습니다. 회귀분석에 따르면, 미국 통화정책과 글로벌위험자본을 비롯한 해외 추진요인이 개발도상국 내의 유인요인pull factors보다 더 영향을 미치는 요인들이었습니다.

〈그림 1〉 자본흐름 변동성



Source: IMF

균형 거시경제정책으로 유인요인을 통제하려는 신흥국의 노력만으로는 충분하지 못하고 과도한 자본흐름에 대응하기 위한 추가 메커니즘이 필요하다는 것을 이 분석결과는 명확하게 보여줍니다. 과거에는 외부충격에 대응하기 위해 주로 IMF 같은 글로벌 금융안전망에 의존하면서 외환보유고를 축적하는 방법으로 방화벽을 구축했습니다. 그러나 1990년대 말 아시아 금융위기 이후 이전에 우리가 했던 노력으로는 역부족이라는 것을 깨달았습니다.

다시 말해 개별 국가만으로는 충분한 외환보유고를 축적할 수 없으며 상당한 비용이 발생할 수 있다는 것입니다. IMF가 쿼터를 조정하

고 예방대출제도PCL 같은 새로운 수단을 도입하는 등 내부 개혁을 한 다 해도, IMF는 여전히 유럽 국가들이 더 큰 영향력을 발휘했던 브레튼우즈 체제Bretton Woods system 하의 글로벌 경제 환경을 대변하는 데 다 유럽 국가에 대한 편향도 여전히 강합니다.

아시아 금융위기 당시 IMF에 구제금융을 신청한 국가는 금융지원을 받았다는 낙인이 찍혔고 부적절하고 가혹하기까지 한 구제금융 지원조건이 강요되었습니다. 그런 연유로 구제금융 지원을 받은 국가 중에 IMF와의 관계 확대를 꺼리는 곳이 많습니다. 이러한 배경에서 역내 금융안전망인 CMI 다자화를 설립했습니다. 유럽안정기구와 소속 통화기금, 북미기본협정, 라틴아메리카 준비기금FLAR을 포함해 전 세계에 다양한 지역 금융안전망이 있습니다.

다음으로는 CMI 다자화의 진전에 대해 말씀드리겠습니다. 아시다시피 아세안+3 재무장관 프로세스가 1999년에 시작되었습니다. 이 과정에서 2000년 최초의 지역 금융안전망인 CMI가 수립되었습니다. 당시 CMI는 한국, 일본, 중국으로 이루어진 '+3' 국가들과 싱가포르, 인도네시아, 태국, 말레이시아, 필리핀의 아세안 5개국간의 스와프 체결 형태였습니다. 2010년 CMI는 아세안 10개국이 모두 참여하는 CMI 다자화로 확대되었습니다. 2011년에는 AMRO를 발족했습니다. 올해에는 규모 확대뿐 아니라 위기방지 제도를 도입해 CMI 다자화가 더욱 강화되었습니다.

2012년 5월 초 마닐라에서 열린 재무장관·중앙은행총재 회의에서 나온 주요 결의안을 간단히 설명하겠습니다. 재무장관·중앙은행총

재들은 CMI 다자화 규모를 1,200억 달러에서 2,400억 달러로 두 배 증액하고, 2012년에는 IMF 비연계 비율을 30% 늘렸습니다. 2014년에는 재검토해 40%로 확대하는 방향으로 합의했습니다. 이런 성과는 CMI 다자화가 위기에 독립적으로 대처할 역량을 강화시켰습니다. 회원국들이 위기극복에 필요한 충분한 시간을 갖도록 만기와 위기해결 대책의 총 지원 기간을 늘렸습니다. 또한 기존의 위기해결대책에 위기에 방대책까지 도입해 잠재적 위험이 있을 경우 사전 대응할 수 있게 했습니다.

다음으로 CMI 다자화의 진척 상황을 평가하겠습니다. 줄리 맥케이 Julie McKay, 울리치 볼츠 Ulrich Volz, 레긴 울핑커 Regine Wolfinger가 <지역금융협정과 국제통화체계의 안정 Regional Financing Arrangements and the Stability of the International Monetary System>이라는 공동논문에서 제시한 여섯 가지 기준을 이용하겠습니다. 이 여섯 가지 기준은 활용 가능한 자금 규모, 관련 정보의 적시접근성, 분석전문성, 의사결정 속도, 대출 결정의 공정성, 감시 및 집행 기구입니다.

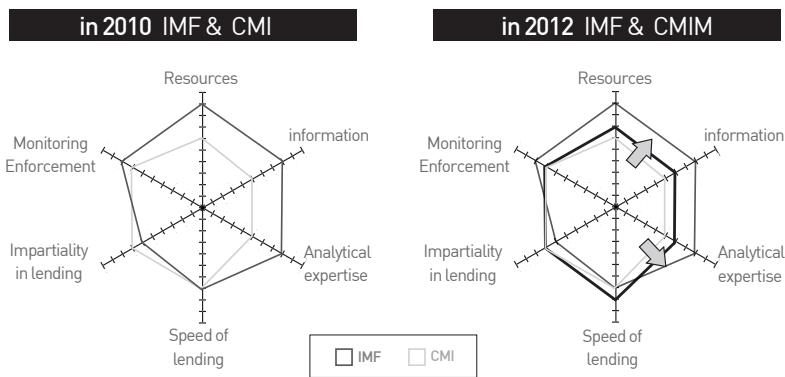
저자들은 논문에서 여섯 가지 기준을 활용해 IMF와 CMI 다자화를 포함한 지역 금융안전망을 평가했습니다. 그들의 평가에 따르면, CMI 다자화는 대출 결정의 공정성에서는 IMF보다 높은 점수를 받았습니 다. 또 대출 속도에서 CMI 다자화는 IMF와는 동일한 점수를 받았지만 80%에 달하는 IMF와의 연계비율 때문에 다른 지역 금융안전망보다는 낮은 점수를 받았습니다.

CMI 다자화는 다른 기준에서도 IMF보다 낮은 점수를 받았습니다.

저자들은 분석 전문성, 감시 및 집행기구, 정보 접근성이 비교적 취약하다고 결론지었습니다. 자체 사무국이나 독립적인 역내감시기구 부재를 원인으로 꼽았습니다. 그러나 2011년, 2012년 장관회의를 통해 CMI 다자화의 재원을 두 배로 증액하는 상당한 진전을 이뤘습니다. 분석전문성도 AMRO의 발족으로 강화되고 있고, 대출속도 역시 IMF 비연계 자금 비율의 증가로 향상되었습니다. 이런 성과들을 반영해 저자의 최초 도표를 재평가하자 CMI 다자화는 거의 모든 기준에서 크게 향상되었습니다.

이러한 진전에도 현재 CMI 다자화는 본질적 제약이 있습니다. 먼저 스와프 자금이 외환보유고로만 이루어져 있기 때문에 회원국 경제나 무역거래 규모에 부합되게 규모를 확대하기 어려울 것입니다. 두 번

〈그림 2〉 CMI 다자화 평가



Source: "Regional Financing Arrangements and the Stability of the International Monetary System"

째는 관대함의 오류 leniency error 가능성입니다. 대출 결정시 아세안+3 국가가 주변국의 적격성 정도를 평가하고 용자조건을 부여하기 때문에 회원국간 평가에 관대해지는 경향이 있습니다. 세 번째로는 역내 감시기구인 AMRO와 역내 금융연대인 CMI 다자화가 서로 분리되어 있다는 점입니다. 따라서 이 두 기관을 유기적으로 연계하는 데에는 한계가 있습니다.

이런 한계를 염두에 두고, CMI 다자화를 뛰어넘는 더 세련된 지역 금융안전망을 구축할지에 대해 이야기하겠습니다. 이런 제약을 극복하기 위한 방법은 두 가지입니다. 첫 번째는 현재의 CMI 다자화를 강화하는 것입니다. 두 번째는 1997년 아시아 금융위기 때 처음 제안되었지만 거부되었던 아시아통화기금 AMF 같은 새로운 기구를 만드는 것입니다. 새로운 기구에는 기금 방식이나 종합적이고 독립적인 단체와 같은 수많은 특성이 있을 수 있습니다. 새로운 기구의 설립의 장점은 다음과 같습니다.

먼저 기금형 기구는 현재의 다자간 스와프협정 swap arrangement보다 더 높은 신뢰를 얻을 것입니다. 물론 회원국에게는 선행 투자 가입 의무로 인한 재정 부담이 있을 수 있습니다. 그러나 불입자본금 제도를 활용할 수도 있고, 회원국을 아세안+3에서 다른 아시아 국가로 확대한다면 추가 재원을 확보하고 리스크를 다변화할 수 있습니다. 또한, 자본금을 바탕으로 하는 채권발행 같은 추가자금 조달을 생각해볼 수도 있습니다.

둘째, CMI 다자화와 AMRO의 기능을 통합하는 종합적이고 독립적

인 기구를 설립해 얻는 시너지효과입니다. 이를 통해 역내 국가에 더 나은 지원을 제공할 수 있습니다. 셋째는 공정성과 객관성입니다. 새로운 체제 하에서는 회원국의 경제정책을 평가하고 대출조건을 부여하는 책임이 독립기구에 전가되어 더욱 객관적인 평가가 가능합니다. 게다가, 해당 회원국이 부여된 조건 이행 여부를 더 잘 감시할 수 있게 될 것입니다.

그렇다면 새로운 기구 설립의 장애물은 무엇일까요? 아시다시피 1997년 아시아 금융위기 때 새로운 기구인 아시아통화기금 설립을 추진했습니다. 역외 일부 나라들은 아시아통화기금의 기능이 IMF와 중복된다며 설립을 반대했습니다. 또 역내에서는 무언의 패권다툼이 있었습니다. IMF에 대항한 최초의 시도는 이 같은 장애물로 인해 무산되었습니다.

이 일로 역내외의 정치적 요인이 걸림돌이 될 수 있다는 교훈을 얻었습니다. 하지만 이제는 상황이 변한 듯합니다. 유로존 위기에 대한 IMF와 각국의 대응방식은 위기가 발생한 지역 국가들에게 일차적 책임이 있음을 강조합니다. 위기가 우리 삶의 일부분이 된 세상에서 IMF만으로는 모든 위기를 막을 수 없다는 공감대가 형성되었습니다.

국제사회는 지역 금융안전망과 IMF 간 협조융자^{co-financing}를 비롯한 협력이 필요하다는 것을 잘 알고 있습니다. 이 맥락에서 G20 국가들은 IMF와 지역안전망^{RFAs} 간 협력 원칙을 마련했습니다. 이 협력 방안을 개선할 방법을 모색하고 있습니다. 정치적인 문제에 더해 설립에 따른 초기출자 부담과 막대한 양의 자본금 관리에 필요한 전문성

부족도 문제가 될 수 있습니다.

이 난관을 극복하는 데 시간이 필요함을 고려한다면, CMI 다자화를 개선·강화하고 새 기구 설립에 점진적으로 접근하기 위해서는 CMI 다자화 운영과 AMRO 역량 개발에서 경험 축적에 초점을 맞춰야 합니다. 글로벌 환경의 변화 물결은 새 기구의 설립을 용이하게 할 수도 있을 것입니다. 따라서 파도를 탈 준비를 할 필요가 있습니다.

앞으로 우리가 할 노력과 행동에 대해 간략히 다루겠습니다. CMI 다자화는 단시간 안에 상당한 발전을 이루었으므로 개선과 강화가 이 시점에서 가장 중요한 의제입니다. 새로 도입한 위기예방제도의 구체적인 내용을 마무리하고 CMI 다자화 협약을 마련해 가능한 빠른 시일 안에 이행할 필요가 있습니다. 이 제도를 운영하면서 경험 축적이 이뤄지기 때문에 위기해결 및 예방 제도를 지속적으로 개선할 필요가 있습니다.

AMRO는 조직역량을 확대하고 회원국과 그리고 국제기구와의 정보공유를 늘려야 합니다. 현재 싱가포르에 소재한 AMRO를 국제기구화해서 IMF와 대등한 위치에서 협력의 틀을 만들어야 합니다.

긴 안목으로 CMI 다자화와 AMRO를 통합해 역내 이슈에 대한 전문성, 탁월한 감시와 분석 역량을 갖춘 독립기구를 설립해야 합니다. 이를 위해서는 IMF와 협력을 강화하고 상호 신뢰를 구축하는 것이 필수입니다. 실제 IMF 역시 한계가 있다는 것을 알고 있지만, IMF를 역내 금융안전망으로 대체하자는 것이 아니라 다차원적인 금융 거버넌스를 구축하자는 것입니다.

예를 들어, 올해 가장 뜨거웠던 논쟁은 IMF 비연계 자금 비율에 관한 것이었습니다. 여전히 IMF와의 관계 확대를 달갑지 않게 생각하는 아세안 국가들은 단시간에 이 비연계 자금 비율을 상당히 확대시키기를 원합니다. 반면, 한·중·일 3국과 일부 아세안 국가는 이 비율을 점진적으로 늘리고 IMF와 협력을 유지하자는 주장을 지속적으로 내세우고 있습니다. 결국, 장관급 공동성명에서 IMF와의 관계를 지속하면서 점진적으로 이 비율을 늘리고 2014년에 추가 확대를 검토하겠다는 타협을 이뤄냈습니다.

이를 위해 더욱 보완된 협력 체제를 개발하고 기술지원, 공동과제, IMF와의 정보 공유 등과 같은 프로그램을 실시해야 합니다. 또한 IMF의 글로벌 이슈에 관한 전문성과 AMRO의 지역 이슈에 관한 전문성을 잘 살려 두 기관의 비교우위를 활용해야 합니다. 이를 통해 더욱 상호보완적인 협력체제를 개발할 수 있습니다.

장기적 관점에서 다자간 통화스와프협정에서 기금으로의 통합을 논의할 때 고려할 부분은 다음과 같습니다. 첫째, 회원국의 초기 자본 기여도를 논의해야 합니다. 둘째, 여타 아시아 국가의 참여를 장려해야 합니다. 마지막으로 중국 경제가 성장하고 위안화 강세를 보이고 있으므로 단일기금 구조에서 다자간 기금 구조로의 전환을 검토할 수 있습니다. 이러한 노력들을 통해 CMI 다자화 강화에 그치지 않고, 더욱 광범위한 지역 금융안전망을 만들 수 있을 것입니다. 이것으로 발표를 마치겠습니다.

| 박영철 고려대 석좌교수 |

최종구 차관보가 아시아 금융위기 초기에 제안되었던 아시아통화 기금 아이디어를 되살리자고 제안했습니다. 아세안+6가 아니라 아세안+3로 이루어진 통화기금이 될 것입니다. 토론자들에게 이 제안에 대한 논의를 부탁드립니다.

특히 변화 웨이 사무국장과 카와이 소장께 중국과 일본이 지역통화 기구 설립에 동의할지 묻고 싶습니다. 만약 동의한다면 과연 이런 국제적으로 가능한 기구를 만들기 위해 두 국가가 협력할 수 있을까요? 마지막으로 IMF에서 오신 마이어 박사께 아세안+3가 새로운 지역기금을 만드는 데 착수하면 IMF의 반응이 어떨지 묻고 싶습니다.

| 변화 웨이 아세안+3 거시경제감시기구 사무국장 |

최종구 차관보의 발표내용 대부분에 동의합니다. 지역 금융협정의 중요성에 대한 첫 번째 포인트가 특히 그렇습니다. 세계경제가 이렇게 중대한 시기에 있을 때는 지역 금융협정의 중요성을 아무리 강조해도 지나치지 않는다는 최 차관보의 의견에 절대 공감합니다. 그리스에서 교훈을 배워야 합니다. 비록 아시아가 이제까지는 잘 해오고 있지만, 만약의 경우를 대비해야 합니다.

아세안+3 재무 차관보 회의에서 캄보디아와 함께 공동의장을 맡은 최 차관보의 리더십을 평가합니다. 자금 규모를 두 배로 늘려도 부족하다는 최 차관보의 언급에 동의합니다. 비교하자면 유럽재정안정기구는 7천억 유로 규모입니다. 규모 문제와 관련해 규모를 정의할 기준을 찾아야 한다고 생각합니다. CMI 다자화 규모는 아세안+3 국가의 전체 외환보유고와 비교하거나 총 GDP와 비교해야 합니다. 현재의 자금 확대는 13개국 GDP 대비 1.8% 정도에 불과합니다.

인무를 수행하기에는 과업을 이행하기에는 1.8%가 너무 적다고 확신합니다. 보수적으로 잡아도 최소한 5%는 되어야 합니다. 아마도 마이어 박사가 글로벌 GDP 대비 IMF의 총재원 비율을 말씀드릴 수 있을 것입니다. 어쨌든 최소 규모는 5%일 테고, 7,200억 달러 정도입니다. 아세안+3 국가의 지원으로 이 목표를 달성할 수 있는 방안은 무엇 일까요?

CMI 다자화의 검토 시기는 IMF 쿼터 검토 시기와 유사합니다. 5년마다 한 번씩 CMI 다자화의 모든 중요 정책 문제를 검토해야 합니다. 다음 리뷰는 2015년이 될 것입니다. 얼마 남지 않았으니 기준을 정하는 일을 시작해야 합니다. 점진적인 방식으로 규모를 증대해야 한다고 생각합니다. 그 방법이 아세안+3 국가들이 수용하고 지원하는 데 용이할 것입니다. 규모의 문제는 분명히 있습니다.

최 차관보가 AMRO와 CMI 다자화의 관계에 대해 언급했습니다. 더 나아가서 좀 더 연구하고 미래에 대한 색다른 접근법을 생각할 필요가 있다는 최 차관보의 의견에 동의합니다. 이 문제와 관련해 아시아

통화기금 설립을 지지하는지 기존의 CMI 다자화 강화를 지지하는지에 대한 박영철 교수의 질문에 답변하고자 합니다. 이 두 가지 방법에 추가할 세 번째 옵션을 찾아볼까 합니다.

하지만 AMRO에서 몇 년간 일하면서 내가 느낀 가장 큰 문제는 CMI 다자화가 아직 검증되지 않았다는 점입니다. 그래서 걱정이 됩니다. 막 구입한 새 차 같기 때문에 시험주행을 해봐야 합니다. 그 외에 다른 문제와도 마주하고 있습니다. AMRO는 아세안+3 재무 차관보들에게 매년 예산을 승인받아야 하기 때문에 예산이 중요한 문제입니다. 그렇지만 예산 인상을 주장하는 것이 항상 즐겁지만은 않습니다. 사실, AMRO 사무국에는 전부 20명이 있습니다. 그 중 열두 명이 이코노미스트인데, 세 명의 수석이코노미스트와 아홉 명의 초급 이코노미스트입니다. 아시아·태평양국에만도 100명이나 있는 IMF와 어떻게 역량을 비교할 수 있을까요? 점심때 ADB 수석이코노미스트인 이창용 박사와 이야기를 나누었는데, 이 박사의 연구부서에는 박사만 스물아홉 명이고, 석사는 스물세 명에 많은 연구보조원이 있다고 합니다. 그런데 우리는 매년 지원을 받기 위해 논쟁을 벌여야 합니다.

AMRO를 지원할 방법에 대한 제안은 아세안+3 국가들이 최소한 2,300억 달러인 현재 투입금에서 1%만 더 증액하는 것입니다. 20억 달러보다 약간 많은 금액으로, 그렇게 큰 액수는 아닙니다. 하지만 그 20억 달러면 AMRO가 잘 활동할 수 있습니다. 나는 AMRO에 오기 전에 중국 외환보유고 관리를 맡고 있었는데, 당시 내가 관리하던 액수가 2조 달러였습니다. 그래서 나는 최소한 3%의 수익을 낼 자신이 있

습니다. 이 20억 달러에서 6천만~7천만 달러의 수익을 올릴 수 있다는 뜻입니다. 그러면 AMRO의 운영을 지원할 수 있기도 하지만 더 중요한 것은 아세안+3의 자본과 연결될 수 있다는 것입니다. 얻은 수익을 각국에 돌려보내면 사람들이 AMRO에 더욱 큰 신뢰를 주게 될 것입니다.

IMF와의 협력에 관해서는 지대추구 rent seeking 회피, 자격조건 qualification 관리방법, 위기예방기능 등과 같은 문제에 협력해야 한다는 것에 동의합니다. AMRO의 간부직원들과 IMF는 함께 합의를 도출해야 합니다.

/ 마사히로 카와이 아시아개발은행연구소 소장 /

이렇게 중대한 컨퍼런스에 초대해준 주최 측, 특히 사공일 이사장께 감사드립니다.

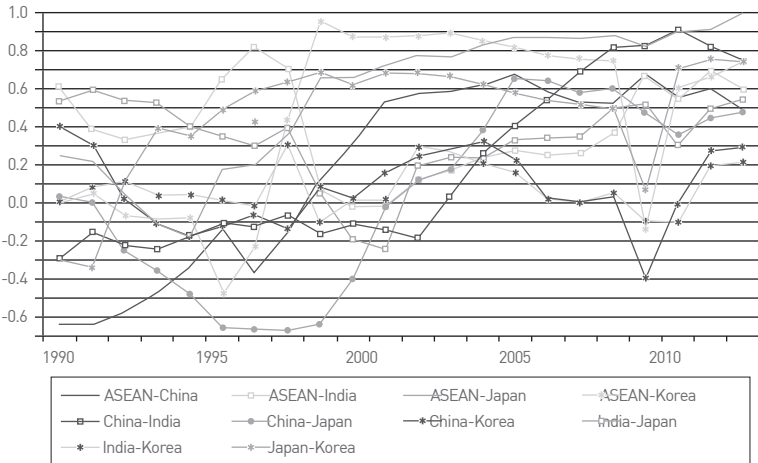
많은 아시아 국가, 특히 아세안+3가 거시경제 상호의존도가 증가하는 경향을 보인다는 것은 알아야 할 중요한 점입니다. 이것은 두 경제 간 성장률 상관계수를 나타낸 그래프입니다(그림 3). 시간이 흐르면서 상관관계가 증가하고 있습니다. 지난 10년간의 관측 결과를 보면, 시간에 따른 거시경제 동기화가 심화되는 것을 알 수 있습니다. 이는 금융·거시경제 협력 강화, 심지어 조정까지 포함하는 강력한 논거를

제시합니다.

이번 발표에서는 거시경제 정책조정 문제는 다루지 않겠습니다. AMRO와 CMI에만 한정하겠습니다. 아시아에서는 IMF의 감시와 자금조달 기능 보완이 상당히 중요합니다. 한 가지 이유는 다수의 국가가 여전히 IMF를 좋아하지 않기 때문입니다. 많은 국가가 필요에 의해 IMF를 찾아가야 하지만, 아시아는 여전히 1997년 얼마나 많은 국가가 잘못 다루어졌는지 기억하고 있기 때문에 자국에 의지하려 합니다.

아시아는 매우 큰 규모의 외환보유고를 가지고 있기 때문에 그럴만한 이유가 있습니다. 아시아는 대부분의 문제를 스스로 처리할 수 있

〈그림 3〉 아세안, 중국, 인도 및 일본 간 GDP 성장률 상관관계 증가



Source: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database

습니다. 그 과정에서 CMI와 AMRO는 매우 중요합니다. 20명의 직원은 부끄러울 만큼은 아니지만 매우 적은 수이고 더 많은 전문가가 필요합니다. 데이터를 수집하고 분석해 전문가에게 제공할 보조연구원 많이 필요하다고 생각합니다. 이런 폭넓은 지원이 있어야 합니다.

일주일 전쯤 마닐라에서 처음으로 각국 중앙은행 총재와 재무장관이 함께 모였습니다. 최초로 아세안+3의 재무장관과 중앙은행 총재들의 회의가 열린 것입니다. 이는 엄청난 진전입니다. 아직은 시작에 불과하지만 아주 좋은 방향으로 가고 있습니다. 다른 국가들의 정책을 논하는 아세안+3 국가 간의 동료 검토(peer review) 절차를 개발할 필요가 있고, 필요하다면 비판도 해야 합니다. 물론 대립적이 아닌 건설적인 방법으로. 이런 절차가 시작되고는 있지만 아세안+3 국가 간에 이런 종류의 절차가 좀 더 많이 필요합니다. 그러면 CMI 다자화가 IMF와 쌍무 스와프협정(bilateral swap arrangement)을 보완할 수 있을 것입니다.

다음으로는 규모를 확대해야 합니다. 기존 협정에서 한국은 380억 달러를 차입할 수 있고 인도네시아는 220억 달러를 차입할 수 있습니다. 하지만 이 금액을 차입하려면 IMF에 가야 합니다. 한국은 IMF에 가고 싶지는 않지만 CMI 다자화에서 빌린다면 30%인 100억 달러를 빌릴 수 있습니다. 이는 너무 적은 액수라고 생각합니다. 기금 규모를 키우든지 좀 더 창의적이 되어 현재 협정보다는 더 많은 액수를 빌릴 수 있게 만들어주어야 합니다.

기존 협정에서는 모두가 동시에 자금을 빌리길 원한다면 총 대출가

능액수가 2,400억 달러입니다. 이 협정은 유럽재정안정기금이나 유로 안정기구와는 매우 다릅니다. 아세안+3 정부가 조만간 대출 한도를 600억이나 1천억 달러로 증가하는 결정을 내릴 수 있다고 생각합니다. 그 중 30%는 300억 달러이고, 그 금액은 한국이 2008년 가을 미 연방준비은행에서 빌린 것과 같습니다. 이런 협정이 좀 더 합리적일지도 모르겠습니다.

새로 도입된 위기방지제도는 내가 알기로는 다른 CMI 다자화 협정과 다를 바 없고 IMF에 연계되어 있습니다. 이해가 안 됩니다. 미 연방준비은행에 갈 것 같으면 IMF는 필요 없습니다. 왜 아세안+3 정부는 IMF를 제외하고 예방 협정을 맺지 못할까요? IMF와 연계된 CMI 다자화 비율이 점차 감소하는 것은 좋은 방향입니다. 현재는 30%입니다. 최 박사가 언급했듯이 곧 40%로 올라갈 테지만 여전히 너무 적습니다. 100%가 되어야 합니다. CMI 다자화는 완전히 독립적인 자금조달 협정이 되어야 합니다. 그리고 나면 유럽협정과 똑같이 필요한 경우에 IMF와 선택적으로 협력할 수 있습니다.

유럽협정은 IMF에 연계되어 있지 않습니다. 유럽은 IMF와 선택적으로 협력합니다. 아시아에서도 그런 체제를 도입할 수 있다고 생각합니다. AMRO의 역량이 커지고 CMI 다자화가 자금 조달 측면에서 더욱 유연하고 독립적이 된다면, 사실상 아시아통화기금이 수립되는 것입니다. 최 차관보가 AMRO와 CMI 다자화 사이에 좀 더 공식적인 연계를 만들어 새로운 기구를 창설하고 이 기구에 자본을 투입하자는 의견을 내서 아주 반갑습니다. 아주 좋은 생각입니다. CMI 다자화와

AMRO 사이에 시너지가 생길 것입니다. 그러면 AMRO가 한 분석의 객관성도 중요해질 것입니다.

마지막으로, 어느 큰 국가나 여러 중간 규모 국가에 위기가 발생하면, CMI 다자화가 대처하기 어려울 수 있습니다. 이때는 IMF가 필요할지 모르기 때문에 IMF와의 협력은 여전히 중요합니다. 중대한 위기가 발생했을 때, 원치 않지만 CMI 다자화, AMRO가 IMF와 협력을 시작하는 것이 매우 중요합니다.

그러려면 IMF는 워싱턴에 앉아 아세안+3 국가에 명령을 내리기 보다는 아시아의 친구가 되어야 합니다. IMF는 아세안+3 국가의 눈높이에서 마치 자신이 그 국가들의 일원인 것처럼 각국의 문제를 생각해야 합니다. 아시아개발은행에서는 회원국 정부와 당국과 같은 수준에서 일하려고 합니다. IMF도 좀 더 크게 바뀌어야 합니다.

/ 안드레 마이어 IMF 홍콩사무소 소장 /

앞서 언급되었던 내용에 직접 답변을 드리자면, 아시아통화기금과 CMI 다자화에 관한 세션에 참여하는 것이 불편하지 않습니다. IMF와 아시아의 관계는 많은 진전이 있었습니다. 물론 개선할 점이 있지만 IMF 관점에서 보자면 우리는 아시아 금융위기로부터 많은 교훈을 얻었습니다. 유럽위기 대응에서 좀 더 나은 결과를 도출하기 위해 그 교

훈들을 응용해보려 노력하고 있습니다. 물론 결과에 대한 심사는 기다려야하지만.

IMF는 쿼터 과소대표국, 특히 아시아 국가들의 쿼터 비중을 변화하는 과정에 있습니다. 그 말미에 아시아의 대표성은 27% 증가할 것입니다. 이와 관련 간단한 퀴즈를 제시하려고 합니다. 아시아가 최고경영진의 40%를 차지하는 국제기구가 있습니다. 어느 기관인지 여러분께서 짐작할 수 있을지 궁금합니다. 사실 IMF입니다. IMF에는 일본인 부총재, 중국인 부총재가 있습니다. 이는 IMF가 아시아위기로부터 야기된 문제를 해결하고 IMF의 정당성을 높이고 세계경제의 대표성을 잘 반영하도록 하려는 노력들입니다.

아시아 금융위기 이후 IMF가 해온 일들뿐 아니라 아시아가 이루어낸 진전부터 발언을 시작하겠습니다. 아시아는 세계 여타 지역보다 훨씬 더 대단하게 성장했습니다. 단순히 GDP 통계만이 아닙니다. 수많은 사람을 빈곤에서 구해냈습니다. 이 견고한 성장은 거품 위에 이뤄진 것이 아닙니다. 공공부문의 강한 재정건전성, 민간부문의 향상, 기업 부문의 레버리지 축소와 통화불일치 감소 등을 비롯한 탄탄한 펀더멘털 위에 이뤄졌습니다. 이 모든 것은 금융위기로 얻은 소중한 교훈입니다.

또한 아시아 금융시스템은 훨씬 더 견고해져 이제는 예전처럼 서구 금융시스템에서 배우는 것이 아니라 오히려 가르칠 정도가 되었습니다. 외부 완충장치의 급격한 개선도 기억해야 합니다. <그림 4>는 1997년과 2011년의 외환보유고 수준을 비교합니다. 외환보유고는 단

〈그림 4〉 외부 충격에 대비한 상당 규모의 완충장치



* Staff estimates, Short-term external debt also includes projected current account deficit if any.

Source: IMF

기 외채로 비교됩니다. 보시다시피 엄청난 증가를 보이고 있으며 상당한 차이를 두고 보유하고 커버리지가 100%를 초과하는 경우도 많습니다.

아시아에 있는 많은 자가보험 self-insurance 은 아시아경제에 상당한 안정을 주어 가까운 장래에는 다른 안전망이 필요하지 않을 정도입니다. 하지만 세계는 여전히 위험한 곳임이 이 컨퍼런스를 통해 도출한 하나의 교훈입니다. 선진국 경제에 금융위기가 닥친 지 6년째에 이르렀지만 아직 끝이 보이지 않습니다. 우리가 선진경제의 두드러진 범주에 대해 논하지만, 그들이 다른 행성에 있는 것이 아닙니다. 경제를 더 잘 관리해온 나라들과 같은 행성에 있습니다. 안타깝게도 많은 여파와 연계가 존재해 비록 금융위기가 서구에서 시작되었지만, 명백하

제도 전 세계가 영향을 받습니다.

이런 맥락에서 고려할 점은 IMF 같은 전통적인 지원기구의 규모를 뛰어넘을 만큼 국경간 자본흐름이 크게 증가되었다는 것입니다. IMF 재원이 전 세계 GDP의 5%만 되었다라도 좋겠습니다. 이에 훨씬 못 미칩니다. 유럽 금융위기에서 얻은 소중한 교훈은 금융위기를 기다리다 방어선을 구축해서는 안 된다는 것입니다. 평화기에 대비하는 것이 훨씬 낫습니다.

아시아 역내 협력과 금융 안전망은 향후 어떻게 될까요? CMI 다자화는 큰 진일보입니다. 순수 자가보험보다 경제적인 유동성 지원시스템을 만드는 방향으로 나아가고 있습니다. 일반적으로 공동기금 *reserve pooling arrangement* 이나 다자간 스와프협정은 순수 자가보험 체제보다 적은 총액으로 유지할 수 있습니다. 이는 분명히 큰 진일보입니다.

아마 여기 모인 패널과 몇몇 발표자는 아직 진정으로 신뢰할 만한 방화벽을 형성할 만큼 충분하지 않다고 하겠지만, 최근 CMI 다자화 규모 증가는 바람직한 방향으로 진전되고 있습니다. 마지막으로, 새로운 감시 역량을 추가하고 있는 AMRO가 이미 중요한 임무를 수행하고 있습니다. 이코노미스트의 숫자보다는 새로운 시각과 다른 관점이 차이를 만들고 있으며 평가받고 있습니다.

IMF는 이 모든 것을 환영하고 지원합니다. 그래서 제가 별로 불편하게 느끼지 않는 것입니다. 아세안+3와 IMF의 상호관계로부터 혜택 받을 여지가 많습니다. 특별히 강조하고 싶은 분야는 위기예방입니다. 위기관리 동안에도 실수가 발생하지만, 더 중대한 실수는 위기가 아

닌 호황기에 발생합니다. 이때는 경고신호가 보이지 않아서 조기에 해결할 수 없기 때문입니다.

이런 관점에서 IMF와 함께 AMRO의 감시는 양측 모두에게 도움이 될 수 있습니다. 그리고 만일 아시아경제가 상당한 재정지원이 필요하면, CMI 다자화는 비록 크게 인기는 없지만 우리가 알고 있는 기존 체제에 의지할 수 있습니다. 누구도 이행조건 부여를 좋아하지는 않지만 채권자들은 이행조건을 요구합니다. 과거 성공적이었던 IMF 프로그램을 보면 올바른 이행조건으로 사실상 상황을 반전시킬 수 있음을 제시합니다. IMF와의 협력을 통해 CMI 다자화는 그런 체제를 마련할 수 있을 것입니다.

다른 분들이 언급했듯이 IMF와의 협력을 통해 전체 가용 자원 규모를 늘릴 수 있습니다. 이것은 몇몇 국가뿐만 아니라 현재 유럽 위기처럼 지역 전체가 위기에 처했을 때 특히 중요합니다. 유럽은 부유한 대륙이지만 금융위기 해결을 버거워하는 것 같습니다. 그리고 이는 단순히 자금력 문제만은 아니라고 생각합니다. 이는 몇 분 전에 논의한 IMF 개입 문제에 관한 것입니다. 유럽의 많은 주주는 이미 너무 정치화된 금융위기 상황에서 IMF가 제공하는 객관성과 외부의 시각을 고마워할 것이라고 생각합니다. 외부 의견이 영향을 미칠 수 있습니다. 일반적으로 말하자면, 지역 안전망의 장점이 많이 있지만 글로벌 안전망도 여전히 강한 근거가 있다고 생각합니다.

순수 자가보험은 유용하지만 정도가 지나칠 수도 있습니다. 만약 국가가 준비금을 엄청나게 쌓아놓는 과도한 보험을 들 경우, 궁극적으

로 오늘 아침의 첫 연설의 주제였던 대외불균형이 생길 것입니다. 한 나라의 흑자는 다른 나라의 적자이기 때문에 자가보험 강화는 어느 정도까지는 유용하지만 합리적인 기준을 초과해서는 안 됩니다.

금융위기를 겪으면서 자가보험 외에도 쌍무적 통화스와프협정을 체결할 여지가 있음을 보았습니다. 예를 들면, 리먼 쇼크 직후에 아주 유용했던 미국연방준비은행과 한국은행의 스와프협정이 있습니다. 문제는 이 협정이 여전히 임시 수단에 불과한 데다 특권을 부여받은 국가만 활용할 수 있다는 것입니다. 4대 신흥시장 경제만 미국연방준비은행에 대한 접근성이 있었습니다. 여타 국가들에게는 명백히 다른 해결 방안이 필요합니다. 마지막으로, 전 세계 일부 지역을 강타하는 충격 해결을 지역체제에만 의존하면 충분한 위험분담이 되지 않습니다.

이 모든 것을 염두에 두고 IMF는 최근 몇 달간 글로벌 금융안전망 개선 작업을 해왔습니다. 그 중 하나가 얼마 전에 만들어진, 위기에방 및 유동성지원제도PLL의 전신인 예방대출제도PCL 기구를 강화하는 것이었습니다. 단순히 이름만 변경된 것이 아닙니다. 위기 구경꾼외부 충격을 받은 비교적 펀더멘털이 탄탄한 국가들이 앞으로 이런 선불자금을 의존할 수 있다는 점에서 실질적인 변화가 있습니다. 일반적인 조건부 제도나 임시 제도가 아닙니다. 해당 국가 쿼터의 최대 1000%까지 선불금을 제공합니다. 이는 외부 충격이 경제를 강타했을 때 미국연방준비은행에 라인 없는 국가들에 중요한 안전망을 제공합니다.

또 회원국들이 글로벌 방화벽에 4,300억 달러를 추경하겠다고 한 약속도 잘 알려져 있습니다. 그렇게 되면 전반적으로 신규대출 능력

이 7천억 달러 정도까지 증가합니다. 오늘날의 자본 흐름 규모에 비하면 별것 아닐 수도 있지만, 1990년대 중반에 겨우 550억 달러였던 것에 비하면 상당한 진전입니다.

IMF 내 아시아 대표성에 관해 이미 주요 특징을 언급했습니다. 6%의 쿼터를 대부분 과다대표된 유럽에서 과소대표된 다이나믹한 신흥국과 개도국으로 이전하는 과정에 있습니다. 신흥아시아가 가장 큰 수혜지역 중 하나입니다. 이사회 내 변화 외에 최고경영진을 비롯해 직원 차원에서 변화가 일어나고 있습니다. 이 모두는 아시아가 IMF를 편하게 느낄 수 있도록 하기 위함입니다. 누구도 워싱턴으로부터 명령을 받고 싶지는 않을 것입니다. 이 기구가 우리 지역을 위해 일한다는 느낌을 받고 싶을 것입니다. IMF는 이 방향으로 움직이고 있습니다.

정리하자면, 현재 가까운 미래에 안전망이 필요할 것이라는 구체적인 징후 없이 안전망의 강화를 논하는 아시아는 매우 운이 좋습니다. 아시아는 경제활동이 활발하고 높은 수준의 자가보험이 있습니다. 그러나 외부에는 많은 위험과 도전이 도사리고 있습니다. 따라서 CMI 대화의 최근 자금 증대를 비롯한 지역 안전망에 관한 사업들을 진심으로 환영합니다. 그러나 또한 이런 내용이 사리사욕에서 나온 것이 아님과 경쟁적 노력이 아님을 여러분께서 확신하셨길 바랍니다. CMI 대화나 글로벌 금융안전망 중 어느 하나가 필요 없는 것이 아니라 우리는 둘 모두가 필요합니다. 이것이 바로 IMF가 계속 글로벌 금융방화벽 개선을 위해 노력하는 이유입니다.

질문과 답변

Q

박영철 교수께서 세션 초반에 애초 아시아통화기금 아이디어는 아세안+6였지만 지금은 아세안+3이라고 언급했습니다. 하지만 호주도 참여를 원하고 인도도 반대하지 않을 것으로 생각하는데, 3개국을 추가로 포함하고 앞으로 더 많은 국가로 확대될 가능성이 있는지요?

| 최종구 기획재정부 국제업무관리관

사실 아세안+6를 생각해 본 적이 없습니다. 호주, 뉴질랜드, 인도가 아세안+3 금융협력 과정 참여에 관심이 많은 것은 익히 알고 있습니다. 그리고 이 3개국이 아시아개발은행 연차회의나 아세안+3 금융협력 과정에 참가하기를 여러 번 요청했으나 아직 이루지지 않았습니다.

이런 과정, 특히 아시아통화기금 같은 펀드형 협력기구의 형성에 참여하고 싶다는 제안을 수용할지 여부를 말하기엔 아직 시기상조입니다. 이런 기구가 아직 매우 초기단계에 있기 때문입니다. 내가 발표에서 강조한 바는 글로벌 상황 변화의 가능성에 대비해야 한다는 것입니다.

CMI 다자화 같은 현재의 체제를 기금형 기구로 발전시켜 나가는 것을 생각해볼 필요가 있습니다. 기금형 기구의 설립에 대한 논의를 시작하려면, 몇 가지 고려할 사항이 있습니다. 하나는 회원국의 확대입니다. 그 점에서 호주와 뉴질랜드

드, 인도 세 나라를 받아들이는 것을 생각해볼 수 있습니다. 기금형 기구에 대한 논의를 시작하기 전에 먼저 토론 기구를 만들어야 한다고 개인적으로 생각합니다.

Q

카와이 박사님께 질문이 있습니다. 최근 설립한 CMI 다자화와 AMRO가 사실상 아시아통화기금을 상징한다고 말씀하셔서 감명 받았습니다. 그러나 박사님의 말씀에 의문이 있습니다. 중국이 1년간 대표를 맡고 남은 2년은 일본이 대표를 맡을 것이라고 하셨는데, 한국은 어떻게 되는 건가요? 한국도 명백히 아세안+3국 중 하나입니다.

| *마사히로 카와이* 아시아개발은행연구소 소장

미래의 AMRO의 대표로 한국 후보도 강력히 지지할 것입니다.

종합토론

사회 사공일 세계경제연구원(IGE) 이사장

토론 마사히로 카와이 아시아개발은행연구소(ADB) 소장

박영철 고려대 석좌교수

이창용 아시아개발은행(ADB) 수석이코노미스트

형 트란 국제금융협회(IIF) 사무부총장

아레산드로 레이폴드 리스본 카운슬(The Lisbon Council)

수석이코노미스트

| 사공일 세계경제연구원 이사장 |

매우 길고도 보람된 하루였습니다. 문제가 있다면 시간이 넉넉지 않았다는 것입니다. 이번 컨퍼런스는 좋은 사람들을 모으면 좋은 컨퍼런스가 된다는 걸 보여주었습니다. 분야별 명망 있는 전문가들을 많이 모았습니다.

이번 세션은 컨퍼런스를 마무리 짓는 종합토론입니다. 오늘의 주제를 놓고 몇 시간이고 논의할 수 있는 훌륭한 패널들이 계시지만 시간이 제한되어 있습니다. 오늘 크게 세 가지 주제를 다루었습니다. 첫째, 세계경제와 아시아경제의 현황을 토론했습니다. 그 점에서 유럽 재정 위기는 매우 중요합니다. 두 번째 분야는 금융규제 환경 변화라는 좀 더 구체적인 주제에 초점을 맞추었습니다. 특히 G-SIFIs와 G-SIBs에 집중했습니다. 세 번째 분야는 지역금융협력이었습니다. 그와 관련해

CMI 다자화에 대해 토론했습니다. 각 패널께서 그 이슈들에 대해 말씀해주시기 바랍니다.

첫 번째 주제, 특히 세계경제 현황에 대해서는 다양한 토론과 견해가 제기되었습니다. 그러나 참석자들이 일반적 견해가 무엇인지 명확히 알기는 어려웠다고 생각합니다. 예컨대, 그리스의 유로존 탈퇴 여부가 확실치 않습니다. 그리고 그리스가 유로존을 진짜 탈퇴하면 유럽과 세계, 특히 아시아에 어떤 의미가 될까요? 이 까다로운 문제에 대한 패널들의 의견 개진을 부탁드립니다. 특히 이창용 박사와 레이폴드 박사에게 답변을 부탁드립니다.

형 트란 박사에게는 규제환경의 변화에 대한 의견을 요청합니다. 최근 JP모건체이스의 큰 금융손실과 관련해 볼커룰 Volcker Rule을 강화하자는 논의가 다시 제기되고 있습니다. 대형 금융기관과 은행이 회원으로 있는 국제금융협회의 견해를 들어보고 싶습니다. 또 국채교환 프로그램과 책임분담에 대한 형 트란 박사의 견해에도 관심이 있습니다.

박영철 교수께서는 세 번째 주제인 지역협력에 대해 의견 개진을 요청합니다. 오랫동안 이 분야를 연구했고, 같은 주제에 관한 많은 글을 전문학술지에 기고하고 여러 책도 썼습니다. 특히 IMF와 아시아의 관계에 대해 논의하고 싶습니다. 독립적인 CMI 다자화 이야기가 나오고 있지만 무슨 의미인지 모르겠습니다. IMF와 완전히 별개로 간다는 뜻인가요? 완전히 독립적인 CMI 다자화나 아시아통화기금이 지속가능한 것인가요? IMF와 기존의 국제기구로부터 독립적이란 얘기인가요?

IMF와 협력해 IMF의 축적된 전문성과 지식을 활용하는 것이 어떻지요? CMI 다자화가 역내통화체제 regional monetary facility가 되려면 이 문제에 특별한 관심을 가져야 합니다.

개인적으로 아시아통화기금이란 용어 사용을 조심하는 것은 민감하게 반응하는 사람이 많아서입니다. 이름은 다르게 한다 하더라도 이런 역내통화체제는 IMF와 보완적이어야 합니다. 특히 예방 기능을 갖추려면 IMF의 축적된 전문성을 활용해야 합니다. CMI 다자화가 단기간에 전문성을 쌓을 순 없습니다. 예방기능을 갖추려면 IMF는 G20이 노력해온 IMF의 지배구조개혁을 촉진해야 합니다. IMF 지배구조에서 아시아가 적절히 대표될 수 있다면, IMF에 의지하지 못할 이유가 없습니다. 아시아의 의견이 반영되기만 하면 IMF는 아주 유용할 것입니다. IMF나 미국 워싱턴에 있는 누구도 아시아 통화체제 regional facility 설립을 반대하지 않으리라 봅니다.

아세안+3에 속한 몇몇 국가가 CMI 다자화의 IMF 비연계 독립적 비율 30%과 IMF 연계 비율 70% 간의 격차를 줄여야 한다는 주장을 하고 있습니다. 30%로는 부족하다고 생각합니다. 그러나 왜 바꾸자고 주장하는 것일까요? IMF의 운영방식 modus operandi 변화를 주장하는 것이 바람직하지 않을까요? 이러한 차원에서 현재 싱가포르 법인으로 되어 있는 AMRO를 국제기구화해야 할 것 같습니다. 박영철 박사와 카와이 박사가 이 문제에 대해 말씀해주시기 바랍니다.

유럽의 상황에 대해서는 답이 없습니다. 몇 달 전 생각했던 것보다 상황이 훨씬 심각합니다. 금융시장의 끊임없는 반응에 다른 정치적 상황을 예측하기가 매우 어려워졌습니다. 현재 전개되는 상황이 예상 을 벗어났기 때문입니다. 몇 달 전까지만 해도 조금 더 시간적 여유가 있다고 생각했습니다. 이제는 해결은 정말 유럽의 정치 프로세스에 달려있습니다. 파급효과가 클 것이기 때문에 유럽 정책입안자들이 이 상황에 슬기롭게 대처하기를 진심으로 바랍니다.

나의 두 번째 의견은 지역안전망과 CMI 다자화가 낙인효과 관련 대응 준비가 되어있는지 여부입니다. CMI 다자화는 아직 그 수준에는 이르지 못했고 그에 대한 우려도 높아지고 있습니다. CMI 다자화도 IMF와 똑같은 낙인효과를 야기할 수 있습니다. 우리는 IMF에 이를 해결할 두 가지 방법을 제시했습니다. 한 가지는 개별적 지원 대신 동시다발적 자금지원입니다. 만약 예방대출 precautionary line 지원국이 알려지면, 그 국가는 낙인효과에 시달리게 됩니다. 한 국가를 겨냥하기보다는 IMF가 여러 국가에 동시 지원을 하면 어떨까요? 우리의 두 번째 요청은 사전자격심사 목록 pre-qualification list 을 만들라는 것이었습니다. IMF가 경제 위기 중간에 지원국을 발표하면 해당 국가는 낙인효과를 피하려 분투해야 합니다. 평상시에 미리 기준을 세워두는 건 어떨까요? G20이 현재 논의하고 있는 과도한 불균형 문제에 대한 가이드라인을 사전자격심사 pre-qualification 목록을 만드는 데 활용할 수 있을 것입니다.

안타깝게도 회원국들이 IMF나 다른 국제기구들이 자신들에 대한 점수를 기록하는 것을 원치 않았기 때문에 두 제안은 모두 거부되었습니다. 회원국 주장의 요지는 IMF가 점수표를 만들고 잘하는 국가를 지원하게 된다면 기준을 충족시키지 못한 국가들에 문제가 생길 수 있다는 것입니다. 또한 IMF의 입장은 동시 제안을 받으려면 각각의 해당 국가가 요청해야 한다는 것입니다. 이것은 닭이 먼저냐 달걀이 먼저냐의 문제와 다름없습니다. 동시에 다룰 수도 있는 문제지만, 이러한 복잡한 문제들 때문에 논의가 많이 진행되지 못했습니다.

처음부터 금융안전망에 반대하는 국가들이 있어 한꺼번에 추진할 수 없었습니다. 안전망이 있으면 좋은 결과를 얻을 수도 있었겠지만, 구체적인 내용은 생략할 수밖에 없었습니다. 논의를 많이 하지는 못했지만 현재 상황에서 보다시피 이 일은 매우 중요합니다. 앞으로도 이 문제를 계속 논의했으면 합니다. CMI 다자화에 대한 논의를 계속해 이 기구가 자리 잡게 만들면 낙인효과를 줄일 수 있을 거라 생각합니다.

/ 사공일 /

그 이슈를 제기해주셔서 정말 반갑습니다. 이것은 도전 과제입니다. CMI 다자화도 IMF처럼 낙인효과를 내포하고 있을 수 있지만 예방법이 있을 것입니다. 신용도가 높은 국가들이 다른 국가들과 함께 지원

을 받는 방법도 있을 수 있습니다.

/ **헝 트란** 국제금융협회 사무부총장 /

첫 번째로, JP모건의 금융손실이 어떻게 일어났는지 확실하지 않습니다. 구체적인 내용들이 천천히 밝혀지고 있습니다. 처음 보도에서는 손실이 20억 달러라고 했는데, 오늘 <월스트리트저널> 보도에서는 손실이 급증하고 있어 50억 달러에 이를 수도 있다고 합니다. 모든 사실관계를 파악하기 전에는 제대로 된 논의는 어렵습니다. 그런데도 세 가지 점을 언급하고자 합니다.

첫째, 이 문제는 JP모건뿐 아니라 다른 취약 은행들의 문제이기도 합니다. 금융위기 이후 3년 간 미국 은행들은 예금을 엄청나게 늘렸습니다. 3년 전에는 8조 달러였다가 작년 말에는 10조 달러 이상으로 증가했습니다. 예금의 증가는 안전한 금융 환경으로의 이동을 의미합니다. 바젤위원회와 다른 기구들은 은행들이 높은 예대율 deposit-to-loan 을 유지하도록 장려하고 있습니다. 저성장 환경에서 높은 예금 증가는 대출 기회가 예금의 성장을 못 따라간다는 것을 의미합니다.

JP모건 외에도 많은 은행이 예금이 과도한 상태입니다. JP모건의 경우 워싱턴 뮤추얼 Washington Mutual과의 합병 이후 예금기반이 상당히 증가했습니다. 그래서 예금에서 3,600억 달러 정도 초과자금이 생겼고

그 돈을 어떻게든 굴려야 했습니다. 대출로 소화할 수 없었기 때문에 그 돈을 파생상품을 비롯한 유가 증권에 투자해야 했습니다. 즉, 기업 대출에 대한 은행의 익스포저가 증가한 것입니다. 이것이 근본적인 문제이고 정도는 다르지만 모든 은행이 겪고 있는 문제입니다. 공교롭게도 JP모건이 초과적자가 매우 컸던 겁니다.

두 번째 문제는 볼커룰을 어떻게 할 것인지에 대한 문제입니다. 은행들이 초과적자 투자를 헤지하도록 허용해야 할까요? 볼커룰에 대한 명확한 개념이 없는 것 같습니다. JP모건의 기업신용 익스포저는 3,600억 달러입니다. 기업신용의 질이 낮아지면 손실을 상쇄할 수 있을 것으로 기대하고 신용파생시장에서 익스포저를 헤지했습니다. 하지만 헤지를 할 때는 투기해야 합니다. 기업신용의 질 저하 가능성을 헤지하는 데에는 세 가지 방법이 있습니다.

첫 번째, 신용곡선의 악화를 기대할 수 있습니다. 다시 말해, 신용 스프레드가 커지고 신용곡선이 평행하게 상승하게 됩니다.

두 번째, 신용곡선이 평평하게 되도록 투기할 수 있습니다. 장기보다 단기에서 큰 상승을 보이게 됩니다.

세 번째, 신용곡선이 가파르게 상승하도록 투기할 수 있습니다. 여기에 단순명료한 정답은 없습니다.

헤지를 할 때도 투기해야 합니다. 이것이 볼커룰에 대한 나의 반론입니다. 헤지는 하되 투기하지 말라는 말은 그다지 지적으로 설득력이 있지 않습니다. 헤지는 투기를 내포합니다. JP모건의 경우, 신용곡선을 편평하게 만드는 방법으로 헤지를 했습니다. 신용이 빠르게 나

빠질 것을 예상했다는 뜻입니다. 신용곡선 앞머리의 신용 스프레드가 장기 신용곡선의 끝의 스프레드보다 높아지게 됩니다. JP모건은 유럽 중앙은행이 1, 2차 장기대출프로그램 LTRO을 들고 나올 것은 예상치 못했습니다. 그 결과 단기에 엄청난 유동성을 투입해 장기 위험에 비해 단기 신용 위험을 줄이게 되었습니다. 그래서 신용곡선은 편평해지는 대신 가팔라지게 되었고 JP모건은 손실을 입게 되었습니다. 이런 건 금지해야 하는 문제일까요? 아니면 사업 속성이 그런 걸까요? 어떤 회사가 헤지는 했지만 올바르게 하지 못했고, 제대로 모니터링하지 못했고, 재빠르게 재균형을 도모하지 못했습니다. 더 잘 이해해야 할 문제입니다.

마지막으로, 은행이 헤지를 할 수 있는가에 대해서입니다. 은행들이 JP모건처럼 큰 비중을 차지하고 시장의 성격이 매우 복잡하고 여러 가지가 얽혀 있다면, 헤지할 수 있는 사람이 있을까요? 결국 규제기관과 시장 참여자들이 금융위기가 발생한 이후로 고심해왔던 핵심으로 돌아왔습니다. 이렇게 매우 복잡하고 상호의존적이며 서로 연결된 금융시스템으로 진화한 것이 좋은 걸까요, 나쁜 걸까요? 앞으로 나아갈 길은 무엇일까요? EU 통화동맹을 되돌려야 하는 걸까요? 우리는 퇴보하고 있나요, 진보하고 있나요?

국제교환 프로그램에 대해 간단히 언급하겠습니다. 기본적으로 민간 투자자들과 채권자들은 주요 선진국을 비롯한 각국 정부에 많은 돈을 대출해준 상황입니다. 채무국에 문제가 생길 경우 질서 있고 투명하고 협조적으로 채권자의 권리를 파기할 수 있는 프레임워크가 있어

야 합니다. 기업신용에 대해서는 많은 국가에 부도유예협약^{bankruptcy protection} 제도가 있습니다. 미국에는 파산법 제 11장^{Chapter 11} 절차가 있습니다. 만약 기업이 대출금을 상환을 할 수 없으면 부도유예협약을 신청할 수 있습니다. 그러면 판사가 그 절차를 맡아 모든 주주를 위해 가치를 보존하는 것을 목적으로 삼고 그 회사를 개편합니다. 국가채무와 관련해서도 그와 같은 절차를 만들면 어떨까 합니다. 시장에 기반을 둔 투명한 체제가 필요하다고 생각합니다. 그래서 채무재편성 협상^{debt restructuring negotiations}에서 상이한 당사자들의 예상 행동과 관련해 모두가 수긍할 수 있는 제도의 필요성이 대두되어 국제교환 프로그램이 생겨났습니다. 유럽의 문제는 너무 정치화된 데 있습니다. 심지어 성실한 협상조차 어려울 정도가 되었습니다. 어느 당사자가 협상테이블에서 300억 달러는 수용해도 더 이상은 안 된다고 하면 더 이상 협상을 할 수 없습니다. 지금 이 비슷한 일이 그리스에서 일어나고 있습니다.

/ 사공일 /

시간 관계상 이제 레이폴드 박사의 의견을 부탁드립니다.

모두들 그리스의 유로존 탈퇴 여부를 물었습니다. 짧게 답변 드리자면, 정말 모릅니다. 하지만 내기를 한다면 탈퇴가 유력하다는 데 걸겠습니다. 지금은 다들 그리스가 탈퇴하기를 바라지 않으면서도 변화는 싫어하는 상황입니다. 우선 그리스는 재정긴축을 피할 수 없다는 사실을 깨달아야 합니다. 유로존을 떠나 모든 부채 지불을 거부한다고 해도 그리스는 국내에서 필요한 지출조차 감당할 수 없습니다. 문제는 긴축 금액과 적용 방법입니다. 분할상환대출금 installment에 적용될 GDP의 5.5% 추가 삭감이 정말로 필요한 일인지 유럽은 자문해 봐야 합니다. 구제금융 동의안에서는 첫 번째 삭감은 2013년, 두 번째 삭감은 2014년에 하도록 예정되어 있습니다. 정말 그 정도까지 해야 할까요?

유럽은 IMF가 1997년과 1998년 아시아에서 했던 실수를 똑같이 하고 있는 건 아닌지 자문해 봐야 합니다. 누구도 이런 문제를 제기하지 않고 모두 자신의 입장만 고수하고 있습니다. 약간의 여지가 있다 해도 지금으로서는 말할 상대도 없다는 게 더욱 큰 문제입니다. 앞으로 한 달을 기다려야 하고 금융시장에서 한 달은 영원과도 같습니다. 6월 17일 선거를 치르기 전에 상황이 급변할 수도 있습니다. 상황을 제어할 대비책을 마련해야 합니다.

금융시장의 위기와 앞날을 논할 때 IMF가 2008년 세계 경제전망에서 사용했던 표현과 유사한 말이 반복되는 걸 보고 놀랐습니다. 당시

에는 유럽을 회복력은 있으나 면역성이 없다고 했는데 이제는 아시아를 회복력은 있으나 위험하다고 합니다. 표현은 유사하지만 상황은 다릅니다. 아시아는 2008년 유럽보다 훨씬 상황이 좋습니다. 아시아의 펀더멘털이 기본적으로 더욱 튼튼하다는 분석 결과가 나왔습니다. 아시아는 대응책과 안전망을 만들 방법을 고민했기 때문에 상황에 몰려 급하게 일을 진행할 필요가 없습니다.

마지막으로 지역협력에 대해 언급하겠습니다. 아시아는 유럽을 타산지석으로 삼고, IMF의 축적된 경험과 전문성을 배울 수 있다고 생각합니다. 새로운 것을 만드느라 쓸데없이 시간을 낭비할 필요는 없습니다. 다른 이들의 경험에 의지하는 것은 정말 좋은 방법입니다.

| 박영철 고려대 석좌교수 |

그리스가 유로존을 탈퇴하지 않을 거라고 100% 확신합니다. 독일이나 프랑스가 그렇게 내버려두지 않을 것입니다. 그 이유는 순전히 EU가 통화동맹일 뿐 아니라 정치동맹이기 때문입니다. 유럽은 지난 50년 간 정치동맹을 수립하려고 노력했습니다. 그래서 자금을 추가로 공급하고 일본과 중국, 아마 한국에까지 유동성을 좀 더 지원해달라고 요청할 것입니다. 2~3주 이내로 상황은 정상으로 돌아올 것입니다. 그 때쯤이면 좀 더 안정된 세계에 살게 될 것이라고 예측합니다.

지역협정에 관해서는 앞에서 이야기한 바에 완전히 동의하므로 더 이상 드릴 말씀이 별로 없습니다. 아세안+3 리더들에게 CMI 다자화를 IMF를 대체할 기관으로 만들 것인지, 아니면 보완하는 기관으로 만들 것인지 묻고 싶습니다. 당연히 대답은 보완적 역할을 하는 쪽이어야 합니다. 왜냐하면 우리는 금융이 세계화된 시대에 살고 있기 때문입니다. 금융위기가 일어나면 쉽게 전염될 것입니다. 이 지역에 어떤 방화벽을 세우든지 유럽 재정위거나 미국 서브프라임 위기 같은 미래의 위기들에서 오는 전염 효과에서 벗어날 수 없습니다. 국제금융시장은 아주 단단히 통합되어 있습니다.

IMF의 어느 동료가 말하길 아세안+3가 IMF에 대해 단일 입장을 표명할 수 있다면 아주 중요한 역할을 할 수 있을 것이라 했습니다. 아세안+3는 다 합치면 세 번째로 큰 투표권을 행사하는 블록입니다. 문제는 앞으로의 과제나 IMF에서의 역할에 대해 한번도 합의하지 못했다는 것입니다. 새로운 총재를 선택할 때도 중국과 일본이 아시아 단일 후보 옹립을 논의할 기회조차 갖지 못했습니다. 앞으로 아세안+3, 특히 중국과 일본, 한국이 협력한다면 IMF에서 더욱 비중 있는 블록이 될 것이며 큰 역할을 할 수 있을 것입니다. 이와 관련해 커다란 문제는 아시아에서 경제 규모가 가장 큰 중국과 일본이 긴밀히 협력하거나 많은 일에 합의를 이뤄내지 못하는 것입니다. 문제는 이걸 어떻게 할 것인가입니다. 이 문제를 해결하지 못하면 새로운 지역 통화를 만들거나 CMI 다자화를 좀 더 효율적인 유동성 지원기구로 만들기는 어렵습니다. 이 점에 대해 카와이 박사께서 일본의 입장을 말씀해주길 바

입니다. 사실 일본은 1998년 아시아통화기금을 제안했습니다. 일본의 역할은 1998년과 마찬가지로 매우 중요합니다.

/ 마사히로 카와이 아시아개발은행연구소 소장 /

박영철 박사의 의견과 사공일 박사의 질문에 답하기 전에 유로존 위기에 대해 몇 마디 하겠습니다. 당사자인 유럽이 그리스와 다른 유로존 회원국들이 지불할 그리스 탈퇴 비용을 추산해야 한다고 생각합니다. 유럽 이외 지역에서 지불할 비용과 전 세계의 전염효과도 살펴봐야 합니다. 그리스는 조정을 거쳐야 하고 유로존에 속한 국민들은 이를 도와야 합니다. 좀 더 합리적인 논의도 진행할 수 있습니다.

두 번째 의견은 유럽의 은행들이 계속 디레버리징할 것이고 그 영향으로 주가가 떨어질 것입니다. 그러나 아시아의 은행과 금융기관들이 유럽 은행들이 보유한 대출을 구매함으로써 많은 부분을 흡수할 수 있습니다. 아시아가 어느 정도까지는 유럽 은행의 디레버리징에서 오는 충격을 흡수할 수 있습니다. 이런 일은 벌써 일어나고 있으니 아시아의 은행과 금융기관들은 좀 더 전략적으로 접근할 수 있습니다. 지금은 아시아 금융기관들이 아시아 내에서 확장해나가기 좋은 기회입니다.

아시아의 금융 협력에 대해서는 CMI 다자화가 IMF와 아무런 공식

적 연관이 없는 완전한 독립체가 될 수 있다고 굳게 믿습니다. 그러나 독립적인 CMI 다자화도 IMF와 협력할 수 있습니다. 독립과 협력은 공존이 가능합니다. 독립적인 개인이 다른 독립적인 사람들과 함께 일할 수 있듯 독립적인 조직도 다른 독립적인 조직과 함께 일할 수 있습니다. 현재 아시아는 자금지원조건과 다른 도구들을 만들어낼 자신감이 별로 없는지도 모릅니다. 좀 더 큰 역량이 필요할 수도 있습니다. 그러기 위해서는 AMRO가 계속 강화되어야 하고 그렇게 될 수 있다고 생각합니다.

이제는 아시아통화기금이란 용어를 수용할 수 있다고 생각합니다. 심지어 IMF에 있는 분들도 그 용어를 받아들였습니다. 오늘날은 아시아통화기금이 제안된 15년 전과는 상황이 다를 것입니다. 아시아가 전 세계적으로 외환보유고가 많다는 사실을 보면 왜 아시아가 자신의 자원을 활용해 스스로 문제를 해결할 수 없는지 의문이 생깁니다. 그게 바로 출발점이라고 생각합니다. 우리는 자신의 문제를 스스로 해결해야 합니다. 역량이 되는 한 해야 합니다. 우리 자신의 문제를 해결하는 데 자원을 투입해야 합니다. 스스로 처리할 수 없을 정도로 문제가 크다면 당연히 IMF와 협력해야 합니다.

IMF가 개혁된다면 아시아통화기금을 만들 필요가 없다는 사공일 박사의 말씀에 답변하겠습니다. IMF가 개혁되어 매우 좋은 기관으로 거듭날 수도 있지만, 잠재적 경쟁상대가 있어야 IMF에 압력을 가하기 좋습니다. CMI 다자화를 육성하는 것이 IMF에 약간의 압력을 주었다고 생각합니다. 협력을 통한 약간의 경쟁이 존재하는 것이 유용할 것입니

다. 아시아개발은행과 세계은행 간의 관계처럼 될 수도 있습니다.

일본과 중국은 CMI 다자화 부담금 결정을 면밀한 논의를 해왔습니다. 시간은 오래 걸렸지만 균등하게 부담하기로 타협했습니다. 누가 첫 번째 AMRO의장이 될 것인지에 대해서도 긴밀히 협력해 합의를 이끌어냈습니다. 또한 아시아 채권시장 발전 방안 Asian Bond Markets Initiative의 신용보증과 투자기관에 대해서도 긴밀히 협력해 합의했고 동일한 금액을 제공했습니다. 일본과 중국은 그동안 긴밀히 협력했고 이제 중국도 15년 전과는 달리 아시아통화기금 창설을 지지하고 있습니다. 올바른 방향으로 가고 있다고 생각하지만 더욱 긴밀한 협력이 필요합니다.

/ 사공일 /

카와이 박사님, 감사합니다. 이 문제에 관해서는 또 컨퍼런스를 개최해야 할 것 같습니다. 이 문제에 대해 내 생각은 매우 확고한데 나중에 논의해야겠습니다. 여러분의 의견은 잘 들었고 미국 지식인들도 아시아통화기금에 대한 입장을 오래 전에 바꾼 것으로 알고 있습니다.

아시아통화기금에 대해 우려하는 것 보다는 규모에 대한 것에 주목해봅시다. 우리는 아직 2,400억 달러 규모를 얘기하고 있습니다. 유럽에서는 IMF의 도움으로 5천억 유로 규모를 논의하고 있습니다. 매우

현실적으로 생각해야 합니다. 그들과 우리를 나누는 이분법으로 접근해서는 안 될 것입니다.

우리가 협력해 IMF 내 아시아 지분을 높이면 아시아의 말을 경청하고 아시아와 협력하도록 할 수 있습니다. IMF는 많은 축적된 자산과 지식을 보유하고 있습니다. 우리가 독립적인 기구를 만들어 그 정도의 감시 수준과 지적 역량을 쌓으려면 얼마나 걸릴까요? 아주 오랜 시간이 걸릴 것입니다. 그걸 IMF에 위탁하고 IMF를 도구로 활용합시다.

그러려면 IMF도 개혁되어야 합니다. 그 과정에서 우리는 더욱 중요한 역할을 할 수 있습니다. G20에서 이미 느꼈을 것입니다. 아시아는 항상 소극적으로 있다가 끝나고 나면 불평을 합니다. 더욱 강하게 나가서 리더십을 보여주어야 합니다. 아무 말 없이 따라가다가 아젠다가 정해지면 불평을 합니다. 아젠다 결정 과정에 참석한다면 그런 일들이 해소될 것입니다.

이제 마칠 시간입니다. 매우 유용하고 생산적인 컨퍼런스가 되었고, 다들 그렇게 생각하시리라 믿습니다. 아시아와 세계에서 최고의 인사들을 한 자리에 모으면 좋은 토론이 가능합니다. 모든 참가자와 후원자에게 다시 한 번 감사의 인사를 드립니다. 이번 컨퍼런스가 아시아와 전 세계 정부에 좋은 권고와 제안을 제공해 세계경제가 빠르게 회복하고 미래의 위기를 예방할 수 있기를 기원합니다.

부 록

/ 임영록 KB금융그룹 사장 /

안녕하십니까! KB금융그룹 사장 임영록입니다. 먼저 ADB, IIF, 그리고 세계경제연구원이 주최하는 국제 컨퍼런스에 KB금융그룹이 함께 하게 되어 큰 영광으로 생각합니다. 그리고, 귀중한 시간을 내어 사회와 패널을 맡아주신 국내외 금융계와 학계 전문가 여러분, 그리고 이 자리에 참석 해주신 참석자 여러분께 감사드립니다.

2008년 글로벌 금융위기가 선진국 금융기관들의 과도한 레버리지와 증권화 및 파생상품 투자 등에 기인한 것으로 지목되면서, 그 이후 G-20 주도로 금융시스템의 안정성과 금융회사의 건전성을 강화시키기 위한 다양한 규제 방안들이 강구되었습니다.

비록 글로벌 금융위기 이후 4년이 지났으나, 여전히 위기는 상존하고 있습니다. IMF가 발표한 4월 세계경제전망에 따르면, 세계경제가

금융위기 극복 노력에도 여전히 높은 위험요소를 지닌 취약한 상태라고 진단했으며, 특히 선진국의 경우 그리스를 포함하여 유로존으로 인한 금융시장의 여건 악화와 재정 긴축 등으로 지속적인 침체세를 보일 것으로 전망하고 있습니다.

특히, 유로존이 선거 시즌을 맞으면서 신재정협약 추진에 대한 불확실성이 커지고 있고, 자본규제 강화로 인한 유럽은행들의 디레버리징이 아시아를 포함한 세계경제에 미칠 파장도 우려되고 있습니다. 또한 미국의 성장 모멘텀 둔화와 중국의 성장률 둔화 등도 세계경제의 하방리스크로 작용하고 있습니다.

이와 같이 글로벌 금융위기가 주로 미국과 유럽을 중심으로 전개되면서 이를 대체할 세계경제의 새로운 성장 동력으로서 아시아의 역할이 강조되고 있습니다. 아시아는 높은 경제성장을 바탕으로 거대한 소비 계층이 부상하고 있고, 공공 및 민간 부문의 인프라 투자수요가 확대되는 등 충분한 잠재력을 보유하고 있습니다.

그러나 문제는 아시아 국가들이 실물 및 금융부문에서 선진국에 대한 의존도가 높기 때문에 선진국발 금융위기에 매우 취약할 수밖에 없는 구조라는 것입니다. 이로 인해 최근 유럽 재정위기 및 유럽은행들의 디레버리징에 따른 글로벌 유동성 부족 등이 아시아 금융시장 및 금융기관에 미칠 영향을 우려하는 목소리가 나오고 있습니다.

이러한 금융불안정성을 완화하고 새로운 금융수요를 뒷받침하기 위하여 아시아는 CMI, CMI 다자화 등 아시아 역내 공조체제 구축을 위한 노력을 추진해 왔습니다. 그러나 이는 이제 첫걸음에 불과하며

보다 진전되고 다양한 협력체제를 마련할 필요가 있습니다.

오늘의 논의들은 최근의 글로벌 금융환경을 명확히 이해하고 아시아 역내의 보다 강화된 협력체제를 구축하는 데 있어 상호신뢰의 기반을 마련하는 중요한 의의가 있다고 하겠습니다.

새로운 국제금융질서의 변화에 어떻게 대응하느냐에 따라 우리의 미래가 좌우될 것입니다. 지금의 위기를 극복하고 세계경제의 지속 가능 성장을 이끌어가기 위해서는 아시아의 역할이 무엇보다 중요합니다.

오늘 컨퍼런스의 다양한 논의와 공감대 형성을 바탕으로 아시아 각국 및 금융기관간 상호 신뢰가 마련되고 새로운 글로벌 금융환경 하에서 아시아 경제 및 금융산업의 발전을 위한 지혜가 모아지길 기대합니다. 또한 오늘의 소중한 성과들이 아시아의 새로운 금융시스템 정착에 밑거름이 될 것으로 확신합니다.

끝으로, 이처럼 소중한 기회를 마련해 주신 세계경제연구원의 사공 일 이사장님과 남종현 원장님, 그리고 관계자 여러분께 다시 한번 감사드립니다.

아시아 금융환경 그리고 도전과제

| 박재완 기획재정부장관 |

신사숙녀 여러분,

오늘 이 자리에 서게 되어 기쁩니다.

사공일 이사장님께 깊은 감사를 드리며 컨퍼런스를 훌륭하게 준비 해주신 세계경제연구원과 아시아개발은행, 국제금융협회, KB금융그룹 관계자분들께 감사드립니다.

그동안 글로벌 커뮤니티는 최근 두 차례의 글로벌 위기에 대응하기 위해 함께 노력해왔습니다. 올해 들어 ECB의 LTRO를 통한 자금공급과 IMF의 재원 확충 등 방화벽 구축 노력으로 위기감이 다소 완화되는 모습을 보이고 있습니다. 우리나라도 1,350억 달러에 달하는 한중일 통화스와프로 방파제를 쌓으면서 자본유출입 관리를 통해 선제적으로 위험 전이를 막아왔습니다. IMF 재원 확충에 150억 달러를 기여

하는 등 국제사회의 위기극복 노력에도 기여해 왔습니다.

하지만 아직 글로벌 경제의 재침체 위험이 여전히 큼니다. 그리스 정정불안과 유로존 탈퇴 논란, 유로존 내 재정긴축과 경제성장 사이의 논쟁 등이 불확실성을 키워 위기감을 고조시키고 있습니다. 중동 지역 지정학적 불안에 따른 유가상승 가능성도 세계경제 회복을 제한하는 잠재 위험 요인입니다.

서구로부터 위험 요인이 어느 때보다 커진 이때, 아시아의 미래를 논의하는 것은 큰 의미를 갖습니다.

오늘 저는 ‘리오리엔트(re-orient)’라는 주제로 인류역사 측면에서 위기 이후 아시아의 중요성을 돌아보고 아시아 금융발전을 위한 과제를 함께 논의해볼까 합니다.

ADB는 2050년까지 아시아가 전 세계 GDP의 52%를 차지할 것이라고 전망했습니다. 이는 2010년 28%의 거의 두 배에 가까운 수준입니다. 또한, ADB는 세계 금융자산 중 아시아 비중이 2009년 23%에서 2050년 45%로 두 배 가까이 증가할 것이라고 전망했습니다.

머지않은 미래에 아시아가 세계경제의 중심이 될 것이라는 데에는 더 이상의 이론은 없는 듯합니다. 이미 2010년 아시아·태평양지역 고액순자산가 수가 유럽을 추월한 사실도 이러한 전망을 뒷받침합니다.

저는 이러한 전망을 새로운 시각으로 보려고 합니다. 우선 리오리엔트의 첫 번째 의미를 서구 중심의 세계 경제사 인식을 재설정하는 것이라고 말씀드리고자 합니다. 아시아의 부상은 미개한 사회가 선진화 되는 것이 아니라 잠시 넘겨주었던 과거의 영화를 재현하는 것이라는

점입니다.

최근 연구에 따르면 아시아는 그간의 인식과 다르게 18세기 산업혁명 이전까지 세계 경제와 금융의 중심었다고 합니다.

아시아개발은행에 따르면 18세기 이전까지 아시아의 경제규모는 세계경제의 절반 이상이었고, 당시 중국이 전 세계 경제의 30%, 인도가 15%를 점하고 있었다는 미국정보위원회NIC의 분석도 이를 뒷받침합니다.

16세기 초부터 18세기말까지 300년 동안 유럽이 물품을 수입하기 위해 아시아로 지불한 은의 양은 6만8천 톤에 달했습니다. 이러한 은의 유입은 아시아 역내 금융시장의 발전을 가져왔고 풍요의 시대는 18세기까지 300년간 지속되었습니다.

제가 말씀드리고 싶은 리오리엔트의 두 번째 의미는 여기서 시작됩니다. 우리의 미래를 설계하는 데 아시아적 가치에 관심을 가져야 한다는 것입니다. 아시아 경제성장과 금융발전의 해답은 서구문물의 답습에 있는 것이 아니라 아시아적 가치를 가꾸고 발전시켜나가는 데 있습니다.

오늘 저는 아시아가 처한 공통의 도전과제를 짚어보고 아시아의 전통과 가치를 바탕으로 어떻게 아시아 금융의 미래를 만들어 나갈 것인지 말씀드리겠습니다.

지속가능한 경제성장을 위해서는, 실물 발전에 따른 소득증가가 금융 발전의 토대가 되면서 금융이 소득증대를 확대재생산하는 선순환 구조 필요합니다.

따라서 아시아 금융시장 발전의 대전제는 실물 측면에서 아시아 국가가 안정적으로 거시정책을 운용하는 것입니다. 그런 토대 위에 금융과 외환 측면에서 정책적으로 대응해나가야 합니다.

먼저, 금융측면의 대응에 대해 먼저 말씀드리겠습니다.

첫째, 아시아에 적합한 금융시스템 구축을 고민해야 합니다. 아시아는 전통적으로 은행 중심 금융시스템을 갖고 있었습니다. 그간에는 은행 중심의 금융시스템보다는 자본시장 중심의 시스템이 경제발전에 더 유리하다는 서구적 시각이 우세한 것이 사실입니다. 그러나 리오리엔트의 시각에서 보면, 최근 금융위기를 증폭시킨 것은 오히려 과도한 금융혁신이 발생한 자본시장이었습니다. 아시아를 위한 최적의 금융시스템은 전통적 은행 중심 시스템과 자본시장 중심 시스템이 조화를 이루는 시스템이어야 합니다.

둘째, 금융규제 측면에서 최근 전 세계적 금융규제 강화의 흐름이 아시아 금융시스템에 적합한지 검토해야 합니다. 최근 위기 이후 자본시장에는 볼커룰이, 은행에는 바젤 III가 도입되었는데, 아시아의 은행 중심 금융시스템에 미칠 영향을 검토해볼 필요가 있습니다. 또 아시아의 금융규제와 국제금융규제가 조화를 이룰 수 있도록 하는 노력이 필요합니다.

셋째, 금융서비스 측면에서는 아시아적 가치를 토대로 서구 금융기관과 경쟁할 수 있도록 해나가는 노력이 중요합니다. 저는 대표적인 아시아적 가치는 포용inclusion과 친밀함intimacy이라 생각합니다. 금융소외계층을 돌보는 재무적 포용financial inclusion이 아시아에서 힘을 받

회할 수 있고, 고객의 개별 수요를 맞추는 개인금융과 개인투자에서 아시아가 경쟁우위에 설 수 있다고 생각합니다.

넷째, 금융발전 과정에서 선진국이 겪어왔던 버블의 반복을 피할 수 있도록 노력해야 합니다. 그간 글로벌 금융위기의 원인은 공통적으로 가계와 금융기관과 정부가 무책임하게 차입한 데 있었습니다. 특히, 아시아처럼 성장하는 경제에서는 이러한 부채를 통한 자산버블 생성 가능성이 큼니다. 아시아 금융감독은 부채의 과도한 증가가 자산 버블로 이어지지 않도록 중점을 두어야 할 것입니다.

다음은 외환정책 측면을 말씀드리겠습니다. 외환 측면에서도 아시아의 특수성에 기인하는 위험요인에 잘 대응해 나가야 합니다.

첫째, 향후 아시아를 중심으로 급격히 진행될 자본흐름을 면밀히 관리해야 합니다. 아시아가 고성장을 거듭하는 동안, 두 가지 자본흐름의 패턴이 나타날 수 있습니다.

위기가 찾아들면 당분간은 고수익을 찾아 아시아로 급격한 자본이 유입될 가능성이 큼니다. 그러나 중장기적으로는 아시아의 경제성장으로 축적된 부가 전 세계의 자본 공급원이 되면서 막대한 자본유출이 나타날 수 있습니다. 두 가지 모두 급격하게 진행되면 금융외환시장에 불안요인이 될 것입니다.

요새 저의 가장 큰 고민 중 하나는 자본흐름 변동 위험입니다. “금융은 가급적 국내에서 이루어지도록 하라”는 케인즈의 명언을 되새겨보게 됩니다. 자본자유화를 되돌릴 수 없는 상황이지만, 케인즈가 지적한 자본흐름 변동의 위험에 전적으로 공감합니다.

최근 한중일 국제투자 프레임워크를 마련한 것은 이러한 배경에서였습니다. 이 프레임워크는 국가간 협력을 통해 자본자유화를 유지하되 자본흐름 변동성을 줄이는 획기적인 접근방법입니다. 협력을 중시하는 아시아적 가치에 가장 잘 맞는 자본흐름관리CFM 장치입니다. 앞으로 전 세계 국가가 자본자유화를 추진하는 데 좋은 롤모델이 될 수 있을 것입니다.

둘째, 서방국가들이 상당기간 기축통화국으로 남아있을 것으로 예상되므로 비기축통화국인 아시아 국가들은 원죄Original Sin 적 문제에도 대응해야 합니다. 그 문제는 비기축통화국이 대외지급을 위해 기축통화로 차입할 수밖에 없어 필연적으로 외화유동성 위기를 겪을 수밖에 없다는 이론입니다.

지난 5월 3일 아세안+3의 재무장관과 중앙은행 총재 회의에서 외화유동성 위기 대응을 위한 의미 있는 진전을 이루었습니다. CMI 다자화 규모를 1,200억 달러에서 2,400억 달러로 두 배 확대하고 위기예방 기능을 도입했습니다.

외화유동성 위기에 더 근본적으로 대응하기 위해 역내 경제위기 감시 능력을 확충하는 것도 중요합니다. 올해 초 아세안+3는 AMRO를 개소하는 성과를 거두었습니다.

이를 통해 아시아 금융 발전을 위한 최소한의 대외 안전판은 구축되었다고 생각합니다. 앞으로 아시아 국가들은 CMI 다자화와 AMRO의 기능을 강화하고 발전시키는 노력을 계속해야 할 것입니다.

공상과학 소설 얘기로 오늘 말씀을 마무리 하고자 합니다.

세계적인 과학자이자 SF 소설가인 아이작 아시모프 Isaac Asimov 의 <마지막 질문 The Last Question >이라는 소설입니다.

인류문명이 발전해 인간을 뛰어넘는 지능을 갖춘 슈퍼컴퓨터가 개발된 2061년, 과학자가 슈퍼컴퓨터에게 인류가 풀지 못한 마지막 질문을 묻습니다.

“어떻게 우주의 엔트로피를 줄일 수 있지?

엔트로피 entropy 란 간단히 말씀드리면 우주가 점점 무질서해지는 현상입니다. 컴퓨터는 대답을 하지 못합니다.

긴 시간이 흘러 슈퍼컴퓨터의 지능은 더욱 발전하지만 같은 질문에 대해 여전히 답변을 하지 못합니다.

더 긴 시간이 흘러 인간은 육체를 버리고 무한한 수명을 누릴 수 있게 되고 슈퍼컴퓨터는 인간을 넘어서는 궁극의 지능을 갖추게 됩니다. 우주가 혼돈으로 가득차고 다시 같은 질문이 제기됩니다. 그제야 슈퍼컴퓨터가 답합니다.

“빛이 있으라.”

그리고 우주의 혼돈은 사라집니다.

지금은 글로벌 금융시장의 혼돈시대입니다. 현재로서는 뚜렷한 답이 보이지 않습니다. 아시모프의 소설 속에서 우주의 혼돈이 사라졌듯이 앞으로 아시아가 전 세계 금융의 새로운 빛이 되기를 바랍니다.

정청해 주셔서 감사합니다.

글로벌 성장 회복과 금융안정을 위한 아시아의 역할

| 김종수 한국은행 총재 |

우리의 건강과 원기 충전을 위해 맛난 음식을 드셨는데, 내 연설이 이곳에 계신 모든 분께 상당한 생각의 양식이 될 수 있기를 기원합니다. 여러분의 후식 맛을 떨어뜨릴지도 모르지만 잔치가 시작되려 할 때 음식을 치우는 것이 중앙은행 총재로서 제가 할 일입니다.

아시아가 새로운 글로벌 금융환경에서 위치를 재정립하는 과정에서 직면하는 도전과 기회에 대해 언급하기 전에 세계의 최근 세계경제와 금융의 전개를 간단히 말씀드리고자 합니다.

4년 동안의 금융 격변과 경제 불확실성의 시간 이후, 세계경제는 금융위기의 여파에서 회복하는 조짐을 보이고 있긴 하지만 여전히 어려움에 처해있습니다. 느리게 개선되고 있고, 지역별 회복속도도 일정치 않습니다.

미국은 향상된 리스크 욕구와 실질활동들을 보이며 고비를 넘긴 것처럼 나타나고 아시아는 비록 잠재력보다 낮은 수준이긴 하지만 세계 경제 성장을 견인하고 있습니다.

반면에 유로는 쌍둥이 위기와 침체된 성장의 망령에서 아직 벗어나지 못했습니다. 경제 규모와 글로벌 금융의 지배적 점유율을 고려했을 때 유로는 지난 2년 넘게 글로벌 성장과 금융 안정에 주요한 위험 요소였습니다.

최근 유럽중앙은행이 단행한 LTRO라 불리는 대규모 유동성 작업은 최소한 일시적으로 금융시장을 진정시키고 국가부채 부담을 안정화하는 데 도움을 주었습니다. LTRO는 필요한 재정개혁과 은행 구조조정을 위한 시간을 버는 것이 목표인 것으로 이해하고 있습니다.

유감스럽게도 LTRO의 긍정적인 영향은 최근 시들해지고 있습니다. 부채가 많은 국가의 스프레드는 다시 증가 추세를 보이고 있고 대출 증가의 조짐은 거의 보이지 않는 가운데 은행들은 풍부한 유동성을 비축하고 있습니다. 유럽중앙은행이 LTRO를 통해 번 시간이 재정 위기와 그에 따른 금융불안정을 종식하는 데 잘 활용되길 바랍니다.

이 시점에서 그간 발생한 금융이익을 어떻게 통합할지와 세계경제를 지금의 위기에서 구하기 위해 무엇을 해야 하는지에 관한 의문이 자연스레 생길 것입니다. 글로벌 금융위기의 역학과 그에 따른 선진 경제국^{AME}들의 재정위기를 다시 살펴보는 것이 문제 해결의 단서를 찾는 데 도움이 될 수 있다고 생각합니다.

좀 더 자세히 얘기하자면, 80여 년 동안의 거시경제 연구와 정책의

시사점은 글로벌 금융위기에 대응해 저금리 통화 및 재정 부양조치를 취할 수 있도록 했습니다. 그리고 이러한 정책들은 우리가 또 다른 대공황을 피할 수 있도록 해주었습니다. 하지만 그 성과는 오래가지 못했고 세계경제는 대불황을 맞았습니다.

실물금융 연계에 의한 부정적 피드백은 선진경제국들 중에서도 특히 유로지역의 재정위기를 촉발했고 이는 현재까지도 글로벌 금융안정에 위협을 가하고 있습니다.

한편 신흥경제국(EMEs)은 견고한 펀더멘털에도 취약하고 불확실한 해외 수요, 자본 흐름의 급격한 반전, 그리고 고조된 외환시장 압력에 직면하자 실물과 금융의 국경간 연계의 인질이 되었습니다.

여기서 강조하고 싶은 점은 위기 이후 경제와 금융 전개의 핵심에는 실물금융 연계와 국경간 연계, 이 두 종류의 연계가 있다는 점입니다. 이는 따라서 우리가 지속가능한 성장과 금융안정을 바란다면 글로벌 해결책이 필요하다는 것을 암시합니다.

우리는 서로 연결된 세상에서 살고 있습니다. 이러한 세상에서는 한 지역에서 일어나는 재정위기와 성장침체는 더 이상 그 지역만의 문제가 아니라 다른 지역들, 나아가 세계경제 전체에 영향을 미치는 글로벌 문제입니다.

현재 우리가 직면하고 있는 문제들의 해결책을 찾는 일은 그 두 연계의 방향전환에 초점을 맞추는 것부터 시작해야 한다고 생각합니다. 이를 통해 우리는 부정적 여파 대신 긍정적 피드백을 볼 수 있을 것입니다. 사실상 강력한 실물금융 연계와 국경간 연계는 부정적 여파의

매개체이기도 하지만 긍정적 피드백의 기초가 되기도 합니다. 이러한 점에서 신흥경제국들 중에서도 특히 신흥 아시아 경제국들의 역할이 매우 중요하다고 생각합니다.

앞으로 최소 몇 년 동안 선진경제국들은 거시경제적 도전을 다루는데 제한된 정책적 여지에 의해 제약을 받게 될 것입니다. 선진경제국들이 공공재정을 정비하기 위해서는 재정통합의 기간을 거쳐야 할 것으로 예측됩니다.

또 주요 중앙은행들의 대차대조표가 이미 감당할 수 있는 범위를 넘어섰고 정책금리가 거의 0%에 가깝기 때문에 통화정책을 통한 부양책은 거의 불가능할 것입니다. 유동성과 필요 자기자본에 관한 더 강한 기준을 제시하는 새로운 금융규제가 시행되고 있습니다.

이러한 전개는 금융안정에 분명 도움이 되는 반면, 최소한 단기적으로 성장에는 큰 도움이 되지 않습니다. 하지만 성장 없이는 금융안정에서 오는 이득을 찾기 힘들 것입니다.

그에 반해 신흥경제국들은 선진경제국들의 상황 전개가 경제성장과 금융안정에 부정적 영향을 미침에도 많은 부분에서 선진경제국들보다 잘하고 있습니다. 대외수요 약세로 위기 이전 수준의 경제성장을 회복하지는 못했지만, 그래도 괜찮은 정도의 수준은 유지하고 있습니다. 인플레이션도 이제는 잘 관리되고 있습니다.

게다가 신흥경제국들은 부정적 충격이 발생했을 때 사용할 충분한 재정과 통화 정책적 여지를 갖고 있습니다. 그러나 신흥경제국들은 유로지역의 재정위기, 금융차입 축소, 매우 불안한 고유가, 그리고 다

른 요인들에서 생겨나는 현저한 테일 리스크를 고려해 거시경제 관리에서 신중한 태도를 보였습니다

이런 전반적인 상황과 관련해 신흥경제국들이 세계경제 성장회복과 금융안정 공고화를 위해 할 수 있는 역할을 제안하고자 합니다.

신흥경제국들의 역동적인 성장은 선진경제국들의 성장의 원천인 케인즈적 승수이론의 변수로부터 상대적으로 자유로울 수 있다고 생각합니다. 그리고 선진경제국들의 더 높고 지속가능한 성장은 그들이 그렇지 않았을 때보다 적은 비용으로 재정적, 금융적 문제점들을 해결할 수 있도록 도와줍니다

이런 점을 고려해 몇 가지 예를 들겠습니다. 2011년 신흥경제국들은 세계 GDP의 53%와 세계경제 성장의 70%를 차지했습니다. 최근 한국은행의 연구에 따르면 신흥경제국들의 GDP가 1% 증가하면 선진경제국들의 성장률이 0.3%포인트 늘어날 것이라고 합니다. 선진경제국들의 GDP가 1% 증가하면 신흥경제국들의 성장률은 0.4%포인트 늘어난다고 합니다.

이 연구는 구조개혁이 선진경제국과 신흥경제국 모두의 성장을 향상시킬 수 있다고 밝혔습니다. 따라서 신흥경제국들의 내수에 의한 더 견고한 자주적 성장은 선진경제국들과 신흥경제국들의 구조적 개혁과 어우러졌을 때 모두에게 유용한 긍정적 피드백의 극대화를 도울 것입니다.

그렇다면 누가 먼저 이러한 성장을 위한 긍정적 피드백을 도모할 것인지가 다음 질문입니다. 그리고 나는 아시아 중에서도 특히 신흥 아

시아가 이 일에 적합하다고 생각합니다. 아시아는 경제 규모도 크고 세계에서 가장 활기찬 경제 지역을 대표하며 저축률이 높고 선진경제국들과의 굳건한 무역연계도 있습니다.

또 아시아는 내수 확대를 통한 성장 가능성이 가장 큰 지역이기도 합니다. 요약하자면, 아시아는 앞으로 세계경제 성장을 견인할 거대한 잠재력을 가지고 있습니다.

하지만 큰 가능성은 아시아가 성장에 필요한 긍정적 피드백의 원천이 되는 필요조건일 뿐입니다. 이 잠재력을 완전히 실현시키기 위해서 아시아는 금융 영역에서 더 많은 역할을 해야 합니다.

아시아는 선진경제국으로부터 오는 금융과 실물의 부정적인 여파가 예외가 아니라 일상인 지역입니다. 아시아는 글로벌 유동성 순환으로 초래된 불안한 자본 흐름에 영향을 받아왔습니다. 예를 들면, 2008년 2분기부터 2009년 1분기까지 유로화 지역과 영국 은행들의 아시아 국가들에 대한 외화채권은 각각 37%와 21% 정도 하락했습니다.

아시아의 무역과 금융은 대개 달러화로 청구, 정산됩니다. 그리고 이는 통화불일치와 만기불일치를 초래합니다. 하지만 대규모 외환보유고를 통한 방법 이외에는 아시아의 위기관리는 상대적으로 낮은 수준에 머물러 있습니다.

마지막으로, 아시아의 국내 금융시장들은 덜 발전되어 있으며 고급 안전자산을 창출할 능력이 한정되어 있습니다. 그 결과 아시아의 높은 수준의 저축은 선진경제국들의 외국 자산들에 투자되어 왔습니다.

이러한 금융의 약점과 불균형 때문에 아시아는 글로벌 유동성 혼란

과 시장 불확실성에 매우 취약합니다. 그리고 유료가 재정위기에서 벗어날 방법을 찾을 때까지 글로벌 금융시장은 현저한 테일 리스크에 직면하게 될 가능성이 더욱 커졌습니다.

이러한 점들을 고려했을 때, 아시아는 외생적 금융 충격에 대응하기 위해 더 많은 준비를 해야 합니다. 그리고 이것이 아시아가 세계경제의 지속가능한 성장과 금융안정을 주도하고자 할 때 가장 큰 도전이 될 것입니다.

그러나 아시아가 직면한 위기는 아시아에게 기회이기도 합니다. 나는 향후 10년이 아시아가 금융시스템을 업그레이드해 금융이 새로운 성장의 원천이 되고 금융안정을 강화하는 중요한 기회가 될 것이라고 생각합니다.

결론에 들어가기 전에 아시아가 그러한 비전을 이루기 위해 할 일을 간단히 논의하고자 합니다.

첫째, 아시아는 금융자유화와 글로벌 시장과의 통합을 확대해야 합니다. 새로운 글로벌 금융규제가 국경간 자본 흐름의 불안을 줄일 수 있다면 아시아는 더 적은 위험부담으로 금융통합의 혜택을 기대할 수 있습니다. 금융통합을 통해 국내 금융시장과 정책 분야는 새로운 지식을 접하게 될 것입니다. 금융자유화는 또 수출보다는 내수에 대한 의존도를 높이려는 아시아의 개발계획상의 변화와 일치합니다.

둘째, 아시아는 특히 외환위험을 다룰 수 있게 새로 개발된 거시건전성 체계에 따라 국내 거시건전성 규제를 개선해야 합니다. 매우 왜곡될 수 있고 금융통합에 반할 수 있는 자본 통제보다는 거시건전성

정책을 도입하는 것이 바람직합니다. 이점과 관련해 많은 아시아 국가가 최근 시행된 한국의 거시건전성 정책을 참고할 수 있을 것입니다.

셋째, 아시아는 구조개혁을 이행해야 합니다. 이는 고령화에도 성장 잠재력과 노동생산력을 높일 수 있고 내수를 자극하는 데 도움을 줄 수 있습니다. 예를 들어 연금 개혁은 소득불확실성이 높은 국가들에서 지나치게 큰 예방적 저축을 줄이는 데 도움을 줄 수 있습니다. 한편, 노동시장의 유연성 확대는 일자리 창출에 기여하고 필요한 경제 조정을 가능하게 할 수 있습니다.

우리는 이미 강력한 실물-금융 연계가 어떻게 글로벌 금융위기 이후 선진경제국들의 생산 붕괴를 가져오고 유로의 국가부채 역학을 한계까지 몰고 갔는지 보았습니다.

우리는 또 국경간 실물, 금융 연계가 어떻게 선진경제국들에서 일어난 부정적 충격을 몇 달 만에 신흥경제국들로 전파하는지도 보았습니다.

하지만 이러한 연계들이 부정적 여파가 아닌 긍정적 피드백을 만들 수 있도록 방향을 전환할 수 있습니다. 연계효과의 전환을 잘 활용하는 것이 현재 우리 모두가 직면하고 있는 경제와 금융의 문제들에 대한 글로벌 해결책을 찾는 첫걸음이 되어야 합니다. 또 아시아의 잠재력을 감안했을 때 아시아가 그 첫걸음을 떼는 주체가 되어야 합니다.

앞으로 10여 년간 아시아는 새로운 글로벌 금융환경에서 위치를 재정립하는 과정에서 더 큰 시련과 기회를 접하게 될 것입니다.

이제 우리에게 남은 과제는 기회를 붙잡는 것입니다. 그럴 수 있는 용기가 필요합니다.

세계경제연구원 출간물 및 특별강연 시리즈 목록

Occasional Paper Series		
00-01	한미관계: 현황 및 향후 전망	Stephen W. Bosworth
00-02	글로벌 뉴 이코노미: 도전과 한국의 활로	양수길
00-03	금융감독의 세계적 조류	이용근
00-04	성장하는 아시아와 침체 속의 일본	Kenneth S. Courtis
00-05	세계금융체제의 미래와 우리의 대응	Morris Goldstein
00-06	시애틀 이후의 WTO와 한미 FTA전망	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	부시 행정부의 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 환율달레마	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	마일 경제 현황과 한국의 대응	Marcus Noland
02-04	미국경제와 세계경제: 회복가능성과 위험	Allen Sinai
02-05	세계화: 혜택의 원동력	The Rt. Hon Patricia
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	미국경제와 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	Peter F. Cowhey
03-01	이라크전 이후의 미국경제와 세계경제	Allen Sinai
03-02	OECD가 본 한국경제	Donald Johnston
03-03	亞·太 지역에서의 미국의 새 역할	Charles Morrison
03-04	세계경제 전망과 부시 행정부의 경기부양책	Phil Gramm
03-05	침체된 독일·유럽 경제가 주는 정책적 교훈과 시사	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. Patrick 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 부시 행정부의 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	Mutual Interdependence: Asia and the World Economy	Anne O. Krueger
05-07	중국과 인도가 세계경제에 미치는 영향	Wendy Dobson
05-08	동아시아와 아태지역 경제통합	Robert Scollay
06-01	고유가와 세계경제의 앞날	Philip K. Verleger
06-02	2006년 미국경제/세계경제와 금융시장 전망	Allen Sinai
06-03	한-미FTA: 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 경제 침체의 교훈	Juergen B. Donges
07-03	2007년 세계경제와 금융시장의 지각변동	Allen Sinai
07-04	급변하는 세계 경제환경, 어떻게 대처해야 하나	Angel Gurría
07-05	동아시아 FTA가능인가?: 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	Atsushi Saito
08-06	대선 이후 미국의 정치·경제, 어떻게 전개되나?	Phil Gramm
08-07	세계 및 아시아 경제·금융 전망	Charles Dallara
08-08	한국경제의 경쟁력 강화, 어떻게 하나?	Guy Sorman
09-01	2009년 한국 경제와 세계 및 아시아 경제 전망	Subir Lall
09-02	혼란과 전환기의 경쟁력 강화: 과제와 전망	Deborah Wince-Smith
09-03	위기 속의 미국 및 세계 경제와 금융: 전망과 정책대응	Allen Sinai
09-04	미국 오바마 행정부의 통상정책	Jeffrey Schott
09-05	하강하는 세계경제와 케인지언 정책처방의 실효성	Justin Yifu Lin
10-01	새로운 세계질서 속에 변화하는 EU: 한국의 기회는?	Jean-Pierre Lehmann
10-02	위기 이후 미국 및 세계경제 전망, 그리고 유산과 정책과제	Allen Sinai
10-03	세계경제, 어떻게 볼 것인가?: 진단과 전망	Anne O. Krueger
11-01	위기 이후의 세계경제와 한국경제: 2011년 및 2012년 전망	Allen Sinai
11-02	원자력 발전의 안전성과 경제성: 한국의 선택은?	장순홍
11-03	중국경제의 재(再)균형	Yu Yongding
12-01	혼돈 속의 세계경제와 금융시장: 분석과 2012년 전망	Allen Sinai

세계경제지평

94-01	유목적 세계의 도전	Jacques Attali
94-02	세계주의와 지역주의 混在	이영선
94-03	기회와 위협으로서의 中國	김완순
94-04	21세기 준비, 어떻게 할 것인가	Paul Kennedy
94-05	화폐의 종말/자본주의 이후의 사회	홍기택/주한광
94-06	UR 이후 아태 경제협력의 과제와 한국의 선택	유재원
94-07	환경과 무역	나성린/김승진

94-08	円高에 따른 일본의 산업구조조정과 한국경제의 대응	이종윤
94-09	세계경제환경 변화와 우리의 선택	사공일
94-10	개방화에 따른 기업정책의 방향	김종석
95-01	한국경제의 위상에 걸맞은 국제적 역할: 도전과 기회	사공일
95-02	기업의 세계화와 경쟁 규범	김완순
95-03	무엇이 세계화인가	김병주
95-04	한국과 미국: 2000년의 세계경제	James Laney
95-05	세계경제는 좌초할 것인가	김적교
95-06	엔화강세 지속가능성과 우리의 대응	박진근
95-07	세계화와 한국경제: 호황인가 거품인가	구본호
95-08	확산되는 특혜무역협정과 정책과제	남종현
95-09	역사인식과 한일 관계	홍원탁
95-10	일본산업의 네트워크 구조와 그 효율성	이종윤
95-11	국제경쟁력의 갈등	이재웅
95-12	해방 후 우리 경제 반세기의 회고와 전망	김광석
96-01	국내 선물시장의 구성과 전망	이 선
96-02	중소기업시대 열릴 것인가	유동길
96-03	단체교섭제도有感	배무기
96-04	세계화와 기업의 변신	지 청
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 협상제도	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	세계화 시대의 경제운영	남덕우
97-05	기업성장의 虛實: 韓寶事態에서 얻는 敎訓	지 청
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 대전환 없이는 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	이영탁
99-01	연금개혁의 전망과 과제	박종기
99-02	지하철파업과 다시 보는 노조전임자 문제	김수곤
99-03	금융구조조정과 중소기업금융	박준경
99-04	21세기를 향한 환경정책과제	김종기
99-05	소득분배 문제의 실상과 대응방향	김광석
99-06	"생산적 복지" 정책의 허와 실	최 광
99-07	세계화시대의 韓·中·日 經濟協力 強化 方案	사공일
99-08	시애틀 WTO 각료회의의 결렬과 향후전망	박태호
00-01	2000년 경제전망 및 향후 과제	김준경
00-02	세계금융체제에 관한 논의, 어떻게 되고 있나	사공일
00-03	아시아 금융위기와 한국경제의 미래	사공일
00-04	高비용 低능률 구조의 부활	이중윤
00-05	아시아 경제회복, 지속될 것인가?	사공일
00-06	국제경제환경과 한국경제	조윤제
00-07	기업경영 감시를 위한 기관투자가의 역할	이재용
00-08	미국의 구조조정 경험과 교훈	이영세
01-01	한국산업의 경쟁력 위기와 향후 진로	김도훈
01-02	주 5일 근무제 도입 신중해야	박영범

연구보고서[세계경제 시리즈]

94-01	UR이후 아태 경제협력의 과제와 한국의 선택	유재원
94-02	환경-무역관계가 한국 무역에 미치는 영향	김승진/나성린
94-03	円高에 따른 일본의 산업구조조정과 한국경제의 대응	이중윤
94-04	개방화에 따른 기업정책의 방향	김종석
95-01	국내 외국인 직접투자 현황과 정책대응	주한광/김승진
95-02	비즈니스 리엔지니어링 기업·한·일 기업의 수명가능성비교	이재규
95-03	WTO 체제와 우리의 대응	김지홍
96-01	국내선물시장에 대한 구상과 전망	이 선

96-02	일본산업의 네트워크구조와 그 효율성	이종윤
97-01	루마니아의 경제현황과 주요개혁과제	김광석/김병주/고일동
98-01	우리경제의 成長要因과 成長潛在力 展望	김광석
98-02	한국과 ASEAN 諸國間 무역구조의 변화추이와 대응방향	김승진
98-03	The Global Trading System: Challenges Ahead	Wan-Soon Kim Nakgyoon Choi
98-04	정보화의 세계적 추세와 우리의 대응방안	박종국
00-01	Financial Crisis and Industry Policy in Korea	Young Sae Lee Young Seung Jung
01-01	우리나라의 산업 무역정책 전개과정	김광석
01-02	한국에서의 기술이전과 정보의 역할	이영세

특별강연 시리즈

93-02	The Uruguay Round, NAFTA, and U.S.-Korea Economic Relations	Jeffrey J. Schott
94-01	21세기 준비 어떻게 할 것인가	Paul Kennedy
94-02	미국과 일본 간의 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 동아시아 정책과 한반도	James Baker III
95-06	미-일 무역마찰과 한국	Anne Krueger
95-07	동북아경제권 개발 전망: 일본의 시각	Hisao Kanamori
96-01	Trends of International Financial Market and Prospects of Global Economy in 1996	Allen Sinai
96-02	유럽연합(EU)의 앞날과 세계경제	Orstrom Moöller
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	아태 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	변화 속의 안정: 새로운 한-미 관계의 모색	W. Anthony Lake
98-03	한국: 동북아의 새로운 협력 중심으로	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-경제 상황과 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 비교평가	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
00-04	기업 금융 관계: 현황과 전망	이용근
00-07	남-북한 관계: 현황과 전망	Marcus Noland
00-09	Knowledge Era의 외국인 투자유치	Andrew Fraser
01-02	2001년도 미국, 일본 경제와 아시아	Kenneth S. Courtis
01-02	부시 행정부의 對韓 경제정책과 한국의 대응	Marcus Noland
01-04	3C를 극복하자	Jeffrey D. Jones
01-06	하이테크와 비즈니스, 그리고 세계경제	John Naisbitt
01-07	한국과 IMF	Stanley Fischer
01-07	한국경제의 향후 10년	Dominic Barton
01-11	금융위기 어떻게 막나: 칠레의 경험	Carlos Massad
01-11	미-일 경제현황과 한국의 대응	Marcus Noland
02-01	세계화: 혜택의 원동력	Patricia Hewitt
02-01	9-11테러사태 이후의 세계질서: 문명의 충돌?	Francis Fukuyama
02-02	아시아 지역의 통화-금융 협력	Barry Eichengreen
02-06	미국경제와 달러의 장래	Marcus Noland
02-07	도하라운드: 문제점과 전망	Jagdish bhagwati
02-09	2003 한국경제와 세계경제 전망	Paul F. Gruenwald
02-10	9-11사태 1주년과 미국의 한반도정책	Thomas C. Hubbard
02-10	미국경제 현황과 세계경제의 앞날	John B Taylor

02-12	미국의 IT산업 관련정책과 한국	Peter F. Cowhey
03-04	이라크전 이후의 미국경제와 세계경제	Allen Sinai
03-05	2003 세계경제와 한국: OECD의 시각	Donald Johnston
03-06	아태 지역에서의 미국의 새 역할	Charles Morrison
03-07	세계경제 전망과 부시행정부의 경기부양책	Phil Gramm
03-10	세계환율체제 개편과 동아시아 경제	John Williamson
04-04	김정일 이후의 한반도	Marcus Noland
04-04	외국기업인의 눈에 비친 한국경제	William Oberlin
04-06	미국 대통령선거와 한·미·일 관계	Hugh Patrick
04-10	아시아 화폐단일화, 가능한가?	Robert Mundell
04-11	대통령선거 이후의 미국 통상정책, 어떻게 되나	Peter Cowhey
05-04	국제신용평가기관이 보는 한국	Thomas Byrne
05-09	세계경제, 무엇이 문제인가	Barry Eichengreen
05-10	미국의 힘은 얼마나 강한가	Pual Kennedy
05-10	중국의 부상, 어떻게 보아야 하나	Bernard Gordon
06-04	세계 IT리더십 경쟁: 승자와 패자	George Scalise
06-05	세계인이 보는 한국경제는?	Charles Dallara
06-06	20년 후의 중국, 어떻게 될까?	Richard Cooper
06-09	아시아 공동통화와 아시아 경제통합	Eisuke Sakakibara

전문가 진단

04-01	한국 FTA 정책의 虛와 實	남중현
04-02	A Foreign Businessman's Observation on the Korean Economy & Other Things	William Oberlin
05-01	세계 속의 한국 경제: 과제와 전망	사공 일編

기타 보고서

94-01	The Global Economy and Korea	사공 일編
94-02	탈냉전시대 韓美 정치·경제협력관계	사공 일 C. Fred Bergsten 編
95-01	International Next Generation Leaders' Forum [I]	세계경제연구원編
95-02	International Next Generation Leaders' Forum [II]	세계경제연구원編
95-03	새로운 韓美 협력체제의 모색	사공 일 C. Fred Bergsten 編

96-01	The Multilateral Trading and Financial System	사공 일編
96-02	세계화 시대의韓美관계	사공 일 C. Fred Bergsten 編
96-03	International Next Generation Leaders' Forum [III]	세계경제연구원 編
96-04	세계 반도체산업의 발전전망과 한국의 대응전략	세계경제연구원 編
97-01	Major Issues for the Global Trade and Financial System	사공 일編
97-02	한국의 금융개혁	세계경제연구원 編
98-01	International Next Generation Leaders' Forum [IV]	세계경제연구원 編
98-02	한반도 통일 및 韓美 관계의 현황과 과제	사공 일編
98-03	Policy Priorities for the Unified Korean Economy	사공 일/ 김광석編
98-04	The Fifty Years of the GATT/WTO: Past Performance and Future Challenges	사공 일/ 김광석編
99-01	아시아 금융위기의 원인과 대책	사공 일/ 구영훈編
99-02	아시아 금융위기와 한미관계	세계경제연구원 編
99-03	For A Better Tomorrow: Asia-Europe Partnership in the 21st Century	ASEM Vision Group
00-01	Reforming the International Financial Architecture Emerging Market Perspectives	사공 일/왕윤중
00-02	동북아시아포럼 2000	세계경제연구원 編
00-03	제6차 한미 21세기 위원회 보고서	세계경제연구원 編
01-01	세계 자유무역 의제를 위한 여건조성	세계경제연구원 編
01-02	Rebuilding the International Financial Architecture [EMEPG 서울보고서]	Emerging Markets Eminent Persons Group 編
03-01	새로운 국제질서와 한국의 대응(I) - 새로운 세계질서: 기회와 도전	세계경제연구원 編
03-01	새로운 국제질서와 한국의 대응(II) - 세계경제 및 주요국 경제의 앞날	세계경제연구원 編
03-01	새로운 국제질서와 한국의 대응(III) - 한국 경제의 진로	세계경제연구원 編
03-02	세계경제연구원 개원 10주년 국제회의	세계경제연구원 編
03-03	세계환율체제 개편과 동아시아 경제	John Williamson
04-01	창업활성화, 어떻게 하나	세계경제연구원 編
04-02	아시아 화폐단일화, 가능한가?	Robert Mundell
05-01	세계경제, 무엇이 문제인가?	Barry Eichengreen
06-01	미국의 힘은 얼마나 강하며, 중국의 부상은 어떻게 보아야 하는가?	Paul Kennedy Bernard Gordon
06-02	2006 IGE/삼성전자 GLOBAL BUSINESS FORUM	Richard B. Cooper George Scalise
07-01	2006 IGE/Prudential 아시아 경제통합과 세계 속의 한국경제	Eisuke Sakakibara Charles Dallara

07-02	2007 IGE/Prudential International Finance Lecture	David Hale Jerald Schiff
07-03	2007 IGE/삼성전자 Global Business Forum	Guy Sorman Tarun Das
08-01	Globalization and Korean Financial Sector (세계화 시대의 한국 금융산업)	세계경제연구원 編
09-01	2008 IGE/Prudential International Finance Lecture	Robert C. Pozen Jeffrey R. Shafer
09-02	Lessons from the Recent Global Financial Crisis: Its Implications for the World and Korea	세계경제연구원 編
09-03	2009 IGE/Prudential International Finance Lecture	Danny Leipziger Anne O. Krueger
09-04	2009 IGE/삼성전자 Global Business Forum	Guy Sorman Jeffrey Schott
10-01	G-20 Reform Initiatives: Implications for the Future of Financial Regulation	세계경제연구원 編
10-02	2010 IGE/삼성전자 Global Business Forum	Yukiko Fukagawa Danny Leipziger
10-03	2010 IGE/Prudential International Finance Lecture	Mark Mobius Dominique Strauss-Kahn
10-04	G20 서울정상회의와 개발의제	세계경제연구원 編
10-05	Rebalancing the World Economy (세계경제의 재균형)	Paul A. Volcker
11-01	Reshaping the Global Financial Landscape	세계경제연구원 編
11-02	2011 IGE/Prudential International Finance Lecture	Haruhiko Kuroda Richard N. Cooper
11-03	2011 IGE/삼성전자 Global Business Forum	Danny Leipziger Marcus Noland
12-01	New Global Financial Regulatory Regime in the Making: Impacts on Asian Financial Markets and Institutions (새로운 글 로벌금융규제체제: 아시아 금융시장 및 금융기관에 미치는 영향)	세계경제연구원 編
12-02	Culture, Korean Economy and the Korean Wave (문화와 한국경제, 그리고 한류)	세계경제연구원 編
12-03	Asia in the New Global Financial Scene (새로운 글로벌 금융시대, 아시아의 미래)	세계경제연구원 編

IGE Brief+		
12-01	문화산업과 서비스교역 그리고 한국경제	남 종현
12-02	한일 간 하나의 경제권 형성과 그 추진방향	이종윤
12-03	유럽 경제위기와 한국의 과제	현정택

ASIA IN THE NEW GLOBAL FINANCIAL SCENE

유럽 금융위기 거울삼아 아시아 금융협력 새단장

유럽 금융위기의 진원지는 EU 전체 GDP의 2% 정도를 생산하는 인구 1,100만의 작은 그리스였다. 이는 세상이 얼마나 긴밀하게 통합되어 있는지 다시금 깨닫게 해준다. 국제 사회는 글로벌 금융 안정을 확보하기 위해 새로운 금융규제체제를 마련해오고 있다. 아시아에서는 치앙마이 이니셔티브(CMI)가 다자화되었다. 아시아 금융기관들은 글로벌 위험 요인에 대한 비교적 낮은 노출과 국제 금융기관들과의 약한 연계성 덕분에 유로위기를 상당히 잘 헤쳐 나가고 있다. 아시아는 많은 저축과 흑자를 유지하고 있지만, 글로벌 금융중개에 상당히 의존해왔다. 이는 금융안정위원회가 선정한 '글로벌 체제적으로 중요한 은행(G-SIB)' 스물아홉 곳 중 오직 네 개만 아시아 은행일 정도다. 그래도 아시아에는 금융의 성장 여지가 많다. 아시아의 정책 입안자들과 금융 지도자들이 변화하는 글로벌 금융규제 환경을 충분히 이해하고 글로벌 금융위기로부터 교훈을 얻어야 한다. 아시아는 역내 금융협력 메커니즘을 탄탄하게 하고, CMI 다자화를 역내 통화체제로 만드는 것 같은 야심찬 목표를 세울 수 있을 것이다.

—사공일 세계경제연구원 이사장

IGE/ ADB/ IIF/ KBFNG 국제금융컨퍼런스 결과보고서
Asia in the New Global Financial Scene

값 25,000원





ISBN 978-89-97758-22-7


후 원

 KB 금융공익재단

공동주최

 세계경제연구원
Institute for Global Economics

 아시아개발은행
Asian Development Bank

 국제금융협회
Institute of International Finance

 KB 금융그룹