

긴장 속의 세계금융시장, 어떻게 되나?*

Jeffrey R. Shafer

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

15개월 전인 작년 6월, 신용위험이 심각하게 저평가되고 있다는 사실이 시장참여자들에게 명백해지면서 금융시장의 경색이 나타나기 시작했다. 그리고 과거 경험에 비춘 투자자들의 기대보다 훨씬 악화된 미국의 서브프라임 모기지(sub-prime mortgage) 부문과, 사모펀드가 기업인수를 위한 재원조달로 사용한 투기성 높은 차입에 세상의 이목이 집중되었다. 은행차입을 통한 사모펀드의 기업인수 급증은 은행의 대차대조표에 분류되지 않은 대규모 신용잔고를 조성하였다. 따라서 금융시장에 친숙한 우리는 리스크(risk)의 재평가가 시작되리라는, 즉 신용리스크 행위의 위험도 상승과 이에 따른 기존 자산가격 하락의 국면으로 움직이리라는 예상을 하였다. 우리는 약 2년 전에 이미 정점에 도달한 주택시장 버블(bubble)의 조정으로 인해 가계 및 모기지 소유자들이 상당한 고통을 겪을 것으로 예상했지만, 연준(FRB)의 유동성 공급에 힘입어 몇 개월 내에 시장이 안정적인 기반을 찾을 것으로 생각하여 금융손실이 저지될 것으로 보았다. 미국 기업들은 대부분 매우 충분한 유동성을 유지하고 있었고 높은 신용비용에 취약해질 수 있는 신흥시장들의 금융상태도 거의 대부분 견실했다. 때문에 우리는 연쇄도산을 예견하지 못했다. 그 이후에 진행되고 있는 것은 매우 다른 양상이다. 미국에서는 흔히들 지금 금융시장에서 일어나고 있는 것이 1930년대의 대공황이후 가장 혹독한 금융위기라고 한다. 이는 과장된 말이 아니다.

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

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

조 달러 이상의 손실을 기록했다.

지난 9월초에 진행되고 있던 금융경색은 더욱 악화되고 있다. 문제의 심각성은 유럽에서도 나타나고 있으며 신흥시장에 미치는 여파도 더욱 커지고 있다. 강력한 정책대응과 전례 없는 규모의 지원에도 불구하고 금융시장 안정은 불투명하다. 어떻게 우리가 이러한 사태를 맞게 된 것인가? 우리는 지금 어떤 상황에 처해있으며 시장은 언제, 어떻게 안정될 것인가? 앞으로 어떤 형태의 세계가 등장할 것인가? 이러한 질문에 대한 대답 특히 세 번째 질문에 대한 분명한 대답을 본인이 가지고 있다고 할 수는 없지만, 약 11년 전에 한국이 경험했던 위기를 포함한 몇 차례의 금융위기를 추적해온 사람으로서 여러분과 함께 본인의 생각을 나누고자 한다.

어떻게 이러한 상황으로 왔는가?

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

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

소비자 보호

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

는 값비싼 교훈을 배우고 있다.

리스크 관리 실패

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

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

첫째, 금융중개 과정상 엄청난 정보손실이 있었다는 것이다. 이미 본인이 지적한 바와 같이, 최초 대출시 첨부되어야 할 증거서류에 결함이 있는 경우가 빈번했다. 그리고 그 대출은 포장되고 쪼개지면서 복잡한 금융상품으로 재포장되었다. 금융사정에 밝은 자산관리인들은 모두가 신용에 대한 정밀심사 결과를 거의 대부분 외부에 의존했다. 그들은 신용평가기관의 평가가 자신이 알아야 할 전부인 것으로 여겼다. 신용평가기관이 의존한 평가모델은 최초 대출에서의 평가기준이 하락된 것을 고려하지 않았고 주택시장 위축도 충분히 고려되지 않은 것이었다. 신용평가기관이 모기지 상품의 품질을 관대하게 평가하도록 만드는 인센티브(incentive)를 가지고 있었다고 하는 주장도 일부 있다. 이러한 요인들이 작용했겠지만, 신용평가기관 서비스에 대한 모기지 증권 발행자들의 보상은 항상 있는 일이다. 새로운 것이 있다면 금융파생상품의 복잡성과, 자신이 무엇을 구매하는지도 모르는 투자자의 자기도취였다.

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

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

마도 이 모든 것들이 혼합된 무엇이었을 것이다. 소수의 금융기관만이 아닌 산업 전체의 최고경영자들에게 이러한 문제를 들여다 볼 수 있는 능력이 없었다. 금융거래 전략에서 비대칭적인 수익은 리스크관리자와 장차 시장감시의 책임을 맡게 될 사람들이 크게 유의해야 할 문제 중 하나이다.

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

이와 같은 리스크 실패 뒤에는 인간의 본성이 반영될 수도 있는 변동의 동력이 있다. 그 결과 어느 시점이 되면 불가피한 현상이 나타날 가능성이 있다. 그러나 우리가 인간의 약점을 알고 있다면 그 현상으로부터 우리를 더 잘 보호할 수 있다. 호황기는 사람들에게 호황이 영속되리라는 느낌을 주면서 인간의 탐욕을 자극한다. 미국은 장기간 성장을 누려왔다. 미국은 닷컴(dot.com)거품이 몰고 온 경제파탄을 IT부문 이외의 분야에 전이시키지 않고 흡수하였으며, 경제전문가들은 1990년대의 물가안정과 견실한 성장으로 특징되는 미국의 대완화(great moderation)를 언급했다. 그리고 이 호황기동안에 투자자는 차입확대를 통해 수익을 추구했다. Hyman Minsky교수는 1960년대와 1970년대에 “금융 불안정 가설(financial instability hypothesis)”을 발전시킨 잘 알려지지 않은 경제학자인데, 경제 평온기에는 시장이 금융투기의 악순환으로 가는 내재적 성향이 있다는 그의 강의를 본인은 들은 적이 있다. 당시 젊은 경제학도였던 우리들 중 소수만이 그의 강의를 들었으나, 오늘날 많은 사람들이 그의 업적 다시 들여다보고 있다. 그의 생각이 좀 더 일찍 진지하게 받아들여졌더라면 금융위기 발발에 대한 경종이 보다 빨리 크게 울려, 적어도 지금 우리가 겪고 있는 고통의 일부분은 피할 수 있었을 것이다.

주택가격 급등 및 급락의 문제를 넘어서 소비자 보호와 리스크 관리상의 실패 비용을 확대시킨 요소는 금융시스템이 유동성 붕괴에 얼마나 취약해졌는지를 인식하지 못한 불찰이었다. 의무수행을 위한 현금이 필요할 경우 금융기관과 시장참여자들은 유동성 시장에 의존하여 자산을 매각하게 되었다. 필요시에는 중앙은행이 시장에 자금을 제공하리라 기대하면서 사람들은 금융시장의 기능을 당연하게 생각했다. 70년 동안 이러한 방식으로 일처리가 되어온 것이다. 그러나 연준의 이번 조치들은 금리인하에서부터 대출창구 확대

이용, 그리고 이전에는 생각할 수 없었던 범위의 매입대상 증권 확대까지도 유동성 붕괴를 저지하지 못했다. 유동성 파괴는 주택저당증권의 리스크를 감지한 투자자들이, 제대로 파악되지 않는 여타 금융상품에 대해 우려를 나타내면서 시작되었다. 1년 전 이와 유사한 자산담보부 기업이 또 다른 사례였다. 문제가 커지고 우려가 깊어지면서 모든 시장에서 유동성이 사라졌다. 구조화 투자기관, 경매배당을 주식, 단기자금시장과 같은 시장유동성에 의존하는 금융조직은 자신이 발행한 증권의 신용도가 건전함에도 금융압박 하에 놓이게 되었다. 몇 주 전 미국 재무부는 단기자금시장에서의 예금인출 사태를 저지하기 위해 긴급보호조치를 내린 바 있다. 유럽, 심지어 한국 금융기관에게도 충격을 준 유동성 소멸은 최근 몇 주 동안 미국 금융시스템의 가장 심각한 걱정이 되고 있다. 지금은 투자자들이 “어떻게 하면 자본에서 수익을 얻을 수 있을까?”가 아닌 “어떻게 하면 원금을 찾을 수 있을까?”하고 묻는 상황이다. 보유증권이 정상가격 근처에서 팔리지 못한다는 것은 거의 의심할 여지가 없다는 의미다.

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

시장은 언제, 어떻게 안정될 것인가?

미국 금융당국은 위기에 대응하기 위해 강도 높은 조치를 지속적으로 취해오고 있다. 첫 번째 대응조치는 시장을 겨냥한 것으로 연방기금 금리를 인하하고 유동성 접근을 확대시키는 새로운 기금을 설치하는 것이었다. 연준이 2008년 3월에 취한 두 번째 조치는 Bear Stearns의 인수를 지원하는 것이었다. 정부 정책은 어려움에 처한 Indy Mac, Fannie Mae, Freddie Mac, Washington Mutual, AIG, Wachovia 등과 같은 개별 금융업체에 집중되었다. 파산상태에 처하도록 내려두었던 것은 Lehman Brothers사 뿐이다. Lehman Brothers가 대마불사(大馬不死)로써 취급되지 않은 것은 훌륭한 사례였으며, 이러한 Lehman Brothers사의 파산은 안정경영을 위한 질주(racing)대열에 합류하는 금융집단의 여세에 기여하였다. Lehman Brothers에 대한 파산조치가 올바른 것인지에 대해서는 활발

한 토론이 이루어지고 있다. 돌이켜보면, 금융시스템에 미치는 충격을 생각해볼 때 Lehman Brothers사는 죽일 수 없는 대마였다. 그래서 비간접적 접근방식의 근거가 제시되지 않았더라면 당국이 초기에 취한 조치들은 국민의 지지를 얻을 수 없었을 것이라는 논거를 설득력 있게 제시하는 사람들도 일부 있다.

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

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

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

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

우연히도 지난 주말에는 워싱턴에서 세계은행과 IMF의 연차총회가 열렸다. 흔히 각국 재무당국 고위관리, 중앙은행 총재, 민간 은행가들은 총회 다음해의 세계은행 자본증가

또는 IMF의 지배구조와 같은 난해한 과제를 토론하면서 시간을 보낸다. 금년도 총회는 본인이 지난 35년간 참여한 어느 총회와도 달랐다. 1997년에 홍콩에서 개최된 연차총회가 가장 가까운 대비가 되겠으나, 그 당시에는 진행 중이던 재앙의 전모가 분명치 않아 어떻게 대응할 것인가에 관한 논의만 있었을 뿐이다.

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

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

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

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

들이 15개월 후에 드러나리라 믿을 근거가 있음도 나타나고 있다. 잘되리라 기대하지만 금융시장 안정이 회복된다고 확신할 수는 없다.

그러나 이미 겪고 있는 자산손실과 신용경색이 미국에서 시작될 것으로 보이는 경기침체를 내년, 적어도 내년 중반까지는 끌고 갈 것 같다. 유럽 역시 얼마 후에는 경기침체 국면에 진입할 것이다. 경기하락의 폭은 예산상의 흑자로 인해 정책조정 면에서 여유가 있는 중국이 내수진작을 위한 재정정책을 채택하면 축소될 수도 있다. 이처럼 도전적인 시장을 항행한다는 것이 한국 기업들에게는 어려운 과제로 보일 것이다. 하지만 한국은 수출시장을 크게 다변화하였으며, 과거에도 대외수요 변화에 맞추어 주력시장을 미국에서 유럽, 중동, 아시아 인접국으로 이동시키는 능력을 발휘해왔다. 한국은 이와 같은 시장 다변화를 다시 보여줄 필요가 있다.

앞으로 어떤 형태의 세계가 등장할 것인가?

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

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

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

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

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

우리가 이러한 세계로 진입할수록 국가보호주의 세력이 강해지겠지만 이에 맞서 싸워야 한다. 정부가 기업을 소유할 경우 정부는 본능적으로 자신의 소유물을 보호하려 할 것이다. 그러나 이는 모든 경제전망에 막대한 손해를 끼칠 수 있다. 지난 50년 동안 이루어진 시장개방은 경제 성장 및 발전의 동력원이 되어왔다. 지금의 금융위기는 세계화의 결과가 아니다. 미국의 금융위기는 미국산이다. 유럽의 취약성은 은행의 과도한 외부차입과 주택 문제 때문에 미국에서 불을 지피지 않아도 곧 노출되었을 것이다. 내부지향적인 행위는 해답이 되지 못한다. 1930년대에 국경이 폐쇄되었을 때 어떤 일이 벌어졌었는지를 우리는 안다. 절대로 그러한 일이 재연되어서는 안 된다. 지난 주말에 우리가 보았던 국제공조는 그러지 않을 것이라는 어떤 희망을 본인에게 안겨주었다.

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

질의·응답

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

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

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

[질문] 지금은 시카고학파의 자유시장경제에서 케인즈학파의 정부개입으로 금융규제시스템이 바뀌고 있는 시기이다. 따라서 본인은 이와 마찬가지로 질문을 하고자 한다. 귀하는 통제장치 중 일부가 일반적인 통제보다 선별적이었다고 생각하지 않는가? 금융감독 측면에서 볼 때 서브프라임 모기지에 대해서는 통제부서가 없었던 것으로 여겨지는데, 이러한 것은 바뀌어야 한다고 생각되지 않는가? 서브프라임 모기지 대출의 약 60%가 이를

없는 금융업체의 자금조달로 이루어졌다. 이것이 문제를 일으킨 원인 중 하나는 아닌가?

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

시장이 터무니없는 과잉대출을 감행한 최고의 사례는 증빙자료 없이 제공된 대출이었던 것으로 생각된다. 모기지 시장은 거대했다. 모기지 시장은 창출되는 모든 CDO를 투입해서 가능한 많은 파생증권을 발행하려고 노력했을 뿐이다. 그들은 미국 전역에 모기지 대출거래소를 설치한 다음, 모기지 대출거래에 대해 전혀 모르는 사람들을 채용해 속성으로 훈련시킨 후 모기지를 취득하도록 하였으며, 이러한 모기지 브로커들은 모기지 거래 수수료에 따라 보상을 받았다. 그리하여 기본적으로 모기지 브로커와 모기지 대출 운영자는 잘못된 정보를 지닌 시스템을 만드는데 공모함으로써 증빙서류의 날조행위가 만연되었던 것이다. 이는 연준 체제하에서 허용된 엄청나게 부끄러운 일이다. 그리고 이는, 특히 브로커들의 강압적인 판촉기술에 부딪치게 되면 사람들이 현명한 금융상의 결정을 내릴 수 없다는 수많은 금융 분야의 연구결과에도 불구하고, 경쟁시장이 사람들로 하여금 최상의 상품을 선택하는데 도움을 줄 수 있다고 생각했던 Greenspan 전 연준 의장이 저지른 실패 중 하나였다. 우리에게 더 많은 금융감독이 반드시 필요하다는 본인의 생각은 바로 이러한 점 때문이다.

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

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

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

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

[답변] 본인의 말을 액면 그대로 받아들이지 말아주기 바란다. 한국의 상황에 대해서는 신문과 보고서를 읽고 있지만 외환거래에 관여하고 있는 것이 아니기 때문에, 한국 외환시장의 장세가 어떠한지 무슨 상황이 벌어지고 있는지에 대한 감이 본인에게는 없다. 얼마 전인 금년 초에 모든 아시아 통화를 앞서가며 매우 강세를 보였던 원화에 대한 우려가 있었다. 한국의 원화는 짧은 기간 사이에 강세에서 약세가 되었다. 진행상황을 자세히 살펴보는 않았지만, 이와 같은 원화 가치 하락은 부분적으로 세계 전역에서 나타나고 있는 현상을 반영하는데, 실제로 단기금융시장이 얼어붙으면서 달러 구하기가 힘들어지자 사람들은 할 수 있는 일은 무엇이든지 하기 위해 애쓰고 있다. 한국의 은행들은 원화를 팔아서, 그리고 프랑스 은행들은 유로화를 팔아서 달러를 매입한다. 이러한 것이 원화

및 유로화 대비 달러를 강세로 만들고 있다. 한국은 금융 시장 및 시스템의 규모가 작기 때문에 이와 같은 외환시장 장세가 증폭된다.

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

달러 가치의 향방과 관련하여, 본인이 연준에서 일할 당시인 1970년대에 달러화 가치를 예측하고자 하는 본인의 시도를 사람들은 놀려댔다. 아실지 모르겠지만 그들은 다음날의 환율에 대한 최선의 예측은 선물환보다 예측성이 우월한 당일의 환율임을 보여주는 Macey와 Rogoff 교수의 연구를 지적했다. 환율예측은 변동성이 매우 높은 추측 작업이다. 달러/유로화에 대해서는 본인은 어떠한 입장도 취하고 싶지 않다. 1유로가 1.50~1.60 달러였을 때로 되돌아가도 본인은 이러한 교환비율이 지속되지 못할 것이라고 했을 터인데 지금은 1.30 달러이다. 달러화가 강세가 될지 약세가 될지 누가 알겠는가? 이는 기본적인 경제여건에 달렸다. 장기적인 추세로 볼 때 달러화에 대한 아시아 국가들의 통화가치는 강세일 것으로 생각된다. 9개월 전 본인이 한국을 방문했을 때 이미 강세였던 원화를 제외하고는 그렇게 될 것이라고 언급했을 것이다. 그런데 지금 달러 대비 원화 가치가 상당히 하락하고 있다. 왜냐하면 아시아 특히 중국의 경우 자국의 통화가치가 상승하는 것을 둔화시키거나 저지하기 위해 많은 노력을 기울이기 때문인데, 이러한 노력은 신흥시장국에서 전형적이다. 장래에 달러 대비 아시아 국가들의 통화가치는 강세를 유지할 것이다.

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

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

기를 극복하려는 중국의 저력에 대한 귀하의 논평을 듣고 싶다.

세 번째 질문은, 한국은 수출구조가 상당히 다각화되었기 때문에 다른 나라에 비해 상대적으로 유리한 위치에 있다는 귀하의 관찰과 관계된 것이다. 귀하 같은 인사께서 이러한 관찰을 언급하면 본인은 한국인으로서 매우 흐뭇함을 느끼지만, 다른 한편으로 작금의 문제는 지역적인 것이 아니라 전 세계가 위기에 노출되어 있다는 점을 우리가 인식해야 한다. 미국이 곤경에 빠져있다고 생각되면 유럽도 난관에 처하게 되는데, 이 두 지역은 세계 경제의 2/3를 구성한다. 이 두 경제권에 문제가 있다면 중동지역 역시 문제가 있다는 의미다. 이렇듯 바깥에는 비가 오고 있는데 한국이 국내경기 진작에 열중한다고 해도 자체 경제를 관리할 수 있는 여지가 있겠는가?

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

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

중국의 경우, 중국은 자체의 취약성에도 불구하고 최소한의 제약을 받고 있는 경제라는 것이 본인의 생각이다. 중국의 외환보유고와 막대한 경상수지 흑자를 보라. 한국 경상수지는 소폭의 적자이지만 유가변동으로 지금 사라질 수도 있다. 중국은 GDP 대비 상당한 흑자를 가지고 있다. 환경, 교육, 의료보험과 사회간접시설 부문에 문제가 있지만 기본적인 수요와 중국인의 욕구를 충족시킬 자원이 있으므로 수출에 집중된 거의 모든 것을 중단시킬 수 있는 여력이 있다. 본인은 중국이 과거의 유산인 부실투자와 지난날에 빚어진 금융상의 많은 문제를 없애는데 크게 성공했다고 생각한다. 그 중 일부는 재연되겠지만 귀하께서 제시한 몇 가지 구조조정이 이루어지면 크게 개선될 것이다. 중국은 이러한 충격을 흡수하고 경제를 계속 강력하게 진작시킬 능력이 있다고 생각된다. 중국이 그렇게 되면 그 혜택은 여타 아시아 국가에게 과급될 것이다. 지금 중국은 세계 제2위의 수입국

이다. 세계적인 틀에서 본다면 중국의 GDP는 크지 않지만 일본보다 더 중요하다. 즉 중국이 하는 일을 면밀히 관찰해야 한다는 의미다.

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

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

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

Bernanke 의장이 감행한 정책이 승산을 나타내고 있는 것으로 생각된다. 6개월 전에 본인은 그의 정책에 대해 회의적이었으나, 지금은 기본 인플레이션 상황이 관리되고 이에 맞는 유동성 공급이 이루어질 수 있을 것이라는 그의 정책이 승산 있다고 생각하는 것이다. 그러나 경제가 회복되기 시작하면 그 반대로 가는 것이 중요한데 이것이 정책의 효과를 검증하는 진정한 시험대이다. 본인은 그가 할 수 있으며 이루어낼 것으로 생각한다. Bernanke 의장은 이러한 점을 잘 알고 있다. 그런데 지금 그가 취하고 있는 조치로 과도한 인플레이션이 조성될 것이라는 주장이 시장 주변에서 일부 있지만 전혀 근거 없는 이야기인 것으로 생각된다. 금값이 비싼 것은 사람들이 자기 자산을 안전한 곳에 두고자 함

때문이지 인플레이션을 염려해서 그런 것은 아니듯이 말이다.

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

[답변] 마지막 근거는 좋지 않은 것으로 생각된다.

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

[답변] 최적의 수준이 있는지는 모르겠으며 그것은 경제규모, 금융발전 수준, 그리고 포트폴리오 소유자가 세계적 다변화의 측면에서 무엇을 필요로 하느냐에 따라 좌우된다. 외국인 지분이 매우 높았던 때를 돌이켜보면, 그 당시에 사람들은 높은 외국인 지분에 대한 질문을 본인에게 한 적이 있다. 본인은 한국의 주식을 소유하고 있는데, 이는 한국 경제에 대한 믿음이 한국 사람들보다 더 강하기 때문이다. 한국 사람들은 한국 주식시장에 투자를 하지 않는다. 한국 사람들이 주식을 샀 다투어 매입할 때 한동안 외국인 지분이 하락한 것으로 나타났다. 사람들이 시장 지분의 움직임에 대하여 우려해야 하는 이유를 본인은 모르겠다. 한국인들은 헤지펀드가 확실히 공매도 하는지 여부를 지켜보고 있을 것으로 추측된다. 주식구매자의 소유 구성이 모든 계층을 망라하고 있는 투신기금에 가입한 본인과 같은 사람들 경우에는 이를 한국 경제에 대한 외국인의 신뢰도로 볼 것이므로 자부심을 가져야 한다.

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

여타 거래를 유도해 은행경영의 독립성이 저해될 수 있으므로 조심스럽게 다루어져야 한다.

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

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

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

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

[질문] 미국 대통령 선거가 글로벌 금융위기에 미치는 영향에 관한 질문이다. 귀하는 어느 후보가 규제와 자유시장 간의 균형을 고려한 가장 강력한 경제계획을 가지고 있다고 생각하는가? 그리고 그 후보가 당선될 경우 그의 정책이 글로벌 시장에 어떤 영향을 미칠 것으로 보는가?

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

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

[질문] 지난 달 한 프랑스의 지성인이 한국을 방문하여 금융위기를 너무 과장하는 언론을 비판한 바 있다. 따라서 본인은 금융위기를 안정 또는 불안정하게 만드는데 있어서 언론이 어떤 역할을 할 수 있는지 궁금하다. 그리고 이러한 언론에 대응하는 귀하의 경험을 알고 싶다.

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

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

어제 이명박 대통령은 이번 금융위기를 허용했다는 측면에서 볼 때 기존의 국제금융기

구들은 적절하지 못하므로 또 다른 국제경제기구를 창설해야 한다고 세계 각국에 호소하였다. 귀하가 이명박 대통령에게 하고 싶은 말이 있다면?

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

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