


특별강연

# Rebalancing the World Economy

세계경제의 재균형

*Paul A. Volcker*

 세계 경제 연구원  
Institute for Global Economics

후원

KEB



외환은행  
Korea Exchange Bank

KIC

한국투자공사  
Korea Investment Corporation

특별강연

# Rebalancing the World Economy

세계경제의 재균형

*Paul A. Volcker*

 세계경제연구원  
Institute for Global Economics

후원   외환은행  
Korea Exchange Bank  한국투자공사  
Korea Investment Corporation

# 차례

04 머리말

06 **Lecture: Rebalancing the World Economy**

*Paul A. Volcker* Chairman, President's Economic Recovery Board, U.S.

13 **Discussion**

*Paul A. Volcker*  
*Il SaKong* Chairman, the Presidential Committee for the G20 Summit

22 **Q&A**

Moderate: *Yoon-je Cho* Professor, Sogang University / Senior Advisor, IGE

<Appendix>

30 **Welcome Speech**

*Richard F. Wacker* Chairman, Korea Exchange Bank

32 **Introduction of Paul A. Volcker**

*Young-wook Chin* President & CEO, Korea Investment Corporation

## 번역문

### 36 강 연 : 세계경제의 재균형

*Paul A. Volcker* 미국 대통령 경제회복자문위원회 의장

### 42 대 답

*Paul A. Volcker*

사공 일 G20 정상회의 준비위원회 위원장

### 51 질의 · 응답

사회: 조 윤 제 / 서강대 교수 / 세계경제연구원 고문

## 〈부 록〉

### 58 환영사

*Richard F. Wacker* 한국외환은행 이사회 의장

### 60 연사 소개

진 영 욱 한국투자공사 사장

# 머리말

세계적으로 큰 폭의 불균형이 오랫동안 지속된다면 그것은 어떤 결과를 초래하게 될까? 우리가 최근의 경제위기로부터 얻은 교훈에 의하면, 그것은 금융위기를 불러올 수 있고 또 금융위기는 경제위기로 쉽게 발전될 수 있다는 것이다. 따라서 세계적 불균형을 바로잡고 또 이의 재발을 방지하는 대책을 세우는 것은 세계경제가 지속적이고 균형된 성장을 이루어 나가는데 필수적인 사안이다. 만약 세계가 긴밀히 협조해서 이 문제를 슬기롭게 해결하지 못한다면, 그 결과는 위기를 반복하거나 아니면 모두가 패자가 되는 보호무역주의의 길을 선택하게 될지도 모른다. 그래서 이 문제는 지난 11월 G20 서울정상회의에서도 가장 중요한 이슈로 다루어진 바 있다.

이에 저희 세계경제연구원은 G20 서울정상회의를 바로 앞둔 지난 2010년 11월 5일에, 현재 미국 오바마 행정부에서 경제회복지문위원회를 이끌고 있는 Paul A. Volcker 의장을 초청하여 “세계경제의 재균형”이란 주제로 강연회를 개최하였다. 그리고 Volcker 의장의 강연에 연이어, Volcker 의장과 사공일 G20 서울정상회의 준비위원회 위원장 간의 대담기회도 마련하여 이 주제에 관해서는 물론 그 밖에 미국 또는 세계가 현재 안고 있는 여러 중요한 이슈들에 관하여 상호의견을 개진할 수 있는 기회를 가진바 있다. 이 보고서는 바로 이 Volcker 의장의 강연과 함께 사공일 위원장과의 대담, 그리고 Volcker 의장과 청중 간에 가졌던 질의·응답을 한데 엮어서 만든 것이다.

Volcker 의장은 최근 이른바 “Volcker Rule”을 만들어 입법화하는데 성공하였을 뿐 아니라, 미국 연준(FRB)의장 재임 시(1979~1987)에는 2차

오일쇼크 후에 발생한 인플레이션 문제를 해결한 분으로 잘 알려져 있다. 현재 80세가 넘는 고령에도 불구하고 국가의 부름을 받고 열심히 봉사하고 있는 모습을 볼 때 왜 미국 사회가 이 분에게 그렇게 높은 신뢰와 존경을 보여주고 있는지를 잘 알 수 있을 것 같다.

끝으로, 이번 강연회가 성사될 수 있도록 물심양면으로 지원을 아끼지 않으신 한국외환은행의 Richard F. Wacker (전)이사회 의장님을 비롯한 임직원 여러분, 그리고 한국투자공사의 진영욱 사장님과 임직원 여러분께 깊은 감사를 드린다.

2010년 12월

세계경제연구원  
원장 남종현

# Rebalancing the World Economy

*Paul A. Volcker*

Chairman, President's Economic Recovery Board, U. S.

It is a pleasure to be in Korea again, a country I have not visited in quite some time. I first visited Korea in 1966, and for a while I visited every ten years. As I have aged, I have found it difficult to keep up with what has been happening here, but I must congratulate Korea on the work that has been done, symbolized by its membership in the OECD. These days the world is divided into the developed world and the emerging world, and in many people's eyes Korea remains part of the emerging world. But in my mind Korea has clearly become a member of the developed world. However, Korea is doing much better, I am sorry to say, than most of the developed world.

We live, from my perspective, in an upside down world. The Asian Financial Crisis was not so long ago, and Korea was severely affected at that time. Now, less than 15 years later, Korea is one of the strong points of the global economy and is emblematic of the prosperity of this part of the world, and East Asia in particular, which contains the brightest developments in the entire world. Meanwhile, the developed world is caught in a difficult period of recession and unsatisfactory recovery. The contrast between the vibrant East Asia and the developed world is quite striking.

I suggested today's topic—rebalancing the world economy—some

months ago, and it happens to be quite timely. This is precisely what the G-20 will be discussing at the Seoul Summit, and for good reason as the present world economy is unbalanced. It is unbalanced in a way that cannot persist if there is going to be a thriving global economy. I think everyone understands the general story of the 21<sup>st</sup> century, characterized in the United States by too much consumption, too little savings, too much borrowing, and too little investment. This is contrasted by China, but not China alone, of too little consumption, too much savings, too much reliance on exports, and too much investment. The U.S. dollar also plays a significant role in this story. I never imagined I would be talking about other countries holding trillions of U.S. dollars. I use to hear the word trillions in association with the Japanese yen, but not the American dollar. This is not symptomatic of a healthy economy but of an economy that has problems and dangers that need to be corrected.

By now, the story of the United States is well known. The overconsumption of the United States was easily financed, partly by the inflow of money from Asia and the Middle East, creating very low interest rates and speculation in the U.S. real estate market—financed so easily by subprime mortgages. These mortgages were characterized by borrowers placing very little down, and by banks not performing due diligence in checking the basic creditworthiness of the borrowers. Of course, this is all unsustainable, and there was some talk at the time that the United States could not continue to borrow 4% to 5% of its GDP, year after year, without running into a problem. At the same time, economies around the world were out of sync, but this was convenient for all parties involved. The United States likes to consume, nations in Asia like to save, and this can be summed up in a single figure that I often cite—consumption in the United States comprises 70% of GDP while in China it represents 35% of GDP. I think it is



easier to say that 70% is too big, but it is fair to say that, over time, 35% is too small in terms of achieving balanced growth in Asia. But the question remains on how a correction can be made.

Even though there is a lot of experience in making corrections in economies over the years, too seldom does it come down to intelligent, complementary economic policies. Usually these corrections are triggered by a financial crisis when disequilibrium becomes so great, the extensions of credit become so large, the uncertainties become so apparent, that there is a real crisis in financial markets. Clearly, there was a huge crisis in the United States, but not in the United States alone. With that as the background, where does the global economy stand now?

I think it is fair to say that a crisis has some therapeutic value. It begins to force changes in the right direction, but it is a very uncomfortable process. American households have learned that they need to save a little more, maybe a lot more, to protect their future. Interestingly enough, American companies, and large international companies in particular, have come through this crisis in a relatively strong position. The financial world, on the other hand, has been obviously disrupted. It has only partially recovered and remains a danger point, an area that still needs, in my opinion, a lot of work. Putting that all together—an underlying imbalance in the economy and a major financial crisis—almost inevitably results in a recovery that is not robust, but one that is slow and labored. During an ordinary recession in the United States inventories fall and then rise, business investment falls and then rises, interest rates go down from high levels, and then there is a very rapid recovery. In the mid-1980s, following what was previously the deepest recession, the economy was growing 5% to 6%, at an annualized rate, a couple of quarters into the recovery. There is no expectation that

that kind of performance will be repeated this time around. There is a lot of evidence that when there is a basic underlying economic imbalance, and then a large financial crisis on top of it, recovery will be slow. That is exactly what is happening now. Most projections for economic growth range between 1.5% and 2.5%. That is not enough to rapidly reduce the unemployment rate. That equates to a lot of unhappiness, which was undoubtedly reflected in the recent mid-term elections in the United States.

In this situation, I cannot offer great hope in the short run—the short run being several years—of a much more rapid pace of growth. Everyone knows about the recent actions of the Federal Reserve, and I do not comment on monetary policy ordinarily, and I will not depart from that today. But obviously the action that was taken—the so-called quantitative easing two or QE2—to try to spur the economy is not the kind of action that is likely to change the general picture that I have described of a slow, labored recovery. It may be necessary to keep the financial markets operating effectively, but it is not going to change the underlying picture in my opinion.

Recently there has been a lot of discussion about exchange rates due to problems disclosed in the international financial system by the crisis. Unfortunately, people felt relatively comfortable about international monetary affairs and financial markets late in the last century and in the early years of this century. Somehow, the comforting theory developed that free markets would take care of themselves, that there would not be extremes of speculation. Sure, there might be some ups and downs, but risks would be dispersed in such a way that they would not be damaging to the economy as a whole. That kind of comfortable feeling pervaded the academic world, and I am afraid it pervaded the regulatory world, and it certainly pervaded operators

in the financial markets that were making tremendous amounts of money. It was a comforting theory, but I think what was demonstrated was that financial markets cannot be relied upon to maintain their stability and orderly pattern of distributing savings into productive investment without some degree of governmental intervention, control, and regulation. So the process of moving back in that direction is under way, and I hope and trust that it will be done in a reasonable way. The United States, to some degree, is leading that effort with the recent legislation that was passed. While I do not love every part of that legislation, and I would do it somewhat differently, on the whole I think the basic principles of that legislation are important, useful, and will help the evolution of the financial system in a constructive way. I hope that other countries in Europe, and elsewhere, will follow a similar pattern, but much remains to be done.

To provide some background on the recent actions taken by the U.S. authorities, there has been a political backlash against government spending. I think that the political situation makes it virtually impossible to have a second large fiscal stimulus, however desirable that may be—and there is some argument about the desirability of a second stimulus. That puts more of the burden back on the monetary authorities and helps to explain the action that the Federal Reserve has taken. But let me also point out that while the market is functioning quite well for some securities, corporate securities in particular, the single biggest part of the capital market in the United States is residential mortgages. The residential mortgage market is not functioning in anything like a normal way. The federal government has taken over Fannie Mae and Freddie Mac, and the government insurance body—the Federal Housing Administration (FHA). These three agencies are creating and financing 90% of all residential mortgages in the United States. This is not a normal situation for the

world's greatest capital market. It has required continuing support from the monetary authorities, who themselves have acted as a financial intermediary to buy mortgages—a very unusual circumstance.

I have been speaking about a relatively slow, contained expansion, but it is a time when there is a lot of work to do in order to deal with the potential inflationary consequences of monetary policy. That concern is not there today, as there is little inflation, but looking down the road that concern is understandable considering the combination of monetary creation and big budgetary deficits as the economy recovers. One of the constructive things that must be done is to develop a fiscal program that has some credibility in dealing with the budgetary pressure so that balance can be restored in the U.S. federal budget within a reasonable number of years, and the federal debt will not continue to rise. Some of the discussion in the political scene about the possibility of cutting expenditures is probably exaggerated in practice, but there is no doubt that restraint is needed on spending. However, it seems entirely likely that no matter how much restraint on spending there may be, the tax system in the United States will need a serious rethinking. It has had many weaknesses even in normal circumstances. The corporate income tax is nearly the highest in the world, and is unsustainable in terms of the long run fiscal and competitive position. That needs to be repaired, but it is not just the corporate income tax. A tax system that is more favorable to investment and less favorable to consumption and housing needs to be considered. That would be a major change.

While those changes are happening domestically in the United States, there have to be complementary changes in the rest of the world. The inexorable arithmetic is often forgotten. If U.S. deficits are to decline, external deficits in particular, other nations' surpluses must

also decline. There has to be some balance in the international system. The need to achieve that balance is well-known and also well-known is the lack of action in order to achieve that better balance. I am sure that it is going to be the prime area of discussion during the G-20 Seoul Summit. Of course, there will be statements about the need for achieving this rebalancing. When a nation's deficits become too large there should be an international consensus on complementary action to assure that current account balances, or imbalances, are moved toward equilibrium. The challenge will be to move beyond the intellectual understanding and the talk to action. There is a difference between speaking for public relations and speaking with candor. I think we will see that distinction challenged as the leaders get together. Will they be able to speak with candor, but come away from these meetings about how to achieve that balance? Not all of the emphasis should be placed on exchange rates, although that may be a necessary part of the solution. Action also needs to come in other ways. The United States needs to increase savings and investment, and other nations need to increase consumption and improve social safeguards and support for their own citizens. In the long run, that is where both sides need to go. The degree to which exchange rates need to change will be found in the market place, but we should not resist changes where they are necessary.

My final message is that the American economy is in a slog. When I imagine a slog I imagine someone walking through a swamp or the tundra. Progress is made, but it is slow and dispiriting. Nevertheless, the swamp has to be walked through to reach firm ground, even though it is going to take some time to reach the destination. Through the years, the strengths of the United States have been in innovation, energy, education, and entrepreneurship. Those strength will rise again, but not tomorrow in terms of economic activity. Patience,

fortitude, and discipline are required to persevere through this period and avoid running into the trap of impatience that may produce actions that are counterproductive. The one thing that would surely be counterproductive would be to feel that the situation can be improved, that the economy can be sped up, by more inflation. I think that lesson has been learned in the past, and it should be drilled into our central banking mentality. It had better not be forgotten or all the constructive work that remains to be done will be jeopardized.

## A DISCUSSION BETWEEN PAUL A. VOLCKER AND IL SAKONG

---

Chairman  
SaKong

It is indeed a great privilege to have the opportunity to share the podium with Chairman Volcker to talk about the current status of the global economy. In fact, Chairman Volcker was here in May 1996 and he gave a speech at this very same venue. Since then, we tried to invite Chairman Volcker many times, but a suitable time could not be found. So it is a very rare and valuable opportunity to have him here this morning. Of course, he covered a wide range of issues in which our audience is very much interested. But given the time restraint I would like to move directly into the discussion.

The global attention today is on Mr. Bernanke's move, the so-called QE2. The question I would like to pose to Chairman Volcker is about the purpose and implications of this action for the rest of the world. And finally, if he were still Chairman of the Federal Reserve, would he have undertaken the same action.

Chairman  
Volcker

Dr. SaKong has asked a series of questions I always refuse to answer. It is common courtesy for me not to answer such questions as the people that make decisions on U.S. monetary policy do not need me to second guess those decisions. But let me say a few words. This language of QE2 is after my day and I do not quite understand it. But there is one peculiarity for someone who has been around as long as I have. When I was in the Federal Reserve in the 1950s the Fed routinely bought government bonds. It was not done in huge volume, but it was considered a part of the normal conduct of monetary policy. Occasionally there was intervention, presumably to affect interest rates. Translating that to the present, the volumes are hugely different but fundamentally, as I understand it, the object of this action is to try to influence long-term interest rates, which was also true 50 years ago. Of course, these markets are now much bigger, and it is taking place in the midst of dysfunctional financial markets. It has all kinds of drama and analysis attached to it. But at its simplest, it is an effort to keep long-term interest rates a little lower, keep mortgage rates a little lower, and help stimulate the economy. With interest rates so low to start, I think the potential for making a very dramatic impact on the economy is small. Therefore, the potential in having a strong effect on economic activity is limited.

I suggested earlier that the chances of having a stronger fiscal expansionary policy is also very limited. The authorities have obviously come to the conclusion that however limited it may be, an effort needs to be made to ensure that the economy continues to have some forward momentum, particularly in the mortgage market. All of that seems straightforward, but I do understand that it raises concerns about potential inflationary pressure. I understand that, and I believe the authorities understand it because I do not think a little prosperity

can be bought with a little inflation. It has to be recognized that as the economy gets stronger, inflation is a legitimate concern of everyone that deals in the dollar, which is the entire world economy. Running the world's reserve economy is a great privilege in some respects, and a great burden in others. The United States has to make sure that there are no legitimate grounds to doubt its ability and willingness to keep domestic prices in the United States stable.

Chairman  
SaKong

If the United States was an ordinary nation, and the U.S. dollar was an ordinary currency, I do not think the outside world would react as strongly. But the U.S. dollar is a key reserve currency.

Chairman  
Volcker

Right, the dollar is a kind of world currency. To summarize an important motto of Woodley, if there is going to be a globalized economic world, and a globalized financial world in particular—and it is almost certain that it will continue for technological reasons—I think it must be assumed that a globalized economy wants, whether they understand it or not, a common currency. A common currency is important in facilitating trade and finance, in taking risks out of business, and all the rest. There is no formalized common currency. There is no world central bank. But for reasons historic and otherwise the dollar fills that role. Not because it is advertised or because it is particularly wanted, but because it is convenient. It is so convenient that it sustains itself.

Chairman  
SaKong

Right. The dollar became the de facto common currency. For that reason, should QE2 have an impact on the U.S. economy, considering the current household balance sheets and the U.S. financial system, the adjustment should be made externally. Of course, that means it will affect the rest



of the world, and is the reason why many nations are reacting so strongly.

Chairman  
Volcker

It does affect the rest of the world, but the question is how much it should affect the rest of the world. As I suggested, I am not sure it is going to affect the U.S. economy all that much, and I am not sure that there is any substantive reason for affecting the world economy all that much except through expectations. Now, if this is interpreted as a gushing out of more and more dollars over a period of time and leading to the threat of inflation, then I understand why people are concerned and upset. That is why the United States needs to be very careful in making sure that this interpretation is not justified.

Chairman  
SaKong

I fully agree. This issue involves very, very complicated theoretical and empirical questions. But the market reacts very strongly, and the channel of impact will be through capital flows. So for the people worried about capital volatility, small open economies in particular, that is the concern because if too much liquidity is pumped into the system it will spillover.

Chairman  
Volcker

We do not want to create more bubbles.

Chairman  
SaKong

In fact, Chairman Bernanke was at the recent meeting of finance ministers and central bank governors in Gyeong-ju. He said that he would be very careful about this kind of action and the impact on the rest of the world. I suppose he gave enough consideration in that regard, but it is still a big concern here. As you know, I am the Chairman of the Organizing

Committee for the forthcoming G-20 Seoul Summit. G-20 countries have what is called the Mutual Assessment Process. If all of these policy issues are brought into this process, there can be some internationally coordinated and concerted effort. Throughout Chairman Volcker's career he has advocated international solutions to monetary and exchange rate issues, particularly in this very integrated world. That point should be emphasized. We would like to bring this into the G-20 context to find a reasonable solution.

Chairman  
Volcker

An international assessment process sounds good, but it is difficult to do. What is also very difficult is moving from an international assessment process to an international doing process.

Chairman  
SaKong

That is right. Fortunately, at this time we already have policy templates covering the next 3 to 5 years from 20 countries. The IMF also worked on this, and it came up with policy recommendations at Toronto. Now the G-20 has ownership. I think this is a step in the right direction, rather than individual countries reacting unilaterally. But that leads me to a related question. I often recall Chairman Volcker saying, just after the Asian Financial Crisis, that in the ocean of capital, ocean liners like the United States may not be affected by small ripples, but the South Pacific canoes can be greatly affected. So he advocated taking action to stem capital market volatility. Chairman Volcker, do you still see the necessity of having some mechanism by which capital volatility can be reduced?

Chairman  
Volcker

I think this crisis has culminated a long period of disequilibrium. The previous view that existed—that markets would stabilize when left to themselves—is

largely gone and I think that is a good thing. The difficult thing is, if more intervention is needed in markets, if more orderly international monetary system is needed, if a system that is less prone to crisis and large fluctuations is needed, how do we get there? That is a very difficult question that becomes more difficult over time. Dr. SaKong mentioned the ocean liner in a turbulent sea. Clearly, the ship is better off than the canoe. When I was more active, the biggest ocean liner was the United States. There was a small convoy of smaller ships around the larger one, but now there are a number of large ones, and that makes cooperation more difficult. That is why we now have a G-20 instead of a G-5 or G-7. Everyone says more people have to be involved, which is certainly correct, but on the other hand that reduces the chances of getting a good agreement. That is a big challenge for world governance.

Chairman  
SaKong

That is certainly a daunting challenge for the G-20, but so far the G-20 has been delivering in my view. The question is if the G-20 will continue to deliver in the post-crisis period. The Korean government is working hard to show the world that the G-20 still works, even after the crisis.

Chairman  
Volcker

I would like to go back to the easiest part of this that has not been discussed. There was a break down in the financial system, and there is a feeling that general reform is needed. However, there is also a lot of resistance to reform. At the end of the day, after this great financial crisis, the question remains if the world will end up with reasonably consistent regulations and supervision or significant differences in regulations. In my opinion, the more large differences there are, the weaker the system will be. It will make it difficult for some nations to maintain a high degree of discipline. This is a nice, concrete challenge, and it is being

played out in Basel. Everyone says higher capital standards for banks and better liquidity standards are needed. But look at how long it has taken to try to get uniformity at Basel. Many of the more difficult decisions have been put off for years. I think progress has been made, but it has been very difficult on what should be the easiest of all the international regulations. What will be done about the so-called issue of too big to fail, which preoccupies people in the United States and Europe? Will large financial institutions that get into trouble continue to be assisted with their creditors being rescued? In some cases the equity holders and management are being rescued. Of course, everyone wants to move away from that, but can it be done?

There needs to be some degree of consistency among nations, and while I think there is some progress being made, it is inconsistent progress. I do not know the position of Korea on this, but the U.S. financial markets have become enormously developed, and maybe overdeveloped. A huge amount of resources are poured into financial markets. The pay is out of sight in terms of what anyone thought was reasonable a few decades ago. At one point, profits in financial markets in the United States were 40% of all profits in the entire nation, and those profits were measured after bonuses and benefits to employees. On the face of it, that industry, accounting for 40% of all profits in the country, suggests that something is wrong. In fact, something was wrong and it collapsed, bringing down the real economy in the process. Now, will the financial markets be rebuilt in such a way that redirects them back to doing their duty, so to speak, of allocating capital efficiently? Or, will they remain what really amounts to a casino? There are two great instruments, two recent inventions, in capital markets that did not exist 15 years ago. One, credit default swaps. They were invented for a seemingly limited purpose—to provide protection for what were basically corporate credits. In 2007,

there were \$60 trillion of credit default swaps outstanding against \$10 trillion dollars of credits. How can there be insurance for 6 times the volume of what is being insured against? It is just an indication that it had become a kind of speculative vehicle. 20 years ago, owning a mortgage in the United States was 20% down, and someone from the bank went around to check up on the borrowers. That was forgotten about. Before the recent crisis, mortgages were made with literally nothing down, with no inspection. It created a nice bubble in the housing market, with rapidly rising prices, and then it collapsed. There has to be some understanding in dealing with that kind of excess.

Chairman  
SaKong

Chairman Volcker, in your earlier remarks you mentioned the so-called 'Volcker Rule' which is related to the Dodd-Frank bill. You said you are reasonably satisfied with that.

Chairman  
Volcker

Let me make a little plea since I am here and I have a nice audience. My point was specifically that commercial banks should be prohibited from proprietary speculative trading, either directly or in the form of hedge funds or equity funds. The philosophy behind this is that commercial banks, in my view, perform an absolutely essential function in the economy. They run the payment system, are the principle supplier of credit to small and medium sized business and consumers, and they provide a back up to even large credits. The whole commercial paper market in the United States is supported by commercial bank guarantees. Countries have protected commercial banks for decades, really for centuries. They have access to the Federal Reserve when they have a liquidity problem, to deposit insurance—in a crisis deposit insurance is automatically increased—and they are heavily regulated. That is fine because they are important and I think that should, and will, continue.

But we should not induce or permit those institutions to engage in essentially speculative activity which does not involve a customer relationship. The SEC rules have made a distinction. If there is a customer relationship, if a bank is an underwriter, or is trading for its customers, it has a responsibility to that customer of a fiduciary nature. It should not have a conflict, and the customer should be fully aware of the nature of the transaction. Just trading in the market, there is no customer, but there is a counterparty instead. The counterparty is anonymous, and therefore there is no fiduciary responsibility. Commercial banks are built around serving the needs of customers, and speculative trading does not serve customers directly. It serves the need of those speculating. That is an entirely different cultural affair than traditional commercial banking. Mixing the two is a serious problem. I would say let the speculative activities proceed, but not under the protection of the government. Tax payer money should not be put behind institutions that are involved in speculation. So, let's draw a line. In the United States there are only a handful of commercial banks, very large commercial banks, that engage in this kind of activity. Most banks are not affected by these restrictions, but some banks are. Traditionally, I do not think this has been enforced.

Chairman  
SaKong

Chairman Volcker is often quoted in the press in believing that the greatest innovation and invention introduced in the financial community is the introduction of the ATM.

Chairman  
Volcker

I would like to offer a reward to the first Ph.D. dissertation that can prove to me that the tremendous growth and development of these financial markets have had a favorable effect on the productivity and growth of the economy. Productivity was no greater in the last ten years than it was

earlier. The same is true for growth.

Chairman  
SaKong

I think the quote is exaggerated, but I think it says that financial engineering's impact is limited. For now, let's stop here. We have quite a distinguished audience today, and the Q&A session is likely to be excellent. Let's begin to entertain questions from the floor.

## Q &A

---

**Q** What will be the effect of the November 2<sup>nd</sup> U.S. mid-term elections on domestic financial regulation? Will it affect the legislation which has already been passed?

**A** There was an election in the United States, and it was obviously an anti-administration vote. I think that it reflected a lot of frustration, even though the administration stopped the recession and threat of depression. No one is happy with the speed of the recovery and unemployment remaining near 10%, without any clear prospect for its decline. What is the effect going to be on financial regulation? I really do not think there will be much effect. There is one school of thought that harks back to the basic philosophy of some years ago. That is, the less regulation the better. I do not think that is a sustainable view, politically or otherwise, and it will not be the main line of the Republicans in Congress. They may want to change some specifics,

but I do not think they will change the general thrust of the law that has been passed or the work that is being done on Basel. That is where you get international consistency.

I hope there continues to be strong recognition of the importance of international consistency. There was kind of an odd debate about a particular provision, a very important provision, at the time the law was passed. The Democratic majority said this provision would deal effectively with the too big to fail problem. Just to explain a bit, a resolution was enacted which would provide authority to the government to take over a large failing institution and meet its immediate obligations so that the market is not totally disrupted. But ultimately, the legislation demanded that once the government takes over the institution that institution must be liquidated. The stockholders will lose, the management will lose, and creditors will be placed at risk. The legislation says there is no alternative. There is a lot of skepticism about whether or not that works, and somehow the opposition took a view that I believe is not tenable. The opposition stated that by addressing this problem in law and providing any opportunity to deal with even tomorrow's obligations of troubled institutions, this is essentially equivalent to saying there can be government intervention to save institutions. It seems that they are misreading the legislation or willfully lack the confidence in the ability to administer the legislation. I understand the latter, but it will not be helped by not having the legislation. The legislation did not exist before and these institutions were rescued. The whole purpose of the legislation is to reduce that possibility. This is not only true in the United States, but there is kind of an intellectual consensus that something like this should be done in Europe. These really big institutions are international, and there needs to be consistent treatment when they fail, whether it is a European institution operating



in the United States, or vice-versa, this is one area where consistency is needed. I do not think that will change, even though it has been the principal area of controversy in the legislation. Basically, there may be changes in some details, and there should be changes in some details that are kind of explanatory, but the basic thrust of the legislation will not be changed.

**Q** What will be the impact of the recent U.S. legislation on the Federal Reserve?

**A** One of the peculiarities of this whole thing is that the Federal Reserve has been heavily criticized, both because of its monetary policy—rightly or wrongly—being blamed for keeping interest rates too low for too long and contributing to the housing bubble, and at the same time their regulatory authority was not used to deal with the bubble or other weaknesses in the financial system. The Fed received a lot of criticism, from people in Congress in particular, and people in the public that said the authority of the Fed should be reduced. Instead, it was suggested that an independent regulatory agency, as in Korea, where one agency does all the supervision be established. The Fed came out of this legislative process with more authority rather than less. In one way, I think that is appropriate because I have always thought that the Fed, as the central bank, was in a better position to conduct banking regulation than other agencies. The regulatory authority could complement monetary policy, and vice-versa. That was particularly true, and should have been true, before the crisis and is true after the crisis. So that is what has been left, with the Fed as the strongest regulator, but that does have some dangers over the long run. The more authority a central bank has the more subject they will be to political pressures. So we will see how that

works out, but right now the Fed is in a stronger position legally than they were previously. That does not mean they will not be controversial, but they have dodged a bullet so to speak. I hope they can effectively discharge that responsibility.

**Q** What are the implications for the second round of quantitative easing undertaken by the Fed for the U.S. economy and the world economy as a whole?

**A** First of all, the action of the Fed is directed toward the American economy which is their responsibility when facing slow growth. They are trying to drive interest rates a little lower to encourage growth in the American economy, which I might say is not unimportant from the standpoint of the world economy. I do not think anyone wants to see the U.S. economy relapse into another recession. So I would think, to the extent that this act is important and necessary to support the American economy, it is very much in the interest of the world economy. As I indicated, I do not think it is going to have a dramatic effect on the U.S. economy. The Fed is looking for options to deal with a sluggish economy, and this is the limit of what they can do, and should not make a dramatic difference. I understand there is a lot of liquidity in the world, and particularly it goes to the economies that are performing better. In terms of rebalancing the world economy the responsibility is not all on one country. It is necessarily a complementary process.

If a certain large country is worried about excessive liquidity in the domestic market, and is worried about the possibility of bubbles domestically, it has some responsibility for its own actions that make its domestic economy unstable and potentially fragile. As far as

exchange rates are concerned, I do not want to see them protected, but I do not think exchange rates are the whole problem. Any country which fears it is getting an expansionary or inflationary process at home, and its own economy is getting unbalanced, might want to consider whether appreciation of the exchange rate is desirable or not. It is obviously a relevant consideration. I am sure it is being debated in China. But it is nothing that can be ignored, with all the responsibility placed on someone else. That is not the way the world is. The response has to be complementary actions by different nations. As I emphasized earlier, in my view, the primary responsibility of the Fed is to make sure the dollar is stable at home. I do not see any strong case generally for a weak dollar. The dollar is overvalued against the euro, but the euro has its own problems. The Japanese currency has its problems too, in the other direction. This is not a one way street, but there is a clear responsibility for the Federal Reserve, and they had better not forget it, to maintain the stability of the dollar in the United States. I do not think the recent action is inconsistent with that. It would be inconsistent if the Fed kept this policy up year after year and never pulled back. Obviously, that would be totally irresponsible. But then one is worried about what could happen in three or four year's time. I assume the Fed is strong enough and intelligent enough that they will not permit infinite increases in dollar liquidity when it does not fit economic circumstances.

**Q** Doesn't the Fed's QE2 create the possibility of bubbles in emerging markets?

**A** I think there are some risks of bubbles in emerging markets, and it is a concern. But emerging markets should not feel that they can live indefinitely on huge export surpluses.

**Q** Are targets for deficits and surpluses of current accounts suitable instruments for G-20 nations to begin rebalancing the global economy?

**A** I think it is a useful effort to try to bring international attention to the fact that this is a multilateral problem and not a problem for any one country. It is not only a problem of the United States and China. China says it cannot move because it is unsure of what the rest of Asia is going to do. If the rest of Asia does not move with them, their competitiveness will be hurt, employment will be hurt, and the vigor of trade will be hurt. In a sense, the United States says China should act, but China says the rest of Asia should act as well. This is true, but the basic point is that everyone needs to get together and decide what to do. It is not a simple bilateral problem. It is not a simple exchange rate problem. Why does the United States overconsume? Yes, the exchange rate was cheap vis-à-vis the RMB and that may have contributed, but that was a small factor. That is a matter of internal policy. Why is Chinese consumption so low? What is going on in Chinese society and economy that makes it so dependent on exports when that is clearly unsustainable? The rest of the world cannot absorb all of those exports without creating imbalance problems. China cannot live on a huge export surplus indefinitely, just as the United States cannot live with an external deficit. So the nations need to come together as neither side can solve the problem alone. And those two nations cannot solve the problem alone. Korea, Japan, and Vietnam also need to be involved.

**Q** The BOK is facing a dilemma between exchange rate stability and price stability. Which should be more emphasized in monetary policy? The former requires low interest rates and the latter requires hiking the interest rate. Now, with quantitative easing in the United States, emerging market

economies may face similar dilemmas. What would be your recommendation?

**A** Well, I am not going to comment on Korea's monetary policy. It is very simple for me to say and very difficult to do. It is an old, old problem that will never be completely solved. However, there needs to be some understanding that there is a common problem that will not be resolved by any one nation because every nation, in a globalized economy, is interdependent. If that is forgotten, nothing will work very well. The value of the dollar is also a concern in the United States. Sometimes there are comments that say the solution to the problems in the United States economy is a little more inflation. I do not understand that. A sure fire way to ruin the American economy is through a little more inflation.

**Q** China, as a rising economy, may want to see its currency become the international settlement currency. What conditions must be met for the RMB to reach that status? Also, do you predict that China's economy will overtake that of the United States by 2020?

**A** This is an interesting question about the evolution of the international monetary system. I think this is quite possibly one way that the world will go over the next few years. But if China is going to serve the role of being a central force in the Asian economy, it is going to have to open up its markets. People will not rely upon the RMB for international trade or holding their reserves if the financial markets are closed, and if the Chinese government appears to have a habit of acting capriciously in terms of the way it controls financial markets.

If China continues to grow at its present speed, it will approach

the U.S. economy in terms of economic weight. It has very close trading relations, increasingly so, with other nations in Asia. So, one evolutionary path, which I think is more likely than not, is that some kind of regional Asian currency arrangement will be arrived at, there will be increasing central bank cooperation, and something approaching a regional IMF. If China becomes more liberal, not just in regulations, but if its behavior in general is more open, that is one possible evolution. The euro would be the currency in Europe and Africa. The U.S. dollar would still be important, and there will still be problems between the different areas, but those problems might be manageable.

# Welcome Speech

*Richard F. Wacker*

Chairman, Korea Exchange Bank

Distinguished guests, ladies and gentlemen,

I am pleased to welcome you here to this morning's distinguished lecture with Chairman Paul Volcker.

I would also like to express my appreciation to the Institute for Global Economics and the Korea Investment Corporation for organizing and supporting today's forum. We are very fortunate that Chairman Volcker has accepted our request to travel so far and shared his thoughts with us this morning. It is really a great opportunity.

As you know, the theme of today's forum is "Rebalancing the Global Economy," and as you are all well aware, the global economy is still wobbling following the recent financial crisis. Government policymakers and business leaders around the world are still struggling with a host of challenges, uncertainties, and decisions that will be with us for many years to come. It is a time that requires wise, informed, and thoughtful leadership, so it is natural that Chairman Volcker has once again come into the spotlight as one of the leaders who will help meet those challenges.

Chairman Volcker's reputation was widely established when he, as

chairman of the U.S. Federal Reserve in the 1980s, displayed the courage and conviction to slay the inflationary dragon that was ravaging the U.S. and global economy at that time. But there are many other examples where, because of his principled and strong leadership, he was asked to take on issues that few could, or would, take on. Whether it was the Holocaust victims' settlement, the U.N. oil-for-food inquiry, or the Arthur Anderson-Enron accounting scandal, in each case, Mr. Volcker brought about resolutions and changes that have shaped our world for the better. So it was no surprise that President Obama called upon him to be the chairman of the President's Economic Recovery Board in the middle of the recent crisis. And once again, he has largely shaped the long-term direction of U.S. financial policy and bank reform legislation, including the now-famous Volcker Rule. A former U.S. senator, Bill Bradley, once described Mr. Volcker as the voice of calm in times of financial crisis, and above all, he has been candid in a world where candor often takes second place to public relations and spin. So today, I think, as we run up to the Seoul G-20 Summit, it could not be a more fortunate and opportune time for us to hear the insights of Chairman Volcker. I thank you all for coming to learn and exchange your ideas to rebalance the global economy. Thank you.



# Introduction of Paul A. Volcker

*Young-wook Chin*  
President & CEO  
Korea Investment Corporation

Good morning, ladies and gentlemen, and distinguished guests,

As a co-sponsor of this meaningful event, I am honored to introduce our speaker, Mr. Paul Volcker, Chairman of President Obama's Economic Recovery Advisory Board.

In the course of his career, Mr. Volcker worked in the U.S. federal government for almost 30 years. From 1979 to 1987, he served two terms as Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System, first appointed by President Carter and re-appointed by President Reagan. He is credited with playing a leading role in ending a period of high inflation and restoring a base for sustained growth. Before becoming the Chairman of the Fed, Mr. Volcker spent four years as President of the Federal Reserve Bank of New York. He was also previously Undersecretary of the Treasury for Monetary Affairs from 1969 to 1974.

Upon leaving Washington in 1987, he became Chairman of Wolfensohn & Co., a company concentrating on the provision of investment banking services to a limited number of large domestic

and international organizations. He retired as Chairman and CEO of Wolfensohn when it merged with Bankers Trust Company.

In November 2008, President Elect Obama appointed Mr. Volcker as the chair of the President's Economic Recovery Advisory Board.

Educated at Princeton, Harvard, and the London School of Economics, Mr. Volcker is a recipient of honorary doctorates from each of his alma maters, as well as a number of other American and foreign universities.

Ladies and gentlemen, please join me in welcoming Mr. Volcker.

# 번역문

# 세계경제의 재균형

*Paul A. Volcker*

미국 대통령 경제회복지문위원회 의장

한동안 방문하지 못했던 한국에 다시 오게 되어 기쁘다. 내가 한국을 처음 방문한 것은 1966년이었고, 얼마 동안은 매 10년마다 방문을 했다. 나이가 들다 보니까 한국에서 일어나고 있는 일들을 따라잡기가 힘들지만, OECD 가입으로 상징될 수 있는 한국의 업적에 대하여 축하를 드려야만 할 것 같다. 오늘날 세계는 선진국과 신흥국으로 구분되고 있으며 많은 사람들은 한국을 여전히 신흥세계의 구성원으로 보지만, 내 견해로는 한국은 분명히 선진세계의 일원이 되었다. 미안한 얘기지만 한국은 오히려 대부분의 선진국들보다 더 잘 나가고 있다.

내가 보기에 우리는 거꾸로 된 세상에 살고 있다. 아시아 금융위기가 일어난 지는 오래되지 않았고 한국은 당시에 심각한 타격을 받았다. 15년도 지나지 않은 지금, 한국은 세계경제에서 강력한 성장 중심점들 중의 하나가 되었으며, 전세계에서 가장 눈부시게 발전하는 동아시아지역 번영의 귀감이 되고 있다. 그러는 동안 선진세계는 불황과 만족스럽지 못한 경기회복의 어려움에 봉착해있다. 활력이 넘치는 동아시아와 선진세계는 팔목할 만한 대조를 보여주고 있다.

몇 달 전에 오늘 강연의 주제를 “세계경제의 재균형”으로 하자고 제안하였는데, 상당히 시의적절한 것 같다. 서울정상회의에서 G20이 논의하는 것이 바로 그 주제이고 오늘날 세계는 불균형상태에 놓여있기 때문이다. 세계경제는 현재 번영을 유지하기에는 더 이상 지속되어서는 안될

정도의 불균형상태에 빠져있다. 여러분 모두가 21세기의 일반화된 스토리를 잘 알고 계실 것이다. 미국은 과잉소비, 과소저축, 과잉부채, 과소투자로 특징지어지며 이와 대조적으로 중국은—중국만은 아니지만—과소소비, 과잉저축, 과도한 수출의존도, 과잉투자 상황에 있다. 미국 달러화는 이 스토리에서 중요한 역할을 담당하고 있다. 나는 다른 나라들이 미국 달러를 조 단위로 보유하고 있다는 문제에 대해서 얘기하게 될 줄은 상상도 못했다. 일본 엔화에 관하여 조 단위로 얘기하는 것은 늘상 들어왔지만 달러에 대하여 조 단위로 얘기하는 것은 들어보지 못했다. 이것은 결코 건강한 경제의 증상은 아니며, 고쳐져야 할 문제점과 위험을 가진 경제의 증상이다.

이미 미국의 스토리는 잘 알려져 있다. 미국의 과소비는 아시아와 중동에서 흘러 들어오는 자금에 의해서 초래된 최저수준의 이자율, 그리고 서브프라임모기지로 인한 미국 부동산시장의 투기에 의해서 쉽사리 부추겨져 왔다. 미국의 주택모기지는 차입자들의 자기부담률이 매우 낮았으며, 은행은 차입자들의 기본적인 신용도를 제대로 심사를 하지 않는 문제를 가지고 있었다. 물론 그것은 지속가능한 일이 아니었다. 당시에든 매년 GDP의 4~5%를 해외로부터 계속 차입하는 것은 곧 문제에 봉착하리라는 얘기들이 있었다. 동시에 세계경제는 잘 맞물려 돌아가지 않았고, 이것이 오히려 관련 당사국들에게 편리한 측면도 있었다. 미국은 소비하기를 좋아한 반면, 아시아국가들은 저축하기를 좋아했으며, 이러한 현상은 내가 자주 인용하는 하나의 숫자로 요약될 수 있는데, 미국의 소비는 GDP의 70%를 차지하는 반면, 중국의 소비는 GDP의 35%에 불과하다. 70%가 과도하다고 말하기는 쉽고, 장기적으로 35%는 아시아의 균형 있는 성장을 위해 너무 낮다는 것도 맞는 얘기지만, 문제는 그것을 어떻게 시정해나갈 것이냐 하는 것이다.

시간이 지나면서 경제권들 간에 조정이 이루어진 경험이 많기는 해도, 현명하고 상호보완적인 경제정책으로 귀결된 사례는 별로 없다. 불균형의

시정은 대개 불균형이 심각해지고 신용공급이 너무 커지고, 불확실성이 너무 커져서 금융시장에서 현실적으로 위기가 발생됨으로써 촉발된다. 분명히 미국에서 엄청난 위기가 발생하였지만, 그것은 미국에만 국한되지는 않는다. 이러한 점들을 염두에 두고 세계경제가 어디에 와 있는가를 살펴보자.

내 생각에 위기는 치료의 효과(therapeutic value)도 있다. 위기는 올바른 방향으로의 변화를 강요하지만 대단히 불편한 과정이기도 하다. 미국의 가계는 자신의 미래를 지키기 위해서는 조금 더 많이 어찌면 더 많이 저축해야만 한다는 것을 배웠다. 흥미로운 것은 미국의 기업들, 특히 대규모 국제적 기업들은 이번 위기간 중 비교적 잘 버텼다는 점이다. 반면에 금융계는 형편없이 망가졌다. 금융은 부분적으로만 회복되었고 아직도 위험한 지점에 있으며, 내 견해로는 아직도 많은 정비가 필요한 부문이다. 전체적으로 묶어서 보면, 경제의 기저에 깔린 불균형과 대규모 금융위기의 결합은 견고하지 못하고 완만하면서도 힘겨운 회복을 초래하고 있다. 대개 미국의 불황기에는 재고가 감소했다가 증가하고, 기업투자가 감소했다가 회복하고, 이자율이 고율에서 떨어지고, 이러한 것들이 어우러져 급격한 회복세를 보였다. 1980년대 중반의 불황은 근래에 가장 골이 깊은 것이었는데, 깊은 침체 후 경제가 연율기준 5~6%로 몇 분기 동안 회복세를 보였었다. 그와 같은 성과가 이번 위기에 도 반복되리라는 기대는 아예 접고 있다. 경제기저에 불균형이 깔리고 거기에 대규모 금융위기가 발생한 경우에는 회복이 더딜 것이라는 증거가 많이 있다. 지금 그러한 현상이 일어나고 있다. 대부분의 경제성장전망이 1.5~2.5%에 머물러 있다. 그 정도로는 실업률을 떨어뜨리기에 충분하지 않다. 이러한 상황에 대해 미국 국민의 불만이 많으며, 그것은 미국 의회의 최근 중간선거의 결과로 나타났다.

이러한 상황하에서 단기간에—여기서 내가 말하는 단기간은 수년간—

높은 성장률의 회복을 할 수 있을 것이라는 희망적 얘기는 드릴 수는 없을 것 같다. 모든 분들이 최근 미국 연준이 취한 조치(2010년 10월 하순에 연준이 발표한 6천억 달러에 달하는 제2차 양적완화조치를 뜻하며 QE2로 표시됨)에 대하여 알고 있을 것이다. 나는 평소에 통화정책에 대하여 말하지 않지만 오늘은 연준에 다가가 보겠다. 최근 연준이 취한 소위 2단계 양적완화는 경제성장을 가속화시키려는 조치임에는 분명하지만, 내가 언급한 완만하고 힘겨운 회복의 기본구도를 바꿀 수 있는 정책으로는 보이지 않는다. 금융시장을 보다 효율화하는 것이 필요하다고 보여지지만, 기본적인 그림을 바꿀 수는 없을 것으로 생각한다.

최근 경제위기를 통해서 드러난 국제금융체제의 문제들 때문에 환율에 대한 논의가 활발하다. 불행하게도 사람들은 지난 세기말에서 금세기 초까지 금융시장과 국제통화문제에 대하여 비교적 편안하게 느껴온 것 같다. 자유시장이 스스로 문제를 해결할 것이며, 극단적인 투기는 없을 것이라는 안이한 이론(comforting theory)이 지배해 온 것이다. 분명히 시장에는 오르고 내리는 요동이 있지만 그러한 위험들은 적절히 분산되어서 경제 전체에 손상을 주지는 않을 것이라는 이론이다. 이러한 안이한 이론은 학계에 만연되었고, 우려스럽게도 규제당국에도 퍼졌으며, 엄청난 돈을 버는 금융시장의 참여자들에게도 만연되었다. 그것은 실로 안이한 이론(a comforting theory)이었다. 그러나 나는 금융시장이 어느 정도의 정부의 간섭과 통제 그리고 규제 없이는 스스로 안정을 유지하고 생산적인 투자에 저축을 질서 있게 배분하는 패턴을 유지할 수 없음을 이번 위기가 보여준 것이라고 생각한다. 그래서 정부정책은 예전의 방향으로 되돌아가는 과정에 있으며, 합리적으로 잘 되리라고 기대도 하고 믿고 있다. 미국은 최근의 입법 등을 통하여 이러한 노력을 어느 정도 선도하고 있다. 비록 내가 새로운 법들의 모든 내용을 좋아하는 것도 아니고 다르게 만들 수도 있다고 보지만, 전체적으로 그러한 입법의 기본 취지가 중요하고 유용하다고

보며 금융제도를 건설적인 방향으로 이끄는 데 도움이 되리라고 본다. 나는 유럽이나 다른 나라들도 비슷한 모습으로 뒤따라오기를 희망하지만 아직은 갈 길이 먼 것 같다.

최근 미국 정책당국이 취한 조치의 배경에 대해서 말씀 드리면, 정부의 지출 확대에 반대하는 정치적인 반발이 있어왔다는 것이다. 내 생각으로는 아무리 바람직하다 하더라도 대규모의 2차 부양책은 정치적으로 사실상 불가능하였으며, 2차 경기부양 자체가 필요한가에 대한 논란도 있다. 그래서 통화당국은 더 부담을 떠안아야만 했고, 이러한 상황이 이번 연준이 취한 조치를 설명하는데 도움이 될 것이다. 내가 또 하나 지적하고 싶은 것은 금융시장이 어떤 증권, 특히 기업증권 부문에서는 꽤 잘 작동을 하지만, 미국 자본시장의 가장 큰 덩어리인 주거용 모기지 시장은 정상적으로 작동하지 않는다는 점이다. 그래서 연방정부는 Fannie Mae와 Freddie Mac 그리고 정부의 보증기관인 연방 주택청(Federal Housing Administration)을 접수하였다. 이 세 기관이 미국 주택 모기지의 90% 이상을 창출하고 금융을 공급한다. 그것은 세계 최대의 금융시장이 가져야 할 정상적인 모습은 결코 아니다. 통화당국의 지속적인 수혈을 필요로 하고 있으며, 통화당국이 모기지를 사는 금융중개기관의 역할을 하고 있는 기현상을 보이고 있다.

지금까지 비교적 느리고 지지부진한 성장에 대하여 말씀 드렸지만, 이제는 통화정책의 인플레이 초래가능성에 대비한 작업들이 이루어져야 할 때이다. 현재 인플레이가 거의 없기 때문에 오늘 걱정을 하지 않지만, 장래를 보면 경제회복에 따른 통화 창출과 엄청난 재정적자의 결합을 생각할 때 걱정스러운 상황이다. 한가지 꼭 해야 할 건설적 대안은, 합리적인 기간 내에 미국 연방예산이 균형을 회복할 수 있도록 강제하는 재정계획을 수립하여야 한다는 것이다. 그래야 연방재정 적자가 계속 늘어나지 않을 것이다. 정계에서는 지출을 삭감하는 문제에 대해서 논의하기도 하는데, 그리 현실성이 있어 보이지는 않는다. 그래도 지출에 대한 억제는 분명히



필요하다. 지출을 어느 수준까지 억제할 수 있을지는 모르지만 미국의 조세제도는 심각히 재고되어야 할 것으로 보여진다. 정상시의 상황하에서도 문제점은 많다. 법인세는 세계에서 가장 높는데, 그것은 장기적으로 재정적 측면이나 경쟁적 여건에 비추어 볼 때 지속가능한 것은 못 된다. 시정이 되어야 하는 것은 법인세만이 아니다. 투자를 촉진하는 조세제도, 그리고 소비와 주택수요를 억제하는 조세제도가 검토되어야 한다. 그것은 실로 엄청난 변화가 될 것이다.

이러한 변화들이 미국 내에서 이루어져야 하겠지만 미국 이외의 세계에서도 보완적인 변화가 있어야 한다. 불변의 셈법(inexorable arithmetic)이 종종 망각되고 있다. 미국의 적자, 특히 대외적자가 축소되려면 다른 국가들의 흑자도 축소되어야 한다. 국제체제에 균형이 존재해야 한다. 균형을 이룩해야 한다는 것은 누구나 잘 알고 있으며 균형을 달성하기 위한 구체적 행동이 결여되고 있다는 것도 잘 알려져 있다. 나는 G20 서울정상회의에서 이 문제가 주요 토의 과제가 될 것으로 확신한다. 물론 재균형 달성의 필요성에 대한 성명들(statements)이 있을 것이다. 한 국가의 적자가 지나치게 커질 경우 경상수지가 균형 쪽으로 움직여가도록 의무화하는데 국제적인 합의가 있어야 할 것이다. 과제는 지적인 이해나 말을 넘어서 행동으로 옮기는 일이다. 선전을 위한 언사와 진정한 언사는 차이가 있다. 나는 정상들이 자리를 함께 하면 그 구분이 도전을 받게 될 것이라고 기대한다. 정상들이 진정성을 가지고 얘기를 할 수 있을까? 균형을 달성하는 방법을 확실히 가지고 정상회의장을 떠날 수 있을까? 환율조정이 필요한 분야이긴 하지만 환율조정만을 강조해서는 안 된다. 다른 분야에서도 행동이 필요하다. 미국은 저축과 투자를 늘려야 하며, 다른 국가들은 소비와 자국민에 대한 보조 및 사회보장을 증가시켜야 한다. 장기적으로 양측이 함께 가야 한다. 환율이 얼마만큼 변해야 하는가는 시장에서 결정될 것이며, 환율 변동이 요구될 때 이를 제한해서는 안 될 것이다.

나의 마지막 메시지는 미국이 매우 어려운 상황(in a slog)에 빠져있다는 것이다. 나는 미국이 늪이나 동토지대(tundra)를 허우적거리며 걸어가는 모습을 상상한다. 앞으로 나아가기는 하지만 매우 느리고 힘이 빠져있다. 그렇지만 굳은 땅에 도달하려면 비록 목적지까지 시간이 걸릴지라도 반드시 늪을 헤쳐 걸어나가야 한다. 전통적으로 미국의 강점은 기술혁신, 에너지, 교육과 기업가 정신이었다. 경제활동 측면에서 바로 내일은 아니지만 그러한 강점이 다시 살아날 것이다. 어려운 시기를 끈기 있게 헤쳐나가고 비생산적인 행동을 유발할 수 있는 조급증의 함정에 빠지지 않으려면, 인내, 강인함, 규율이 요구된다. 확실하게 비생산적(counterproductive)인 것은 인플레이에 의해서 상황이 개선되거나 빠른 경제회복이 가능하다고 착각하게 되는 것이다. 그것은 과거의 경험에서 배운 교훈이며, 미국 중앙은행의 골수에 박혀야 한다. 결코 망각해서는 안될 것이며 그렇지 않으면 앞으로 남은 모든 생산적인 작업이 위태로워질 것이다.

## 대담 : 폴 볼커 의장과 사공 일 위원장

### 사공 일 위원장

Volcker 의장과 같은 단상에서 세계경제의 현황에 대하여 대화할 수 있는 기회를 갖게 되어 영광으로 생각한다.

Volcker 의장은 1996년 5월 바로 이 자리에서 연설한 바 있다. 그 후에도 우리는 Volcker 의장을 여러 차례 초청하려고 했지만, 적절한 시간을 맞출 수가 없었다. 오늘 아침 이 자리에 모시게 된 것은 매우 드물고 소중한 기회이다. 두말할 나위도 없이, 의장님은 청중들의 높은 관심을 불러일으킨 광범위한 주제들에 대해 말씀해 주셨다. 시간 제약상 직접 토론에 들어가도록 하겠다.

Bernanke 의장의 소위 QE2(제2차 양적완화)가 오늘날 전세계의 주목을

받고 있다. Volcker 의장께 미 연준의 금변 조치의 목적과 다른 나라에 미치는 영향에 대하여 질문하고자 한다. 그리고 끝으로 Volcker 의장이 연준에 그대로 계셨더라면 동일한 조치를 취하셨겠는지를 묻고 싶다.

#### Volcker 의장

사공 박사께서 내가 늘 답변을 거부해오던 어려운 질문들을 던지셨다. 내가 그런 질문에 대답하지 않는 것이 통상의 예이라고 생각한다. 왜냐하면 미국의 통화정책 결정자들은 그러한 결정들에 대해 의심(second guessing)하는 나를 필요로 하지 않기 때문이다. 그러나 몇 말씀을 드리겠다. 양적완화(QE)라는 말은 내가 연준에 있을 때는 없었으며, 따라서 내가 잘 이해를 못한다. 나처럼 그 분야에 오래 있었던 사람에게는 좀 특이하다고 생각된다. 내가 1950년대 연준에 있을 때도 국채를 일상적으로 매입하였다. 대규모로 이루어진 것은 아니었으며, 통상의 통화정책 수행의 일환으로 간주되었다. 때때로 이자율에 영향을 미칠 목적으로 개입을 하기도 했다. 지금의 상황에 대입해보면 그 규모는 엄청나게 다르지만 기본적으로 내가 이해하기로는 그 목적이 장기금리에 영향을 주기 위한 것이고 50년 전에도 그러한 목적이었다. 물론 지금은 시장 규모가 훨씬 커졌고 금융시장이 제대로 작동하지 못하는 여건하에서 이루어지고 있다. 통화정책에는 온갖 얘기와 분석이 따라다닌다. 그러나 단순화시켜보면 결국 장기금리를 조금 더 낮게, 모기지금리를 좀 더 낮게 유지시켜 경제부양을 지원하자는 조치이다. 하지만 이자율이 지금처럼 낮은 상황하에서는 경제에 매우 충격적인 효과를 만들어낼 가능성은 적다고 생각한다. 따라서 경제활동에 강력한 효과를 가져올 가능성은 제한적이다.

앞서 강력한 재정확대정책을 수행할 가능성도 매우 제한적이라고 말씀 드렸다. 정책당국으로서는 아무리 한계가 있다고 할지라도 경제가, 특히 모기지시장이 앞으로 굴러가도록 하는 노력이 필요하다고 결론을 내린 것이다. 모든 것이 단순해 보이지만, 인플레이를 가져올 가능성에 대한

우려도 높아진다고 본다. 나는 약간의 인플레이로 약간의 경제적 번영을 살 수 있다고는 생각하지 않으며, 정책당국도 이 점을 이해하고 있을 줄 믿는다. 경제가 회복됨에 따라 인플레이는 달러를 사용하는 사람들에게, 즉 세계경제전체에는 당연한 걱정거리가 될 것임을 인식해야 할 것이다. 세계적 기축통화를 가진 경제를 운용하는 것은 어느 측면에서는 특권이지만, 다른 측면에서는 엄청난 부담이다. 미국은 미국의 국내 물가를 안정시킬 능력과 의지에 대해 의심할만한 아무런 타당한 근거가 없다는 것을 분명하게 보여주어야 한다.

#### 사공 일 위원장

만약 미국이 보통의 국가이고, 달러가 보통의 화폐라면 다른 나라들이 것처럼 강력하게 반응하지 않았을 것이라고 생각한다. 그렇지만 달러는 기축통화(key reserve currency)이다.

#### Volcker 의장

맞다. 달러는 일종의 세계통화이다. Woodley의 중요한 모토를 요약해보면, 국제화된 세계경제(globalized economic world)가 존재하기 위해서는, 특히 국제화된 금융계가 존재하기 위해서는 기술적인 이유 때문에 세계경제는 공통화폐(common currency)를 요구한다고 생각한다. 공통화폐는 무역과 금융을 원활히 하고 사업의 위험을 제거하는 등 국제적 경제활동에 필요하다. 세계에는 공식적인 공통화폐도 중앙은행도 없다. 그러나 역사적인 그리고 다른 연유들로 인해서 달러가 그 역할을 담당하고 있다. 달러를 쓰라고 광고를 해서도 아니고 달러를 특별히 갈망해서도 아니고, 그저 달러가 편리하기 때문이다. 달러가 편리하기 때문에 계속적으로 사용되어온 것이다.

#### 사공 일 위원장

맞다. 달러는 사실상 세계의 공통화폐(de facto common currency)가 되었다. 그러한 이유 때문에 QE2가 미국경제에 효과를 발휘하기 위해서는, 현재 미국 가계의 수지나

금융시스템을 고려할 때, 조정은 외부에서 이루어져야 한다. 물론 이는 다른 나라에 영향을 미친다는 의미이고, 많은 나라들이 것처럼 강력하게 반응하는 이유이다.

**Volcker 의장**

제2차 양적완화조치는 전세계에 영향을 미칠 것이지만, 문제는 얼마나 영향을 미칠 것이냐 하는 것이다. 내가 이미 언급한대로, 나로서는 미국 경제에 그렇게 많은 영향을 미치리라고 생각하지 않고, 세계경제에도 기대효과(expectations)를 통한 영향을 주기는 하겠지만, 그리 큰 영향을 미칠만한 실질적 근거(substantive reason)는 확실하지 않다고 본다. 만약 양적완화조치가 상당기간 동안 더 많은 달러를 계속 쏟아내는 것으로 해석되거나 인플레이 위협으로 이어진다고 해석될 경우 사람들이 우려하고 당혹해 하는 것은 이해가 된다. 그러한 이유로, 미국 정부는 그러한 해석이 타당하지 않다는 점을 확신시키기 위해서 매우 신중해야 한다.

**사공 일 위원장**

나도 전적으로 동감한다. 이 사안에는 고도의 복잡한 이론적이고 경험적인 질문들이 관련되어 있다. 그러나 시장이 매우 강력하게 반응하고, 그 영향은 자본이동을 통하여 파급될 것이다. 그래서 사람들은, 특히 개방된 작은 경제국가들에서의 자본변동성을 우려하고, 유동성이 과도하게 유입되면 흘러 넘칠 것(spillover)을 우려하는 것이다.

**Volcker 의장**

우리는 더 이상의 거품을 만들어내는 것을 바라지 않는다.

**사공 일 위원장**

Bernanke 의장이 최근 경주에서 열린 G20 재무장관 및 중앙은행 총재회의(2010년 10월)에 참석한 바 있다. 그는

양적완화조치와 외부세계에 미치는 영향에 대하여 신중할 것이라고 언급하였다. 나는 이러한 면에서 미국이 충분히 고려를 할 것으로 생각하지만, 아직도 우려가 매우 크다. 아시다시피 나는 G20서울정상회의 준비위원장이다. G20국가들은 소위 상호평가과정(Mutual Assessment Process)을 가지고 있다. 모든 정책이슈들이 이 과정에서 다루어진다면 국제적으로 조화롭고 단합된 노력이 어느 정도 이루어질 수 있을 것이다. Volcker 의장은 지금까지 일해오시는 동안 언제나 특히 고도로 통합된 세계경제 현실 하에서 통화나 환율문제에 대한 국제적 해결을 옹호해왔다. 그 점은 강조되어야 할 것이다. 나는 이 문제를 G20차원으로 가지고가 합리적인 해법을 추구할 것이다.

#### Volcker 의장

국제적 평가프로세스는 그럴듯하게 들리지만 실행하기는 어렵다. 또한 국제적 평가프로세스에서 나온 것을 국제적 실행프로세스화하는 것도 매우 어렵다.

#### 사공 일 위원장

맞다. 그러나 다행스럽게도 우리는 20개국으로부터 향후 3~5년간 취할 정책에 대한 목록(policy templates)을 만들었다. 토론토(2010년 6월)에서 정책권고로 채택되어 IMF가 작업을 했다. 이제는 G20이 그 작업의 주인이다. 나는 그렇게 되는 것이 개별국가가 일방적으로 행동하는 것보다는 올바른 방향으로 가는 것으로 생각한다. 이와 관련된 질문이 떠오른다. 아시아 금융위기 직후, 미국과 같은 대양을 운항하는 대형선박(ocean liners)은 잔물결에 흔들리지 않지만 남태평양의 카누는 크게 흔들린다고 하신 의장님의 말씀이 가끔 생각난다. 그래서 의장님은 자본시장의 변동성을 제거하는 조치를 지지하셨다. 의장님은 지금도 자본의 변동성을 감소시킬 수 있는 메커니즘을 만들 필요가 있다고 생각하나?

**Volcker 의장**

나는 금번 위기가 오랫동안의 불균형이 정점에 다다른 결과라고 생각한다. 시장에 맡겨두면 안정화된다는 과거의 견해는 이제 갔으며, 잘된 일이다. 어려운 과제는 시장에서 개입이 더 요구된다면, 그리고 보다 질서 있는 국제통화시스템이 요구된다면, 위기와 대규모 등락에 덜 민감한 체제가 요구된다면, 어떻게 그런 것을 만들 수 있느냐 하는 것이다. 매우 어려운 과제이며 시간이 갈수록 더 어려워지고 있다. 사공 박사는 파도가 센 바다를 향해하는 대형선박에 대하여 언급했다. 분명히 대형선박이 카누보다는 안전하고 잘 나간다. 내가 한참 시절에는 가장 큰 대형선박은 미국뿐이었다. 당시에는 대형선박을 호위하는 작은 선박들이 있었지만, 지금은 여러 척의 대형선박들이 있다. 그래서 협조가 어렵다. 그래서 G5나 G7대신에 G20을 만들었다. 누구나 더 많은 국가들이 참여해야 한다고 한다. 그 말은 분명히 맞지만, 반면에 좋은 합의를 이루어낼 가능성은 낮아진다. 그것이 세계의사결정체제(world governance)의 큰 과제이다.

**사공 일 위원장**

그것이 G20의 어려운 과제임이 분명하지만, 내 견해로는 지금까지 G20이 성과를 내고 있다. 문제는 위기 이후에도 G20이 계속해서 작동할 것이냐 하는 것이다. 한국 정부는 G20이 잘 작동하여 위기 이후에도 성과를 낼 것이라는 것을 세계에 보여주려고 열심히 노력하고 있다.

**Volcker 의장**

나는 지금까지 논의하지 않았던 가장 손쉬운 과제로 돌아가고자 한다. 금융체제는 고장이 났으며 전반적 개혁이 필요하다. 그러나 개혁에 대한 저항도 만만치 않다. 금번 대위기 이후, 종국적으로 세계가 합리적이고 일관성 있는 규제와 감독체제를 갖게 될 것인가 또는 규제간의 현저한 차이를 그대로 유지하게 될 것인가가 여전히 의문점으로 남아있다. 내 견해로는 차이점이 클수록

체제는 약해질 것이다. 이러한 연유로 어떤 국가에서는 높은 수준의 규율을 유지하는 것이 어렵게 된다. 이 과제는 어렵지만 도전해 볼만하고 현재 바젤(국제결제은행)에서 다루어지고 있다. 누구나 은행에 대한 높은 수준의 자본기준과 개선된 유동성 기준이 필요하다고 얘기한다. 그러나 바젤에서 통일된 기준을 만드는데 얼마나 긴 세월이 소요되었는지를 되돌아 보자. 많은 어려운 결정들이 수년간 연기되고 있다. 나는 진전이 있었다고 생각은 하지만, 국제적 규제에 있어서는 가장 손쉬운 과제에서조차도 합의가 어렵다. 미국과 유럽사람들의 관심대상인 소위 대마불사(too big to fail) 이슈는 어떻게 될까? 채권자로부터 지원을 받는 위기에 처한 대형금융 기관들이 구제되어야 할까? 어떤 경우에는 주주나 경영진까지도 구제가 된다. 물론 누구든지 그런 관행을 없애고 싶어하지만 과연 그렇게 될까?

국가 간에는 어느 정도의 일관성이 유지되어야 하며, 어느 정도 진전이 있었다고도 생각되지만, 그 진도가 각각 다르다. 여기에 대한 한국의 입장은 모르지만, 미국의 경우 자본시장이 엄청나게 발전하였으며 아마도 과도하게 발전했다. 엄청난 자원이 금융시장에 투입된다. 금융계의 보수는 수십 년 전 합리적이라고 생각했던 사람의 시각에서 볼 때 한참 벗어나 있다. 어떤 때는 미국 자본시장의 이윤이 보너스와 직원들에 대한 혜택을 빼고서도 미국산업 전체이윤의 40%를 차지했다. 겉으로 보아도 한 나라에서 전체이윤의 40%를 점하는 산업은 무언가 잘못되고 있음을 시사한다. 실제로 금융산업은 잘못되고 있었으며, 그래서 망했으며, 또 그 과정에서 실물경제를 망가뜨렸다. 그러면 금융시장이 소위 자본을 효율적으로 배분하는 기능을 제대로 수행하도록 다시 개조되어야 할까? 아니면 카지노 수준의 금융산업을 그대로 두어야 할까? 자본시장에서 15년 전에는 없었던, 최근 발명된 두 가지 대단한(great) 상품이 있는데, 하나는 신용부도스와프(Credit Default Swap)이다. 이 상품은 기본적으로 기업신용위험을 보호하기 위한 제한된 목적으로 생겨난 것이다. 그러나 2007년에는 100조 달러의 대출을 토대로



해서 600조 달러의 CDS가 만들어졌다. 어떻게 부보 대상의 6배를 커버하는 보험이 있을 수 있다는 말인가? 이는 CDS가 투기의 수단으로 전락하였음을 보여주는 단적인 증거이다. 20년 전에는 모기지대출을 받으려면 20% 자기부담이 있어야 했고 은행사람들이 나와서 채무자의 신용을 조사하러 다녔다. 하지만 그런 것들은 잊혀졌다. 최근 위기 직전에는 자기부담도, 그리고 신용조사도 없이 모기지대출을 받을 수 있었다. 그것이 주택시장에서 주택가격상승과 함께 멋진 거품(a nice bubble)을 만들어냈고 마침내 붕괴되었다. 것처럼 과도한 현상을 다루는 식견이 있어야 했다.

**사공 일 위원장**

Volcker 의장은 앞서 소위 Volcker Rule이 Dodd-Frank 법에 구현되었다고 하였고, 상당히 만족스럽다고 하셨다.

**Volcker 의장**

이왕 여기 왔으니 훌륭한 청중들께 좀 더 설명을 드릴까 한다. 내 주장의 핵심은 상업은행에게는 그것이 직접투자가 됐든 헤지펀드나 지분투자펀드가 됐든 투기적인 자기 자본거래(proprietary trading)를 금지시켜야 한다는 것이다. 이의 철학적 배경은 상업은행(Commercial Bank)들은 경제에서 절대적으로 필수적 기능을 수행하고 있다는 점에 기초한다. 상업은행들은 결제제도(payment system)를 운영하며, 중소기업과 소비자들에게 신용을 주로 공급하며 때로는 대규모 신용을 보증하기도 한다. 미국에서 기업어음시장은 상업은행의 보증에 의해 유지되고 있다. 각국은 상업은행을 수십 년간, 아니 수백 년간 보호해왔다. 상업은행들은 유동성 문제가 생기면 연준이나 예금보험공사의 도움을 받을 수 있다. 위기 시에는 보험료가 자동적으로 인상되며 엄격하게 규제된다. 상업은행이 중요하기 때문에 그렇게 하는 것이 바람직하며, 앞으로도 그렇게 해야 한다. 우리는 결코 상업은행에 고객과의 관계가 개입되지 않은 투기적인 활동을 허용하거나 유도해서는 안 된다. 미국 증권관리위원회는 구분을 명확히 하였다. 만약에 고객과의 관계가 있고

은행이 인수자이며 또는 고객을 위한 거래일 경우 은행은 고객의 수탁자로서의 책임(fiduciary responsibility)을 지게 된다. 거기에는 이해상충이 없어야 하며, 고객은 거래의 성격을 충분히 알아야 한다. 시장에서의 단순한 거래는 고객이 없으며 상대방(counterparty)이 있을 뿐이다. 상대방은 익명(anonymous)이며 따라서 은행은 수탁 책임이 없다. 상업은행은 고객수요에 대한 봉사를 근간으로 만들어졌으며, 투기적 거래는 고객에 직접 봉사하는 것이 아니다. 투기적 거래는 투기하는 사람들에 봉사하는 결과가 된다. 전통적 상업은행과 문화적으로도 전혀 다르다. 두 가지를 혼합하는 것은 심각한 문제이다. 투기적 거래는 하도록 내버려두더라도 정부가 보호해서는 안 된다. 납세자의 돈이 투기를 일삼는 금융기관에 투입되어서는 안 된다. 그래서 분명한 선을 그어야 한다. 미국에는 이러한 행위에 개입된 상업은행, 대형상업은행은 몇 개에 불과하다. 대부분의 은행들은 규제의 영향을 받지 않으며 몇몇 은행만 제한을 받게 된다. 전통적으로 강요되지는 않았다고 생각한다.

#### 사공 일 위원장

매스컴에 자주 인용되는 바에 따르면, Volcker 의장께서는 금융산업에 가장 위대한 혁신과 발명은 ATM(자동현금 지급기)이라고 하셨다고 하는데.

#### Volcker 의장

나는 금융시장의 엄청난 성장과 발전이 경제의 성장과 생산성 향상에 긍정적으로 기여했다는 것을 증명할 수 있는 첫 번째 박사논문이 나오면 표창을 주겠다. 생산성은 지난 10년간 그 이전보다 별로 증가되지 못했다. 성장도 마찬가지이다.

#### 사공 일 위원장

좀 과장된 말씀인 것 같지만 아무튼 금융공학(financial engineering)의 공적은 제한적이라는 말씀으로 이해 하겠다. 여기서 마치자. 오늘 우리가 훌륭한 청중들을 모셨으니 질의 응답 시간도 아주 잘 진행될 것으로 기대한다. 그러면 질문을 받도록 하겠다.

## 질의 & 응답

---

**질문** 11월 2일 미국 중간선거가 미 국내 금융규제에 영향을 미치겠는가? 이미 통과된 법에 영향을 주게 될까?

**답변** 미국에서 선거가 있었는데, 분명히 반정부 성향의 선거 결과가 나왔다. 나는 비록 현 정부가 경기침체와 불황을 중지시키기는 했지만, 미국 국민의 좌절감이 반영된 것으로 본다. 아무도 지지부진한 경기회복의 속도나 떨어질 전망이 없는 10%의 높은 실업률에 만족할 수는 없다. 금융규제에 대한 영향은 별로 없을 것으로 생각한다. 몇 년 전의 기본 철학으로 돌아가지는 생각을 가진 학파도 있다. 그들은 규제는 적을수록 좋다고 한다. 나는 그것이 정치적이거나 다른 측면에서 지속가능한 의견은 아니라고 보며, 의회 공화당의 주류 의견도 아니다. 구체적 사안에 대해서 수정을 원할 수도 있지만, 내 생각으로는 이미 통과된 법의 기본적인 흐름이나 바젤(Basel)에서 작업중인 사항까지 수정하지는 않을 것이다. 바젤은 국제적인 일관성(international consistency)을 확보할 수 있는 곳이다.

나는 국제적 일관성의 중요성이 계속적으로 인식되기를 희망한다. 법이 통과될 당시 매우 중요한 특정조문을 놓고 기이한 토론이 벌어졌다. 다수당인 민주당은 이 조문이 대마불사(too big to fail)문제를 효과적으로 다룰 수 있다고 주장했다. 좀 더 부연 설명하면, 대규모 금융기관이 부도위기에 처했을 때 금융시장 전체가 교란되지 않도록 정부가 이를 인수하고 즉각적 의무(immediate obligations)를 부담할 수 있게 하는 결의가 발의되었다. 그러나 그 법안은 정부가 금융기관을 인수하면 궁극적으로는 그 금융기관은

청산하도록 의무화하고 있다. 주주도 손해를 입게 되고, 경영자도 손실을 보며, 채권자도 위험을 부담하게 된다. 그 법안은 다른 대안이 없다고 말한다. 그 법이 실행 가능한지에 대해 많은 의문이 제기되었고, 아무튼 그 법안은 내가 생각하기에 조리에 맞지 않는 반대에 부딪혔다. 반대론자들은 이 문제를 법에서 다루고, 문제에 봉착한 금융기관의 즉각적 의무에 대해서지만 검토할 수 있는 기회를 부여한다는 것은 본질적으로 정부가 금융기관 구제를 위하여 개입할 수 있다고 하는 것과 다름이 없다고 주장하였다. 내가 보기에는 그들이 입법을 오도하거나 법안을 집행하는 정부의 능력을 깎아 내리려는 것으로 보인다. 후자의 입장을 이해하지만, 입법이 없이는 아무런 일도 할 수 없다. 과거를 보면 법률이 존재하지 않았지만 이들 기관들은 구제되었다. 입법의 총체적 목적은 그러한 가능성을 줄이자는 것이다. 이러한 상황은 미국에만 해당되는 것이 아니고 유럽에서도 진전되어야 한다는 것에 대해서 지적인 합의가 있다. 이처럼 대형금융기관들은 국제적으로 영업을 하며, 만약 그들이 망할 때의 대처방안도 유럽의 금융기관이 미국에서 영업을 하든지 반대로 유럽의 금융기관이 미국에서 영업을 하든지 일관성 있게 다루어져야 한다. 일관성이 필요한 영역이다. 비록 입법과정에서 가장 논란이 있는 분야라 할지라도 그것은 변할 수 없는 것이라고 본다. 기본적으로 지엽적인 수정은 있을 수 있으며 설명서(explanatory) 차원의 변경은 있을 수 있겠지만 입법의 기본 취지는 변하지 않을 것이다.

**질문** 최근 미국 입법이 연준에 미치는 영향은 무엇인가?

**답변** 금융위기 전반에 관련하여 특이사항 중에 하나는 연준이 엄청난 비난을 받았다는 것인데, 그 이유는 옳건 그르건 간에, 이자율을 너무 오랫동안 너무 낮게(too low for too long) 유지해서 주택거품을 조장하였고 아울러 거품이나 금융체제의 약점에 대처하는데 주어진 권한을 사용하지

않았다는 것이다. 연준은 특히 의회 의원들로부터 엄청난 비난을 받았으며, 일반인들은 연준의 권한을 축소시켜야 한다고 했다. 그 대신 한국처럼 모든 감독기능을 수행하는 독립된 기관을 세우자는 얘기도 있었다. 하지만 입법과정에서 연준의 권한은 줄었다기 보다는 오히려 늘어났다. 어떤 측면에서는 그것이 바람직하다고 생각되는데 그 이유는 연준은 중앙은행으로서 다른 기관들보다 감독기관의 역할을 더 잘 수행할 위치에 있기 때문이다. 규제기관은 통화정책을 보완하고 연준은 반대로 규제정책을 보완할 수 있다. 그 생각은 옳고 과거에도 옳았으며 위기 전에도 후에도 옳은 얘기이다. 그렇게 가장 강력한 규제자로서의 연준의 지위는 보전되었지만 장기적으로는 위험도 감수해야 한다. 중앙은행의 권한이 커질수록 정치적 압력에 더 구속될 수 있는 것이다. 앞으로 어떻게 될는지 두고 봐야 하겠지만 현재로서는 연준이 과거보다 법적으로 더 강력한 지위를 갖게 되었다. 그렇다고 논란이 없는 것은 아니며 연준이 소위 충알을 잘 피했다고 할 수 있다. 나는 연준이 주어진 책임을 잘 수행하기를 기원한다.

**질문** 제2차 양적완화가 미국 경제와 세계경제 전체에 미치는 영향은 어떠할까?

**답변** 첫째로 무엇보다도 연준의 조치는 미국 경제를 향한 것이며, 연준은 저상장에 직면했을 때 이에 대처해야 할 책임이 있다. 연준은 금리를 조금 더 낮춤으로써 미국 경제의 성장을 부추기려 하고 있다. 이러한 조치가 세계경제의 관점에서도 중요하지 않다고 할 수는 없을 것이다. 나는 아무도 미국 경제가 다시 침체에 빠지는 것을 보고 싶어하지는 않는다고 생각한다. 그래서 나는 미국 경제를 부양하는데 필요하고 중요한 만큼, 그 조치가 전세계의 이익에도 적극 부합한다고 생각하고 싶다. 내가 지적한 바와 같이, 그 조치가 미국 경제에 극적인 효과를 가져오리라 보지는 않는다. 연준은 부진한 경제를 다룰 여러 대안을 찾고 있었는데 그것이 그들이 할 수 있는

한계였다. 하지만 극적인 효과를 만들지는 못할 것이다. 나도 지금 세계에는 유동성이 풍부하며, 그것이 잘 나가는 국가로 흘러가고 있다는 점을 알고 있다. 세계경제의 재균형 측면에서 볼 때 어느 한 나라에게 책임을 지울 수는 없다. 그것은 어차피 필연적으로 상호보완적인 과정이다.

만약 어떤 경제대국이 국내시장의 과잉 유동성이나 국내적 거품가능성을 우려한다면, 그 나라가 경제를 불안하게 하고 취약하게 만든 책임을 어느 정도 져야 한다. 환율문제에 관해서는 나는 환율이 방어되는 것을 보고 싶지는 않지만 환율이 문제의 전부는 아니다. 어떤 국가가 자국의 지나친 팽창이나 인플레이 과정을 우려하고 경제 불균형이 심화된다면 환율의 절상이 바람직한지 아닌지를 고려할 것이다. 분명히 적절한 고려이다. 나는 중국에서 이 문제가 논의될 것으로 믿는다. 다른 나라에 모든 책임을 떠넘기고 손을 털 사항은 아니다. 세계가 그렇게 움직여가지는 않는다. 다른 국가들의 상호보완적인 조치가 있어야 한다. 내가 앞서 강조한 바와 같이, 내 견해로는 연준의 첫 번째 책임은 국내에서 달러가치를 안정화시키는 것이다. 나는 달러화의 약세를 타당시 하려는 논리를 알지 못한다. 달러는 유로화에 대해 과대평가되어 있지만 유로는 그 자체의 문제점을 안고 있다. 일본 엔화는 그 반대의 경우이긴 하지만 나름대로의 문제가 있다. 환율문제가 일방통행은 아니지만 연준은 명백한 책임을 지고 있으며, 미국 내에서 달러화의 안정을 유지시켜야 한다는 책임을 잊지 말아야 한다. 나는 최근의 조치가 그 의무와 배치된다고 생각하지는 않는다. 만약에 연준이 이러한 정책을 해마다 계속하고 원상회복을 시키지 않는다면 의무에 어긋날 것이다. 분명히 그렇게 하는 것은 무책임하다. 혹자는 3~4년 후 어떤 상황이 벌어질까에 대해 우려한다. 나는 연준이 경제상황에 맞지 않으면 달러 유동성공급 증가를 무한정 지속하지 않고 중단시킬 수 있는 충분한 힘과 지성을 갖추고 있다고 생각한다.

**질문** 연준의 제2차 양적완화가 신흥시장에서 거품을 만들어낼 가능성이 있지 않을까?

**답변** 나는 신흥시장에서 거품이 생길 위험은 다소 있다고 보며 그것이 우려된다. 그러나 신흥시장국가들도 거대한 수출흑자와 무한정 같이 살 수는 없다는 것을 느껴야 한다.

**질문** 경상수지 적자나 흑자의 목표를 설정하는 것이 G20국가들이 세계경제의 균형을 회복시키는데 적절한 수단이 될 수 있을까?

**답변** 나는 목표치를 설정하는 것은, 국제적 불균형이 다자간의 문제이며 어느 한나라의 문제가 아니라는 점에 국제적 주의를 환기시킬 수 있다는 측면에서, 유용한 노력의 일환이라고 생각한다. 그것은 미국과 중국만의 문제가 아니다. 중국은 다른 아시아국가들이 어떻게 나올지는 모르니까 먼저 움직일 수 없다고 한다. 만약 아시아국가들이 중국과 보조를 맞추지 않는다면, 중국의 경쟁력은 손상되고, 고용도 저해되며, 수출에 대한 열의도 손상될 것이다. 어떻게 보면, 미국은 중국에게 조치를 취해야 한다고 하고, 중국은 여타의 아시아국가들도 같이 조치를 취해야 한다고 하고 있다. 그 말이 일리가 있으며, 기본적으로 모든 국가들이 모여서 무엇을 할 것인가를 결정해야 한다. 단순한 양자간의 문제가 아니다. 왜 미국이 과소비를 할까? 그렇다. 중국인민폐 대비 환율이 낮은 것도 과소비에 기여 했지만 그것은 부분적 요인에 지나지 않다. 그것은 국내정책의 문제이기도 하다. 중국의 소비가 왜 그렇게 낮을까? 명백히 지속가능하지 아니한 수출에만 그처럼 의존할 경우 중국사회와 경제의 미래는 어떻게 되겠는가? 여타의 국가들은 불균형의 문제를 발생시키지 않고서는 중국의 수출을 흡수할 수가 없다. 미국이 지속적인 대외적자와 더불어 살 수 없는 것처럼 중국도 무한정

무역흑자에 의존해서 살아갈 수는 없다. 어느 측도 혼자서는 문제를 해결할 수 없기 때문에, 모든 나라들이 힘을 합쳐야 한다. 두 나라만이 문제를 해결할 수는 없으며 한국, 일본, 베트남 등도 참여할 필요가 있다.

**질문** 한국은행은 환율안정과 물가안정 간의 딜레마에 직면하고 있다. 통화정책에서 어디에 중점을 두어야 할까? 전자는 저금리를 요구하고, 후자는 금리의 인상을 요구하고 있다. 이제 미국의 양적완화정책으로 신흥시장경제들이 비슷한 딜레마에 봉착하게 될 것 같다. 의장님의 권고는 무엇인가?

**답변** 글썬요, 나는 한국의 통화정책에 대해 언급하지는 않겠다. 내가 말하기는 쉽지만 실천하기는 어렵다. 그것은 아주 아주 오래된 문제로서 완전히 해결되지 않을 것이다. 그러나 지구촌화된 세계경제하에서 모든 국가들이 상호의존적이기 때문에, 공통의 문제가 어느 한 국가에 의해 해결될 수는 없다는 점을 이해할 필요가 있다. 그것을 망각하면 모든 일이 제대로 돌아가지 않을 것이다. 달러화 가치는 미국도 우려하고 있다. 종종 미국 경제문제의 해법은 약간 인플레이션을 높이는 것이라고 한다. 나는 그것을 이해할 수 없다. 미국을 망가뜨리는 확실한 길은 약간 높은 인플레이션과 통해 있다.

**질문** 중국은 떠오르는 경제대국으로서 자국화폐가 국제적인 결제통화가 되는 것을 바랄 수도 있다. 어떤 조건을 갖추어야 RMB가 그런 지위에 도달할 수 있을까? 그리고 중국이 2020년이면 미국을 추월할 수 있으리라고 전망하는가?

**답변** 국제통화체제의 변화에 관련된 흥미로운 질문이다. 나는 그것이 향후 몇 년간 세계가 움직여갈 가능성 있는 경로라고 생각한다. 그러나 만약



중국이 아시아경제에서 중심적 역할을 수행하려면, 시장을 더 개방해야만 할 것이다. 사람들은 또, 중국의 금융시장이 닫혀있고, 중국 정부가 금융시장을 통제하기 위하여 변덕스럽게 행동하는 관행을 유지하는 한, RMB를 국제무역의 지불수단이나 보유통화로서 신뢰하지 않을 것이다.

만약 중국이 지금의 속도로 계속 성장한다면 경제적 비중의 측면에서 볼 때 미국에 근접해올 것이다. 또 중국은 흥미롭게도 아시아의 다른 나라들과의 교역관계가 매우 긴밀하다. 그래서 나는 가능성이 많은 경로로서 아시아국가들 간에 지역통화협정을 맺는 방향이 아닐까 생각한다. 중앙은행 간 협력이 강화되고 일종의 지역 IMF 같은 것에 이르는 것이다. 만약 중국이 보다 자유로워지고 비단 규제뿐 아니라 일반적인 행동양식이 개방되면, 그런 쪽으로 발전할 수 있는 가능성이 열려있다. 유로는 유럽과 아프리카의 통화가 될 수도 있다. 하지만 미국달러는 여전히 중요할 것이며, 지역간 문제도 계속 존재하겠지만 우리는 이에 충분히 대처해 나갈 수 있을 것이다.

# 환영사

*Richard F. Wacker*

한국의환은행 이사회 의장

내외 귀빈 여러분!

오늘 아침 존경하는 폴 볼커 의장님의 귀중한 강연에 여러분을 모시게 되어 기쁘게 생각합니다.

아울러, 오늘 포럼을 주최하신 세계경제연구원과 후원을 아끼지 않으신 한국투자공사에도 감사를 드립니다. 저희 요청을 수락하여 볼커 의장님이 이렇게 멀리까지 와서 강연을 하는 것은 우리에게 큰 행운이자, 소중한 기회라고 생각합니다.

아시다시피, 오늘 특별강연은 ‘세계경제의 재균형’이라는 주제로 진행됩니다. 잘 아시는 것처럼, 금융위기 이후 세계 경제는 아직도 흔들리고 있고, 전 세계의 정책 입안자와 재계 리더들은 아직도 많은 도전과 불확실성, 그리고 앞으로 오랫동안 우리에게 영향을 미칠 결정과 씨름하고 있습니다. 따라서, 지금은 현명하고 충분한 정보를 가진 사려 깊은 지도자가 필요한 때이며, 볼커 의장님이 그러한 도전에 대처할 지도자 중 한 분으로 다시 주목 받는 것은 자연스러운 일입니다.

폴 볼커 의장님의 명성은 1980년대 미국 연방준비제도이사회(FRB) 의장으로 재직하면서 당시 미국과 세계경제를 파괴하던 ‘인플레이션이라는 용(inflationary dragon)’을 제거하는 데 용기와 확신을 보여주면서 널리 인정

받았습니다. 단호하고 강력한 리더십으로 다른 사람이 할 수 없거나 하지 않으려는 과제를 맡은 사례는 그 외에도 많습니다. 유대인학살 희생자 보상 문제, 유엔의 이라크 석유-식량 교환 프로그램 조사, 아더 앤더슨-엔론 회계부정 사건 등이 그런 사례들입니다. 볼커 의장님은 이러한 과제를 해결하면서 변화를 이루어 냈고, 세계의 발전에 기여하였습니다.

따라서, 최근의 금융위기 와중에서 오바마 대통령이 경제회복위원회 의장으로 폴 볼커 의장님을 위촉한 것은 놀라운 일이 아닙니다. 그리고 다시 한번 미국 금융정책의 장기적 방향과, 유명한 “볼커 룰”을 포함한 은행 개혁 법안의 토대를 닦았습니다. 빌 브래들리 전 상원의원은 볼커 의장님을 “금융위기 가운데 고요한 목소리”라고 지칭한 적이 있는데, 무엇보다도, 솔직함이 홍보나 편견보다 과소평가 되곤 하는 현실에서 그는 항상 솔직하게 자신의 의견을 피력해 왔습니다.

따라서, ‘G-20 서울 정상회의’를 앞두고 마련된 이번 강연에서 볼커 의장님의 해안을 들을 수 있게 된 것은 어느 때 보다 소중한 행운이라고 생각합니다. 세계경제의 균형을 회복하기 위한 방안을 논의하기 위한 오늘 행사에 오신 여러분 모두에게 감사드립니다.

감사합니다.

# 연사 소개

진 영 옥  
한국투자공사 사장

안녕하십니까,

이번 행사의 공동 후원사로서, 오늘의 특별연사인 미국 경제회복지문위원회의 폴 볼커 의장을 소개함을 영광으로 생각합니다.

볼커 의장은 30년간을 미국 연방정부에서 종사해왔습니다. 특히 카터 및 레이건 행정부 시절인 1979년부터 1987년까지 두 차례 연준 의장을 지냈으며, 당시의 인플레이션을 해결하고 성장의 기반을 마련한 것으로 높이 평가받고 있습니다. 연준의장으로 임명되기 전 뉴욕연방준비은행 총재 및 재무부 차관보직을 역임한바 있습니다.

1987년 워싱턴을 떠난 후, Wolfensohn & Co.에 회장으로 합류하였으며 동 회사가 Bankers Trust Company와 합병할 때까지 재직하였습니다.

2008년 11월, 오바마 대통령 당선자는 대통령 직속 경제회복지문위원회의 의장으로 폴 볼커를 임명하였으며 현재 의장직을 수행하고 있습니다.

볼커의장은 프린스턴대학을 나와 하버드대 대학원, 런던정경대학(LSE)에서 수학하고, 모교 외 여러 대학으로부터 명예박사학위를 수여받았습니다.

신사숙녀, 귀빈 여러분, 볼커의장을 따뜻하게 맞아 주시길 바랍니다.

# 세계경제연구원 발간자료 목록

부록

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

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

|       |                                   |                     |
|-------|-----------------------------------|---------------------|
| 06-01 | 고유가와 세계경제의 앞날                     | Philip K. Verleger  |
| 06-02 | 2006년 미국경제/세계경제와 금융시장 전망          | Allen Sinai         |
| 06-03 | 한-미 FTA : 지속성장의 활로                | Alexander Vershbow  |
| 06-04 | 일본의 대외경제정책과 한-일 FTA               | Oshima Shotaro      |
| 06-05 | 일본 경제회생과 한국경제                     | Fukagawa Yukiko     |
| 06-06 | 세계 M\$A시장 현황과 전망 : 우리의 대응         | Robert F. Bruner    |
| 07-01 | 한-미관계 : 새로운 동반자 시대를 지향하며          | Edwin J. Feulner    |
| 07-02 | 통일 이후 독일 경제체제의 교훈                 | Juergen B. Donges   |
| 07-03 | 2007년 세계경제와 금융시장의 지각변동            | Allen Sinai         |
| 07-04 | 급변하는 세계 경제환경, 어떻게 대처해야 하나         | Angel Gurria        |
| 07-05 | 동아시아 FTA 가능한가? : 중국의 시각           | Zhang Yunling       |
| 07-06 | 구조적 변화 맞고 있는 세계석유시장과 한국           | Fereidun Fesharaki  |
| 07-07 | 변모하는 세계경제와 한국                     | Anne O. Krueger     |
| 07-08 | 되살아나는 일본경제 : 전망과 과제               | Fukagawa Yukiko     |
| 07-09 | 디지털 네트워크 경제와 글로벌 기업 전략            | Ben Verwaayen       |
| 07-10 | 한-미 FTA : 미국의 시각                  | Jeffrey Schott      |
| 07-11 | 한-미 FTA와 한국경제의 미래                 | Barry Eichengreen   |
| 08-01 | 국가 미래를 위한 한국의 세계화 전략              | Anne O. Krueger     |
| 08-02 | 2008년 미국경제와 세계금융시장 동향             | Allen Sinai         |
| 08-03 | 유럽의 경제침체 : 우리에게 주는 시사점            | Guy Sorman          |
| 08-04 | 차기 미국 대통령이 풀어야 할 세계적 도전           | James A. Baker III  |
| 08-05 | 일본 증권시장의 현재와 전망                   | Astushi Saito       |
| 08-06 | 대선 이후 미국의 정치 · 경제, 어떻게 전개되나?      | Phil Gramm          |
| 08-07 | 세계 및 아시아 경제 · 금융 전망               | Charles Dallara     |
| 08-08 | 한국경제의 경쟁력 강화, 어떻게 하나?             | Guy Sorman          |
| 09-01 | 2009년 한국 경제와 세계 및 아시아 경제 전망       | Subir Lall          |
| 09-02 | 혼란과 전환기의 경쟁력 강화: 과제와 전망           | Deborah Wince-Smith |
| 09-03 | 위기 속의 미국 및 세계 경제와 금융:<br>전망과 정책대응 | Allen Sinai         |
| 09-04 | 미국 오바마 행정부의 통상정책                  | Jeffrey Schott      |

|       |                                  |                     |
|-------|----------------------------------|---------------------|
| 09-05 | 하강하는 세계경제와 케인지언 정책처방의 실효성        | Justin Yifu Lin     |
| 10-01 | 새로운 세계질서 속에 변화하는 EU: 한국의 기회는?    | Jean-Pierre Lehmann |
| 10-02 | 위기 이후 미국 및 세계경제 전망, 그리고 유산과 정책과제 | Allen Sinai         |

## 2. 세계경제지평

|       |                              |                |
|-------|------------------------------|----------------|
| 94-01 | 유목적 세계의 도전                   | Jacques Attali |
| 94-02 | 세계주의와 지역주의 混在                | 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 | UR이후 아·태 경제협력의 과제            | 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 걸맞는 국제적 역할: 도전과 기회 | 사공일            |
| 95-02 | 기업의 세계화와 경쟁규범                | 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 한·일관계                  | 홍원탁            |
| 95-10 | 일본산업의 네트워크 구조와 그 효율성         | 이종윤            |
| 95-11 | 국제경쟁력의 갈등                    | 이재웅            |
| 95-12 | 해방후 우리 경제 반세기의 회고와 전망        | 김광석            |
| 96-01 | 국내 선물시장의 구상과 전망              | 이선             |



|       |  |     |
|-------|--|-----|
| 96-02 | 중소기업시대 열릴 것인가                          | 유동길 |
| 96-03 | 단체교섭제도有感                               | 배무기 |
| 96-04 | 세계화와 기업의 변신                            | 지청  |
| 96-05 | 우리나라 금융시장개방의 추진방향                      | 박영철 |
| 96-06 | 다변주의 對 지역주의, 兩立은 가능한가?                 | 김세원 |
| 96-07 | 派生金融商品의 위험과 효용                         | 민상기 |
| 96-08 | 최근 경제위기감의 실체와 대응방향                     | 김광석 |
| 96-09 | 경제발전, 제도개혁, 경쟁질서의 확립                   | 이성섭 |
| 96-10 | 轉機를 맞이한 정부의 기능                         | 김병주 |
| 96-11 | WTO의 새로운 협상의제                          | 김완순 |
| 97-01 | 노동법개정 難局의 해법: 교섭창구 단일화를 前提한<br>複數勞組 허용 | 김수곤 |
| 97-02 | 감속성장, 왜 바람직한가                          | 김적교 |
| 97-03 | 韓寶사태의 敎訓                               | 이재웅 |
| 97-04 | 세계화시대의 경제운영                            | 남덕우 |
| 97-05 | 기업성장의 虛實: 韓寶事態에서 얻는 敎訓                 | 지청  |
| 97-06 | 북한의 식량난과 집단농장체제                        | 문팔용 |
| 97-07 | 한국의 금융개혁                               | 윤계섭 |
| 97-08 | 高齡化 社會의 도래와 財政危機                       | 박종기 |
| 97-09 | 外換危機의 일반모형을 감안한 우리의 대응방향               | 박진근 |
| 97-10 | 벤처기업시대를 열어가려면                          | 유동길 |
| 98-01 | 한국의 經濟奇蹟은 끝날 것인가?                      | 남종현 |
| 98-02 | 파라다임의 대전환없이는 위기 극복이 불가능하다              | 송대희 |
| 98-03 | 기업구조조정과 바람직한 은행-기업관계                   | 남상우 |
| 98-04 | 새로운 기업지배구조의 모색과 사외이사의 역할               | 이영기 |
| 98-05 | 고투자-고저축 고리의 단절을 위한 제언                  | 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        | 김 광 석 |
| 00-01 | 2000년 경제전망 및 향후 과제       | 김준경   |
| 00-02 | 세계금융체제에 관한 논의, 어떻게 되고 있나 | 사공 일  |
| 00-03 | 아시아 금융위기와 한국경제의 미래       | 사공 일  |
| 00-04 | 고비용 低능력 구조의 부활           | 이종윤   |
| 00-05 | 아시아 경제회복, 지속될 것인가?       | 사공 일  |
| 00-06 | 국제경제환경과 한국경제             | 조윤제   |
| 00-07 | 기업경영 감시를 위한 기관투자자의 역할    | 이재웅   |
| 00-08 | 미국의 구조조정 경험과 교훈          | 이영세   |
| 01-01 | 한국산업의 경쟁력 위기와 향후 진로      | 김도훈   |
| 01-02 | 주 5일 근무제 도입 신중해야         | 박영범   |

### 3. 연구보고서 (세계경제 시리즈)

|       |   |                                 |
|-------|---|---------------------------------|
| 94-01 | UR 이후 아·태경제협력의 과제와 한국의 선택                   | 유재원                             |
| 94-02 | 환경-무역관계가 한국 무역에 미치는 영향                      | 김승진 / 나성린                       |
| 94-03 | 円高에 따른 일본의 산업구조조정과 한국경제의 대응                 | 이종윤                             |
| 94-04 | 개방화에 따른 기업정책의 방향                            | 김종석                             |
| 95-01 | 국내 외국인직접투자 현황과 정책대응                         | 주한광 / 김승진                       |
| 95-02 | 비즈니스 리엔지니어링 기업: 한·일 기업의<br>수영가능성 비교         | 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                        | 김 광 석                           |
| 98-02 | 한국과 ASEAN諸國間 무역구조의 변화추이와<br>대응방향            | 김 승 진                           |
| 98-03 | The Global Trading System: Challenges Ahead | Wan-Soon Kim /<br>Nakgyoon Choi |

|       |   |                                     |
|-------|---|-------------------------------------|
| 98-04 | 정보화의 세계적 추세와 우리의 대응방안                         | 박종국                                 |
| 00-01 | Financial Crisis and Industry Policy in Korea | Young Sae Lee /<br>Young Seung Jung |
| 01-01 | 한국에서의 기술이전과 정보의 역할                            | 이영세                                 |
| 01-02 | 우리나라의 산업·무역정책 전개과정                            | 김광석                                 |

#### 4. 초청강연자료 (특별강연 시리즈)

|       |   |                  |
|-------|---|------------------|
| 94-01 | 21세기 준비 어떻게 할 것인가                                 | Paul Kennedy     |
| 94-02 | 미국과 일본간의 기술경쟁과 한국에 미친 영향                          | Ronald Morse     |
| 94-03 | 일본경제, 무엇이 문제인가                                    | Toyoo Gyohten    |
| 94-04 | 미국경제와 세계경제: 현황과 전망                                | Allen Sinai      |
| 94-05 | 국제환율제도 이대로 좋은가                                    | John Williamson  |
| 94-06 | The Promises of the WTO for the Trading Community | Arther Dunkel    |
| 95-01 | 멕시코 폐소화 위기와 세계금융시장 동향                             | Charles Dallara  |
| 95-02 | 세계경제 동향과 미국경제 전망                                  | Allen Sinai      |
| 95-03 | 새로운 게임, 새로운 규칙과 새로운 전략                            | Lester Thurow    |
| 95-04 | 미국-북한관계 전망  | Robert Scalapino |
| 95-05 | 미국의 동아시아정책과 한반도                                   | James Baker III  |
| 95-06 | 미·일 무역마찰과 한국                                      | Anne Krueger     |
| 95-07 | 동북아경제권 개발 전망—일본의 시각                               | Hisao Kanamori   |
| 96-01 | Prospects of Global Economy in 1996               | Allen Sinai      |
| 96-02 | 유럽연합(EU)의 앞날과 세계경제                                | Örström Möller   |
| 96-03 | 세계경제와 OECD의 역할                                    | Donald Johnston  |
| 96-04 | 동아시아 경제성장의 정치적 배경과 영향                             | Francis Fukuyama |
| 96-05 | 국제사회에서의 한국의 새 역할                                  | A.W. Clausen     |
| 97-01 | 다국적기업과 동아시아 경제통합                                  | Wendy Dobson     |
| 97-02 | 아·태 지역에 대한 미국의 안보정책                               | William J. Perry |
| 97-03 | 뉴질랜드의 공공부문 개혁                                     | Donald K. Hunn   |
| 98-01 | 범 세계적 기업과 다자간 투자협정                                | Edward M. Graham |

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

## 5. 전문가 진단

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

## 6. 기타 보고서

|  |                              |
|--|------------------------------|
| · The Global Economy and Korea                           | 사공 일 編                       |
| · The Multilateral Trading and Financial System          | 사공 일 編                       |
| · Major Issues for the Global Trade and Financial System | 사공 일 編                       |
| · 탈냉전시대 韓美 정치·경제협력관계                                     | 사공 일 /<br>C. Fred Bergsten 編 |
| · 새로운 韓美 협력체제의 모색  | 사공 일 /<br>C. Fred Bergsten 編 |

- 세계화시대의 美關
  - 한반도 통일 및 韓美 關係의 현황과 과제
  - International Next Generation Leaders' Fom( I )
  - International Next Generation Leaders' Fom( II )
  - International Next Generation Leaders' Fom(III)
  - International Next Generation Leaders' Fom(IV)
  - 세계반도체산업의 발전전망과 한국의 대응전략
  - 한국의 금융개혁
  - Policy Priorities for the Unified Korean Economy
  - The Fifty Year of the GATT/WTO: Past Performance and Future Challenges
  - 아시아 금융위기의 원인과 대책
  - 아시아 금융위기와 한 · 미관계
  - For Better Tomorrow: Asia-Europe Partnership in the 21st Century
  - 제6차 한 · 미 21세기 위원회 보고서
  - 동북아시아포럼 2000
  - Reforming the International Financial Architecture: Emerging Market Perspectives
  - 세계 자유무역 의제를 위한 여건조성
  - Rebuilding the International Financial Architecture (EMEPA서울보고서)
  - 새로운 국제질서와 한국의 대응(I)  
- 새로운 세계질서: 기회와 도전 -
  - 새로운 국제질서와 한국의 대응(II)  
- 세계경제 및 주요국 경제의 앞날 -
  - 새로운 국제질서와 한국의 대응(III)  
- 한국 경제의 진로 -
  - 세계경제연구원 개원 10주년 국제회의
- 사공 일 /  
C. Fred Bergsten 編
  - 사공 일 編
  - 세계경제연구원 編
  - 세계경제연구원 編
  - 세계경제연구원 編
  - 세계경제연구원 編
  - 세계경제연구원 編
  - 세계경제연구원 編
  - 사공 일 / 김광석 編
  - 사공 일 / 김광석 編
  - 사공 일 / 구영훈 編
  - 세계경제연구원 編
  - ASEM Vision Group
  - 세계경제연구원 編
  - 세계경제연구원 編
  - 사공 일 / 왕윤중
  - 세계경제연구원 編
  - Emerging Markets  
Encinent Persons  
Group 編
  - 세계경제연구원 編
  - 세계경제연구원 編
  - 세계경제연구원 編
  - 세계경제연구원 編

- 세계환율체제 개편과 동아시아 경제 John Williamson
- 아시아 화폐단일화, 가능한가? Robert Mundell
- 창업활성화, 어떻게 하나 세계경제연구원 編
- 세계경제, 무엇이 문제인가? Berry Eichengreen
- 미국의 힘은 얼마나 강하며, 중국의 부상은 어떻게 보아야 하는가? Paul Kennedy / Bernard K. Gordon
- 2006 IGE/삼성전자 GLOBAL BUSINESS FORUM Richard N. Cooper / George Scalise
- 아시아 경제통합과 세계 속의 한국경제 Eisuke Sakakibara / Charles Dallara
- 2007 IGE/삼성전자 Global Business Forum Guy Sorman / Tarun Das
- Globalization and Korean Financial Sector (세계화 시대의 한국 금융산업) 세계경제연구원 編
- 2007 IGE/Prudential International Finance Lecture David Hale / Jerald Schiff
- 2008 IGE/Prudential International Finance Lecture Robert C. Pozen / Jeffrey R. Shafer
- Lessons from the Recent Global Financial Crisis: Its Implications for the World and Korea 세계경제연구원 編
- 2009 IGE/Prudential International Finance Lecture Danny Leipziger / Anne O. Krueger
- 2009 IGE/삼성전자 Global Business Forum Guy Sorman / Jeffrey J. Schott
- G-20 Reform Initiatives: Implications for the Future of Financial Regulation 세계경제연구원 編
- 2010 IGE/삼성전자 Global Business Forum Yukiko Fukagawa / Danny Leipziger
- G20 서울정상회의와 개발의제 세계경제연구원 編
- Rebalancing the World Economy (세계경제의 재균형) Paul A. Volcker

**Rebalancing the World Economy** 세계경제의 재균형

2010년 12월 17일 인쇄 | 2010년 12월 20일 발행 | 발행인 남종현 | 발행 세계경제연구원

서울시 강남구 삼성동 159 무역센터 2505호 | 인쇄 오름시스템(주) 2273-7011

ISBN 978-89-86828-68-9 정가 5,000원



세계가 인정한 대한민국 최고의 글로벌뱅크

# 외환은 외환은행으로!

외환은행은 환전, 외화송금, 수출입, 무역금융 서비스 등의 분야에서  
대한민국 금융의 발전을 선도하여 왔습니다.  
앞으로도 고객의 곁에서 최고의 서비스를 제공하는 스마트 뱅크로 남겠습니다.

**IGE** 세계경제연구원  
Institute for Global Economics

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



정가 5,000원