



Occasional Paper Series

08-07

The Outlook of the Regional and Global Economic and Financial Situation: Perspectives on International Banking

세계 및 아시아 경제 · 금융 전망

Charles Dallara

December 2008

세계경제연구원 · 한국무역협회

Institute for Global Economics / Korea International Trade Association

Charles Dallara

- 현 미국 국제금융연합회(IIF: Institute of International Finance, Inc.) 총재
- 미국 재무부 차관보, 수석정책자문위원, 차관 등 역임.
- IMF를 거쳐 JP Morgan & Company 사장을 역임하는 등 민간부문과 국제금융기구에서 많은 활동을 하였음.
- 미국 재무부 재직시에는 G-7 정책조정, 환율정책, 금융시장 자유화, IMF 및 World Bank 등 다자간 국제금융기구에 관한 업무를 수행한 바 있는 세계적인 국제금융 권위자임.

The Outlook of the Regional and Global Economic and Financial Situation: Perspectives on International Banking*

Charles Dallara

Thank you very much. It is as always a very real pleasure to be back in Seoul and to be back with the Institute for Global Economics. Indeed, Dr Il SaKong called me some months ago after he had accepted his important position for the government of President Lee and we talked a little bit about important economic matters globally and here in Korea. And he said I would really like you to know, in spite of my new responsibilities we would like you very much to come back to Seoul and talk to us again about the global economic environment. The only condition I have is that I want you to come during an exciting time. So I have fulfilled my promise to him to come during an exciting time.

And I fully understand that while he is not here physically because of his obligations to the government, he is always with us with everything interesting that happens with this wonderful Institute. An Institute that has done so much to stimulate thinking, to stimulate analysis and to stimulate the globalization of the intellect of Korean economic and financial leaders. Which I think is so important, as your economy globalizes, as your financial system globalizes, to also globalize the thinking and the direction of the thinking of the leaders of Korea is what IGE has done so well.

Before I dive into these very complex issues and somewhat painful topics, I have a question, which relates to my visit here some eighteen months ago. We have all just witnessed the remarkable hosting of the Olympics

* Transcription of a speech given at the Distinguished Lecture Forum on Wednesday, September 17, 2008

by our friends and your neighbor China. What do you think was the most impressive Olympic victory in that three-week competition? Of course I am not the judge but I can express to you my opinion this morning. I think that even though we were all stunned by the performance by all the athletes including Michael Phelps, the Jamaican sprinter Ussain Bolt and including the remarkable Chinese athletes themselves who outperformed even themselves during that period, to me the greatest achievement was Korea winning the baseball gold medal.

I remember during my last visit I noticed outside my hotel the impressive baseball fields you have created not just for your college players and your professional players but also for your seven-year olds and your ten-year olds. So it did not surprise me that you won this remarkable competition. The US came in third, which was not bad, all things considered. My only request is that you send some of the talent to the New York Yankees because we are in desperate need of talent and we need some good Korean baseball talent.

But this to me in many ways symbolizes the ability of Korea to focus on something important and gradually build to a world-class level. I think that is what you have done economically, financially, it is what you have done in so many areas of life in these last five decades and I will return to that at the end of my remarks this morning to talk about some of my current perceptions of the Korean economy and the outlook for the Korean economy in this remarkably volatile and uncertain time.

But lets talk about the global financial crisis, that's what you came to hear me talk about and I am delighted to exchange views with you in a question and answer session. We are clearly in the midst of the most challenging, the most turbulent, the most difficult and the most complex financial crisis the world has seen since the 1920s. I can imagine of no period in my 33 years in global finance and from my reading of modern financial history, no other period since the late 1920s when the world financial system has been so destabilized by such a complex elusive set of issues. Of course many

of us have lived through difficult financial periods. Here in Korea, you had this remarkably difficult financial turmoil ten years ago which many of you remember all too well and which I remember as well.

During the 1980s, many debtor countries, the so-called less developed countries went through a very stressful period from 1982-1989 that posed heavy burdens on the global banking community. Indeed if you look back some twenty-five to twenty-six years ago many of leading banking institutions were probably technically insolvent. Now we should not take away from that reality any special comfort about today's situation, because the environment surrounding the Latin American debt crisis was a much more manageable environment. Those of us involved in trying to frame solutions to this, understood the problem, it had much fewer layers than today's complex financial problems. And most importantly, the accounting market environment at the time gave a window of adjustment and a period of some years for the banks to regain capital and to position themselves for the losses which were required through the Brady Deal, for this problem to be put behind both those countries of Latin America and elsewhere and the banking community. Today we do not have the luxury of time. The markets are demanding performance everyday, morning to night, 24/7 virtually. And this is putting enormous pressure on not only the system but on individual decision makers.

There are some aspects of this system that we probably need to rethink. But in my view, the problems we have today have three key sources for your reflection. First of all, and this is not unusual, we find these problems arise after a period of strong global growth and high international liquidity in financial markets. Where investors and lenders began increasingly to chase short-term yield and short-term performance and lost some of the discipline that is so essential in finance today along the way. The incentives for short-term performance, both the financial incentives individually for individual employees and the incentives for corporate short-term performance have built to tremendous and unmanageable levels in the last few years. So these incentives in my view contributed heavily to the generalized

breakdown of discipline in risk management in the financial markets. It was not only an environment of liquidity and growth in chasing yield but unfortunately the second source of the problems we face today has to be laid at the feet of the large global financial institutions who allowed their risk management systems to deteriorate to a point where they no longer understood or were fully capable of managing the risks involved.

Well you might say to me, it is not possible for any one chief executive or one firm to completely understand fully the risks involved. And it is difficult but it is possible and it is absolutely essential. Some years ago after I left the US Treasury Department, I worked for a number of years with JP Morgan in New York. And I had the responsibility for Morgan's business relations and development in Central Europe, the Middle East as well as India. And we had lots of clients in the Middle East who had lots of money who liked to do very complex things with their money. And one day, one of my treasurers came to me with a proposal for a very large equity-derivatives trade, which was very complex in its structure. And it was of such magnitude that it needed the approval of the Chairman who was also the Chief Executive Dennis Weatherstone. Well, I spent two hours with my team trying to understand the trade and finally I thought I had a handle on it and went personally up to his office, the floor above me. And I said, "Mr. Weatherstone, I have come personally to seek your approval for this equity-derivative trade." He said to me, "Well ok, Charles. If you want to do this derivatives trade explain it to me." Well, I got to about 3 minutes of the explanation and he kept firing questions at me. At the 3-minute mark it was clear that I did not fully understand this. I had understood just two-thirds of what was needed. And he said to me, and I was quite embarrassed, "Charles, come back and ask me again when you really understand this trade." I went back and studied it for another twenty-four hours and came back the next evening and was able to answer every question and I was able to get his approval for the trade. It taught me a lesson, there really is no substitute for unbundling the risk involved in any financial transaction and trying to understand what the risk to your own institution may be.

It is particularly difficult today, of course, because although a firm may understand the risks involved in that firm's on-balance sheet. The interconnections of financial institutions are such today that no one firm can understand fully the systemic risk that may be building around them. So you may feel that your ship of finance is quite strong but if you are in an armada of ships and all of you are mutually interdependent of each other, there is no way that you can be fully confident, that you understand all the risk surrounding you.

Coming back to the seeds of this crisis that surrounds us today, there was this seed of global liquidity encouraging bad risk management, there was this seed of allowing the discipline of risk management to break down and there was this seed of weak regulatory supervision and weak oversight arrangements over certain important parts of our global financial markets. This was particularly evident in the United States where we allowed mortgage business to be done without adequate supervision or regulation. And frankly some of it went to the point of not only irresponsibility but to the arena of fraud. Unfortunately, American regulators stood back and allowed this to happen. And equally unfortunately, and this is where the risk management comes in again, the leading global financial firms took these sub-prime mortgages bundled them together with other financial products and created complex instruments which were then packaged together and sold to investors around the world.

Unfortunately every participant in that financial exchange has to take some responsibility for the weaknesses that were revealed during that period of time. The original mortgage brokers who engaged in irresponsible and I would even say in some cases, unethical and illegal activity. The underwriting firms who took these products and distributed them to investors without fully understanding or gauging or advising their clients of the risk involved. The rating agencies that were caught up in this process and who unfortunately had conflict of interests and who lost sight of how to fairly and transparently rate the quality of the complex products. And then the investors themselves who were quite happy to take on this paper, which

gave them higher returns. These are professional investors who should have known that with higher return comes higher risk.

Now, over the last year we have seen the consequences of these series of shortcomings in the financial system. And we are all struggling mightily to overcome the weaknesses that have been so painfully revealed. Many steps have been taken by individual firms to strengthen their risk management, to raise capital, to improve their business models and to reduce the leverage in their balance sheets. Many steps have been taken by regulators and by central banks. And even today you can see within the last twenty four hours the continued efforts of the world's leading central banks to provide exceptional liquidity arrangements, to provide an underpinning of liquidity in global financial markets today.

We at the Institute took it upon ourselves, to look squarely at the weaknesses that I had been discussing and to speak frankly about the mistakes that had been made by the global banking community. But also we took it upon ourselves to identify the kind of practices by the industry, which in the future should mitigate the potential, should reduce the potential for a repetition of this kind of financial crisis.

Of course, you never know where the next storm will come from. If you are sitting in the Caribbean or sitting in parts of the Pacific, you never know where the next hurricane or the next typhoon will come from. But you do know how to prepare for it. And that is what we have been doing for the last year or so.

We created a committee and this was supported by the world's top bankers. Our board of directors includes the chairman, CEOs or senior executives of the world's leading financial institutions. We are privileged to have had on our board of our directors, the former Chairman of Woori Financial Group who is now in the Blue House helping to run the Korean government. And we look forward to in the near future to having another distinguished leader from the Korean banking community on our board. Because we are a very global institution, we have almost 400 members,

some 396 and we are very proud that that membership includes not just the leading banks of Europe and the US but it includes 10 financial institutions from Korea, 15 from China, over 60 from the Middle East, a dozen from Turkey. Our membership is very global now and our response needs to be very global.

So we created a committee, which worked day and night for nine months to develop a set of best practices for the industry. We looked at what went wrong in risk management, what went wrong in transparency, what went wrong in the ratings process and what went wrong in accounting. And believe me, accounting has been an important source of the problems in the instability of the last year or so. We asked many of these questions of ourselves and we came up with a set of principals and a set of best practice recommendations for our membership globally. This is not about self-regulation, it is about the banking industry acknowledging the severity of its own mistakes and making every effort to rebuild confidence from the ground up. We released this report two months ago and I am pleased to say it has been very well received.

In these last two months we have had an opportunity to present the report to leading officials just in the last few days here in Korea, but also to Chairman Bernanke and to all of the top officials in New York, Washington and regulators of Europe, Japan and Hong Kong. And we are in the process of sharing this report with all of our member banks and regulators around the world. And they have all formally endorsed this report. But confidence once broken is an exceptionally difficult thing to rebuild, trust once broken is an exceptionally difficult thing to renew.

If you think back to what we should have known already about the foundations of the free enterprise system, we in global finance should have realized two things, that actually Adam Smith told us about this over two centuries ago. First of all, that the world is really not about finance, it is about production. I quote one excerpt from Adam Smith's *Wealth of Nations*. "Money, therefore, the great wheel of circulation, the great instrument of commerce like all other instruments of trade, though it makes

a part and a very valuable part of capital, it makes no part of the revenue of any society to which it belongs; and although the metal pieces of which it is composed in the course of their annual circulation, distributes to every man the revenue which properly belongs to him, they make themselves no part of that revenue.”

Indeed I think those of us in global finance need to remind ourselves that we are the means of facilitating global commerce, we are not the center of global commerce. And I think this is part of the mistake that has been made. It was for the global financial community to believe it was the center of global commerce not the facilitator of global commerce. And as I mentioned, each financial institution individually and all of them collectively will need to set about rebuilding trust and confidence.

If a financial institution in today’s highly interconnected world cannot sustain the confidence of its investors, of its lenders, then it is in deep trouble. This is what is happening today in New York and other financial markets around the world. These financial institutions coming under pressure are not insolvent in the way we would typically think of them as being insolvent but they have lost the confidence of their investors and creditors, it is that simple. It is crucial that we all work together now to stabilize confidence in the financial system.

Because in my view, it is very difficult to solve the immediate problems by fighting each fire on its own. And even though I have great respect for what the Federal Reserve and what the Treasury is trying to do today and for what other central banks around the world are trying to do today. And I am sure your own authorities are cooperating in this global effort to stabilize markets. I believe that we will need to think about some of the lessons learned here and other ways going forward to strengthen the stability of the international financial system.

One of the recommendations that our committee made is that we would form a new global market monitoring group which would come together

sometime in the next few months and would meet on a quarterly basis and bring together the best minds in private finance around the world together to try to detect at an early stage the bubbles that have been so costly this time, to try to detect where risk is being mis-priced. Because we now know and many of us have known for quite a few years that risk was being mis-priced throughout the financial system. But if this new group, called the Market Monitoring Group is to be effective, it will not only have to identify potential systemic weaknesses in global finance but it will have to convey them to market participants so that they can act on them at an earlier stage.

Let me say a few things about the outlook ahead and then I would like to talk about the global economy and I was just in Japan last week with a number of our colleagues. The head of our Asia-Pacific Department, Greg Fager is with me here this morning and Greg said to me last night how dramatically the world has changed in those six days. The world is changing so rapidly before our very eyes. And I do think that we are unfortunately in for some continued period of instability and stress in global financial markets. Some have asked me here in Korea and Japan, is Lehman Brothers the last firm? Or is "X" firm the last firm? And I wish I could say with confidence that it was but I think that we have some dynamics in the system that has to work its way through. And I'm afraid it will take some months.

These dynamics revolve around two fundamental vulnerabilities in the system today. That is the difficulty of stabilizing the value of these complex structural products, these so-called CDOs, Collateralized Debt Obligations which have been the poison for so many balance sheets around the world this year. And the related difficulty, which we are having in the United States in stabilizing the housing market. Until these two related markets are closer to a point of stability, I am afraid we will continue to have stress in global financial markets. That does not mean we are not making progress and amidst all of the volatility of the last few days and the remarkable events with Lehman Brothers filing for bankruptcy, with Merrill Lynch being sold to Bank of America, with the pressure that is now very apparent on other

financial institutions amidst all of this it is easy for us to lose sight that there are underlying improvements taking place in dealing with these financial problems. Firms have already written off almost three-quarters of a trillion dollars in bad assets and they have raised capital equal to almost half a trillion dollars. Now there is more capital to be raised. But for many of the world's global financial institutions they will not have difficulty in raising capital, this applies to a many firms in Korea, Japan, in Asia but it also applies to a large number of firms in the United States, Europe and Canada.

Many of these firms have reduced their exposure to these toxic credit derivative obligations. Therefore, even though there will be more quarterly loses as the value of those instruments continues to decline in the marketplace. Nevertheless the magnitude of those loses will be reduced and you will see more evidence that many of these large global financial institutions have continued strong earning screens from their commercial banking activities, from their corporate banking activities, indeed some of them still from their investment banking activities, from their trading activities. And many of them actually are taking market shares away from some of the small players in global finance. As we know, coming out of a crisis like this, there will inevitably be consolidation in the global financial community. There will be winners and losers, and there should be. There will be firms being swallowed up by other firms, and there should be. I do believe that when we do get through this phase, whether it is nine months from now or twelve months from now and my guess is it will be somewhere in that time frame. My guess is that we will have a more resilient, stronger banking system in place. And if you look today at the number of firms under pressure today compared to six or nine months ago, that number is dwindling. Now I grant you, that the instability surrounding a few firms has spread throughout global markets. But I think we should not allow ourselves to think that the entire financial system is collapsing around us or that the global economy is collapsing around us.

When we were preparing for this trip some weeks ago, Greg Fager and I

looked at Korea a few months ago and we were a little puzzled. Because there seemed to be talk of a crisis in Korea, there seemed to be some anxiety in Korea. And viewed from Washington it did not seem to be the case. Now that we are here, we are even more puzzled by what seems to be an unnecessarily high degree of anxiety in Korea today. Surely there is reason to be concerned about the world economy and about its effects on Korea. Korea is now much more than twenty years ago and even much more than in the Asian Financial Crisis in 1997/1998, much more interconnected and interwoven into the global economy and global system. But in our view, Korea does not face exceptional pressures and is not in a particularly vulnerable position. Indeed if you look around Asia, you see a slowing of the Asian economies, there is somewhat slower growth here in Korea. In China growth is moderating from 12% last year to 9% this year. And in India growth is moderating from 10% last year to 7% next year. Now these are significant changes.

And as you know, the fallout from the global financial stress when combined with the very adverse shock of the run up early this year and last year of global commodity prices especially global energy prices, these two seismic shocks have hit the global economy hard. But still, during this period, the US economy has managed to still move forward, which is remarkable. Many forecasts that we would fall into recession in the first half, we did not. Now I am afraid that the chances of recession have grown in a week or two with the new bout of financial turbulence. Still we do not see a global recession at the institute, we see relatively weak growth for a two to three year period in the US, Europe and Japan and therefore relatively weak growth in emerging markets. But even in spite of the weakness that has been evident in the US economy for some time now and the growing signs of weakness in Europe and Japan.

We just came from Japan where you know they had a very negative performance in the second quarter. But it is not all bad news there and it is not all bad news globally and even in spite of that, I think the latest figures which Greg gave to me, for exports was something like 22% up in the first

eight months of this year. 22% growth in the value of Korean exports, 240 billion dollars in foreign exchange reserves. Growth still in spite of all the global stress running at an underlying trend of 4-5% and a current account position which with the recent correction in oil prices is probably moving back to balance in the current account position. This does not seem to describe a country that is on the edge of a crisis.

So one of my messages this morning would be for our leaders in Korea to continue to focus on improving the underlying fundamental structural strength of the Korean economy, not to be so worried about the volatility of the markets, not to be so concerned about what is happening to the Korean won or what is happening with your interest rates or what is happening with your stock market. Of course it is easy for me to say, because I am not responsible for the Korean economy. But I do believe that it is important to keep focused here in Korea, on medium and long term goals for the Korean economy and for Korean companies and for Korean financial institutions and not to be distracted by short term market volatility.

You know some years ago when I was at the Treasury Department, and those of you who have worked in government knows this well, you begin to learn something of your own field. And in 1980s I learned a lot about exchange rates and indeed I spent some time in Korea talking about exchange rates as some of you may recall. Trying to find some solutions to global imbalances in the late 1980s and early 1990s.

But one of my jobs in 1988 was to take a brand new Treasury Secretary whose name was Nicholas Brady and help him cope with a very volatile exchange market. The dollar was very weak at the tail end of the Reagan Administration. We had gone through this Plaza period when we had tried to drive the dollar down and then we had gone through a period when we had tried to stabilize the dollar. And now we were in another period of dollar instability.

He went on "Meet the Press". Now he was very inexperienced in

exchange rates but was very experienced in finance and global equity markets. And so we told him, whatever you say, don't say anything that will undermine further confidence in the dollar or put more pressure on the dollar because we are already in trouble. I was hearing from the Federal Reserve every time the dollar weakens, we have high inflation and that makes it more difficult for us and we have to tighten monetary policy and that weakens the economy so please don't let the dollar slip any further. And we were marginally involved in intervening in the exchange markets but not too heavily. So he got on the press that morning and they asked him, "what do you think of the dollar, Mr. Secretary?" And I am at home and grimaced because his answer was "oh, I don't worry too much because markets go up and down." And this expression "markets go up and down" was seen by the markets as a tolerance for further dollar depreciation. So when the markets opened up the next morning they just pounded the dollar and we lost another 2% in value. And I went in to him and asked him "why did you say that, why did you say markets go up and down." He said, "I know it's not the smartest thing to say but it's the truth and we have to learn to live with some volatility in foreign exchange markets just as we do in equity markets and just as we do in bond markets." Well, I wasn't very happy with his performance but I must say there was some validity in his answer.

And as I look at Korea today I also feel that there needs to be some understanding here that markets go up and down and that the fundamental strength of the Korean economy remains quite strong. I look at your banks today and many of whom are increasingly involved in the activities of the Institute and I see banks which are well positioned to take advantage of some of this global volatility to spread their wings cautiously both through consolidation here in Korea but also spreading their wings in the Asia-Pacific Region and even globally.

The Korean banks and the Korean security firms and Korean insurance firms are well positioned to move forward cautiously but steadily and globally. They will need to think globally and to strategize globally if they are to succeed in the years ahead just as the Korean industries have done.

Here you are today with your exports to China much higher than your exports to the US which leaves you much less vulnerable directly to the weak growth in the US than it would have ten or even fifteen years ago.

Now I realize that the government here will want to take some measures to support the economy. And frankly, and this may not surprise you since I served for many years in the Reagan Administration, I am pleased to see the tax cut proposals which the government has on the table because I think they can inject into the Korean economy some new competitiveness, some new dynamism. I am also pleased to see a push for deregulation in the Korean economy because to me the Korean economy still remains somewhat overly rigid. And the deregulation in my view needs to extend not only to the industrial sector but into the labor markets and also to the service sector. Because if you look at the growth of Korea in the last seven, eight years it has not generated many new jobs and I know that concerns all of you in this room. If the growth of Korea in the next decade is to be different it will have to be job creation through the technology and service sectors. Because your companies, just like American companies and just like European and Japanese companies are finding it competitively at their advantage to take their production elsewhere. But if you can globalize the service sector in Korea, you will not be facing in ten years from now what you are facing today which is growing numbers of college graduates unable to find job positions and a real concern about the capacity of the Korean economy to generate new jobs. But this will take further changes in my view and it will take leadership.

You know for many years, the Korean leaders have been discussing of Seoul as a financial and regional hub. My old friend Dr Kim Ki-Hwan has steadfastly pursued this, no matter whether people were listening or not, he has steadfastly pursued this. And now this has gathered new momentum and rightfully so, I would strongly urge the leadership here in Korea and you have such capable leadership now with President Lee and his team to move from rhetoric to action. To develop the concrete plans which are needed. To build on the earlier progress, cause to be fair to the previous

government, progress has already been made in deregulating the Korean financial sector.

And you see this in the increased legal capacity of firms to integrate their banking, securities and insurance operations, you see it in the growing openness of Korea's financial system to foreign entrants and foreign participants. But this is not about financial rules and not just about financial IT and not about just having a physical financial center, although that is an exciting idea that I have heard about in the last few days. But it is about changing some of the broader attitudes and characteristics of your approach toward making this a really friendly place for foreign financial experts to come and want to work, want to live and want to raise their families. There are educational issues, there are language issues, there are a host of issues which are not easy to deal with because these are not matters for the Financial Services Commission or for the Minister of Strategy and Finance, they are matters that cut right through the Korean government and Korean society. But I do believe that Korea has considerable potential to strengthen its role as a regional financial platform and for its financial institutions to become not just strong players in Korea, but strong players regionally and globally.

Of course, there are other areas of deregulation and structural reform that remain to be tackled here. I am very pleased that Dr Il SaKong is leading this Commission on Korea Competitiveness that I gather is very much focused on deregulating the Korean economy. I am very pleased to see the new push for privatization that has a high priority in the government. Sadly at this point we seem to be nationalizing institutions in the United States for the moment out of necessity. Well, you are in the right spot because you are privatizing them after you had to go through a period of having to inject government capital into the institutions of this country some years ago.

As I look at the global landscape, it is uncertain today as it has been in modern economic financial history. But as I look at it here from Seoul I see not only a challenging world environment but a world environment of

opportunity. I see a country, which has accomplished so much in the last decades in spite of some weaknesses, which still persist here. A country that should be well positioned to survive the current storms and to come out of it in an even stronger position than today.

Thank you all for coming here this morning

Questions & Answers

Q I agree to your opinion that the weak supervisory system worked as a key element of the current financial turmoil in the US. In particular most supervisory agencies seemed to neglect the risk that financial derivatives may cause. In order to prevent similar turmoil taking place in the future, I think it is necessary to strengthen regulation on financial derivatives. I would like to ask you your opinion on this.

A Well, I think that there have been regulatory oversights and I think that they need to be addressed. But strengthening regulatory derivatives is not an easy thing to do. Firms will need to do a better job in managing their derivatives risk and in stress testing their portfolios. And regulators will need to do a better job at monitoring that risk management and in discussing with the firms the stress testing. Part of this is just old common sense and good sound risk management. Don't build up so much leverage and don't put risk on your books that you don't fully understand. This should not require a great deal of micro-regulation.

I see that Korea continues to move down the path of a principals-based regulatory structure, which I believe is the right direction. But it does require a good bit of discipline and it requires more coherent regulatory structures. Today we in the United States and to a lesser extent in Europe should be absolutely embarrassed by the incoherent regulatory structures we have. And I would hope that coming out of this crisis, there would be not only

more effective regulatory structures but also more coherent and more globally consistent regulatory structures.

You know, one of the real problems we have today is that financial institutions are more global but they operate around the world and almost every jurisdiction has a different set of regulatory rules and regulations, this makes no sense.

And indeed when I was last here in Korea some 16 months ago, the former Chairman of your Financial Services Commission, Chairman Yoon hosted a gathering of all of the regional regulators from all over Asia-Pacific with bankers to talk about how to reduce unnecessary inefficiencies and inconsistencies in regulatory environments.

So while we as bankers do not speak too loudly today about shortcomings by regulators because we are in no position to point fingers at anybody else given the magnitude of the mistakes made by the banking community. And if there was ever a time for humility by bankers, now is the time. Nevertheless regulators have to recognize they have created a remarkably incoherent and inefficient world of global regulatory structures, which really need to improve if we are going to find a more stable global financial system.

Q Thank you very much for your excellent presentation. This morning I would like to make some comment on the sub-prime mortgage failure. In my assessment, the main reason for these kinds of difficulties came from Reagan Administration's deregulation. As you know the Federal Reserve has 8-26 selective control mechanism and according to my observation, the banking supervision is exiting in the US, member banks under Federal Reserve System, non-member banks under Federal Depository Insurance Corporation. But this sub-prime mortgage is under a very vague supervisory body, all I can see is the Federal Trade Commission. And these sub-prime mortgages came without any documentation. About 60% of the loans made

of sub-prime mortgages were only telephone and oral application. How can this happen in the most developed financial system?

Q The FRB decided to keep rates unchanged yesterday, do you think this will help solve the financial turmoil?

Q We have witnessed a financial crisis taking place in the United States and the after effects spreading across the globe. It might mean the lack of control on the side of the US government or a kind of moral hazard for the US business people. What's your take on that?

Q I was thinking about what Charles said about making Seoul into the financial center. I think many Koreans think that our efforts in this regard are quite mistaken. And now they come to me and say, look the US the most advanced country in the world and New York City the most advanced city in the world having all this financial trouble, how can Seoul be a financial center? My question is how can you convince these people who are self-defeatist and are now taking a line from the current turmoil.

A I think there is little doubt that the gaps in oversight really did contribute to the sub-prime problem. I don't know if it had much to do with the deregulation of the Reagan Administration. It had to do with a lack of coherent, comprehensive regulatory structures in the US and the fact that we allowed brokerage lending to develop without any meaningful, federally-coordinated oversight of the brokerage business, which was extremely irresponsible.

I do think that it is important however that we not allow the mistakes that have been made in the US and Europe to cloud our sense of the benefits of financial liberalization and the development of capital markets. I know that many banks and financial institutions in Korea and the rest of Asia are at a very early stage of developing their investment banking teams. My advice is to continue your efforts because you will need to serve your clients in the future world of globalized corporations, you will need a range of capital

markets and investment banking products as well as commercial banking products and you can benefit from these products and your clients can benefit from these products without necessarily bringing all of the poor risk management that went on in the last few years in US and Europe.

There are many global investment banks and diversified financial institutions who have done very well in sailing through this storm. Yes, they have been marginally affected but they were able to develop their capital market capacities, as I am confident Korean institutions will be able to over time. And I think it is important that officials and regulators not use this experience and this pain to yield to the temptation to think that you can de-link from global financial markets or think you can de-link from the global economic environment, this is not practical, this is not feasible. It goes with my message that we all have to live with a bit more volatility in our lives and in financial markets as part of the price of globalization.

A final word on the news today that the Federal Reserve will not cut interest rates. This must have been a difficult decision and it is hard to know where it will lead to in the medium term. But one can understand that inflation is running at a remarkably high level in the United States and inflationary expectations had begun to reemerge from the bottle they had been put in by Paul Volker some twenty five years ago and this is a dangerous reemergence. So I have no trouble with their decision not to cut interest rates, the fact is they are doing everything they can to provide liquidity to the markets. In the end, as we know, the markets has more to do than does the Federal Reserve about the actual level of interest rates. Earlier this year, the Fed was cutting short-term rates time and again but medium and long-term rates were not going down and so it was not doing any good in reducing the cost of money in the economy.

Q Good morning. It's good to hear you again. We have a saying in Korea, "The world changes in ten years." It certainly has changed a lot. Now, when we look up to the big brother, the US is in a financial crisis. To

get out of the financial crisis, Korea had to take very difficult measures. Many of which were dictated by the IMF, many Koreans felt that it was dictated by the US through the IMF, whether that was correct or not. Now the US will have to take some difficult measures to get out of this current financial crisis, but without someone like the IMF forcing them, there is some doubt that the US will be able to take the politically difficult measures that they know have to be taken but difficult to execute. How do you feel the US is really going to handle this? Because we have looked up to the US as the global standard. We also have a Presidential election coming up in the US. Do you feel that the approach taken by the new President will be any different in this issue?

Q Thank you. I would like to raise one question. Over the last twenty to thirty years we have seen investment banking growing but suddenly investment banking is going down, Bear Sterns taken over by JP Morgan Chase, Merrill Lynch was taken over by Bank of America and Lehman Brothers filing for bankruptcy. Do you see this change as being that commercial banking is coming again and investment banking going down?

Q Since World War II, the US financial market worked as the global financial center, so do you think the current financial turmoil may affect the role of the US financial market. So what kind of impact do you expect on the future role of the United States' financial market in the world financial market.

A Of course, I think going back to the question. It is only natural sitting here in Korea to think back to your experience ten or eleven years ago and to ask will the US have the discipline to deal with its problems. We in Korea worked closely with the IMF for better or worse and I do think that in hindsight that the IMF was a constructive partner in helping Korea work through some of the difficult reform measures you had and in some way I would like to think that we could be in an ideal world the IMF could be a constructive partner of the United States but it is not practical today, certainly not on a bilateral basis. In some real sense the markets have to

provide some of the discipline that the IMF or some other external agencies has provided in other crises in other economies.

The IMF, in my view, could play a role but not just focusing on the US, there is a great need for a reinvigorated IMF which could pull together a cooperative set of policies among all of the major economies. To see if we can move through this period of enormous turbulence and actually survive with growth being sustained and with inflation being contained. And this is a global challenge, it is not just a US challenge and it is not just focused on the financial markets, it has to do with trade policies, it has to do with structural policies, it has to do with agricultural policies. The IMF should take some leading role, whether they will do so, I don't know, they are struggling because as you know they are still very heavily influenced by the G-7 and the G-7 is out of date and should have moved to a G-11 or G-12 some years ago to invite countries like China, Brazil and Korea into these discussions. So I think this handicaps the work of the IMF in today's global environment.

I do believe this will demand the resolution of the problems in the US and Europe today and that will need strong political and financial leadership. And to be honest, I think that both candidates are untested in this arena of financial stress. I saw them on the news in the last few days trying to find something to say and it was not easy. And without revealing my own preferences I think both of them are going to have to be prepared from day one and they will have to show leadership in reforming the regulatory structures. And this has to be the immediate high priority and perhaps in also taking stronger action to stabilize the housing market. We may even have to take stronger action during this interim period.

You know, I remember you were forced to take strong decisions when you were moving from one government to another back in 1997/1998. We may be forced to do the same, it will be very extraordinarily challenging interregnum period between November 4th and late January, so we may have to be prepared to step up.

In the long run I do believe US capital markets will come out of this even stronger so I am not very concerned about the long-term position of US capital markets here. I believe that the depth and liquidity and vibrancy of our capital markets will continue to be a major attraction for global investors around the world. But I do believe we have to address the risk management weaknesses of the financial institutions and regulatory weaknesses if we are to sustain our position.

Finally on the question of investment banks. I don't think it is quite so black and white that investment banks are going down and commercial banks are coming up. The model of independent investment banks largely dependent upon wholesale funding and with high leverage, that model is over. That model is over. Independent investment banks strictly dependent upon wholesale funding in the financial markets with no deposit base and with high leverage in their balance sheets. That model is over. But investment banking activities as part of diversified financial institutions remains a very vibrant source of revenue and very vibrant part of our financial system. And I think we have to realize that many investment banking operations of many large global firms have managed their business relatively well in the last year or so.

So I think this is the model going forward and clearly it has been a painful way to realize this. And clearly the regulators in the main financial centers will need to rethink their regulatory approach to both investment banks and insurance firms. Because if banking regulation is in need of serious improvement, insurance regulation is an even worse shape around the world and this is something we are getting involved in at the Institute.

Q You already said that the current financial difficulties in Wall Street provide a good opportunity for Korea. Many factories have been moving from the West to the East in recent decades, so in a similar context do you think the current development will provide another opportunity that Asia can take the financial industries from the West to the East, a so-called power shift?

A I think it is an entirely different proposition altogether. I think there is a scope to improve the role of financial institutions and markets here in Asia. As I said about the concept of Seoul becoming the regional and financial hub, I do not believe this is just dreaming, I do believe it is something you can strive towards and realize here. But Asia as a region has very significant challenges of language, cultural, geographic and political differences within the Asia-Pacific region that will make it difficult as Asia as a whole to grow into this space. I think it will be important for financial centers themselves like Singapore, Hong Kong, Tokyo and Seoul to step up and seize the opportunities they have rather than visualizing Asia as a whole to move into this space. But this will take a lot of change and a huge amount of reorientation. And I think it will still take some effort to get there.

세계 및 아시아 경제 · 금융 전망*

Charles Dallara

서울과 세계경제연구원을 다시 찾는다는 것은 언제나 매우 즐거운 일이다. 사실 몇 달 전 사공일 전 이사장께서는 이명박 대통령 정부의 중책을 수락한 후 본인에게 전화하여, 한국과 세계경제에 관한 주요 현안에 대한 이야기를 간단히 서로 나눈 바 있다. 그때 사공일 전 이사장께서는 자신의 새로운 직책에도 불구하고 본인이 서울을 방문하여 세계경제환경에 관한 이야기를 해주기 바란다고 하였다. 한 가지 조건이 있다면 흥미로운 시점에 본인이 방문해주길 바란다는 것이었는데, 흥미로운 시점에 오겠다는 본인의 약속을 이렇게 지키게 되었다.

정부의 직책 때문에 사공일 전 이사장께서 이 자리에 직접 참석하지 못하셨지만, 세계경제연구원이 수행하고 있는 모든 흥미로운 과제에 항상 관심을 가지고 있다는 것을 본인은 잘 안다. 한국의 사고력과 분석력, 그리고 재계 지도자들의 지성을 세계화하는데 큰 자극을 주고 있는 세계경제연구원의 역할은 한국의 경제와 금융체계가 세계화함에 따라 매우 중요한 것으로 생각된다. 특히 한국 지도자들의 사고방향이 세계화하는데 세계경제연구원이 큰 몫을 하고 있다.

복잡하고 다소 고통스러운 오늘의 주제로 들어가기 전에, 본인에게는 약 18개월 전 본인의 한국 방문과 관련된 과제가 하나 있다. 우리는 한국의 인접국인 중국에서 성대하게 개최된 올림픽 경기를 지켜보았다. 여러분은 3주간의 올림픽 경기에서 가장 인상적인 승리가 무엇이었다고 생각하는가? 물론 본인이 판정자는 아니지만 이 자리에서 본인의 의견을 피력할 수는 있다. 미국의 마이클 펠프스(Michael Phelps), 자메이카 단거리 육상선수인 우사인 볼트(Ussain Bolt), 그리고 능력 이상의 눈부신 성과를 보여준 중국 선수들을 포함하여 올림픽 경기에 참여한 모든 선수들의 성과에 놀라움을 금할 수 없지만, 본인이 가장 빛나는 업적으로 생각하는 것은 야구에서 금메달을 획득한 한국이었다.

* 이 글은 2008년 9월 17일 개최된 특별강연회의 내용을 녹취하여 번역·정리한 것으로 필자의 개인 의견임을 밝혀둡니다.

지난 번 방한시 본인은 투숙했던 호텔 근처에서 대학선수나 직업선수만을 위한 것이 아닌, 7~10세의 연령층을 위해 마련된 훌륭한 야구장을 보았다. 그렇기 때문에 한국이 야구종목에서 이처럼 돋보이는 승리를 거둔 것에 대해 본인은 놀라지 않는다. 모든 점을 고려할 때 3위에 그친 미국의 성과도 나쁘지는 않다. 본인이 한 가지 원하는 것은 한국이 뛰어난 몇 명의 선수들을 뉴욕 양키즈(New York Yankees) 구단에 보냈으면 하는 것이다. 왜냐하면 양키즈 구단은 뛰어난 선수들이 절실히 필요한데, 훌륭한 한국 야구선수들이 몇 명 필요하기 때문이다.

그러나 이와 같은 사례가 여러 가지 면에서 본인에게는, 중요한 것에 집중하면서 이를 점점 세계수준으로 구축해 나가는 한국의 역량을 상징한다. 이러한 것이 경제 및 금융 면에서, 그리고 지난 50년 동안 생활에 관계된 수많은 분야에서 한국이 이루어온 업적인 것으로 생각된다. 이 문제에 관해서는, 한국 경제에 대해 본인이 인식하고 있는 몇 가지 양상과 매우 변동적이고 불확실한 시기에 처한 한국 경제의 전망을 거론하게 될 본인의 오늘 강연 말미에 다시 언급하도록 하겠다.

세계적 금융위기에 대해 살펴보자. 여러분들은 이 주제에 대한 본인의 견해를 듣고자 이 자리에 참석하였으며, 질의응답 시간을 통해 여러분들과 많은 의견교환이 이루어지기 바란다.

우리가 1920년대 이후 가장 도전적이고 험난하며, 힘들고 복잡한 금융위기의 한 가운데 있음은 분명하다. 이러한 현상은 지난 33년간 본인이 체험한 세계금융과 현대금융사에 유례가 없던 일이다. 1920년대 말 이후 세계금융시스템이 이처럼 복잡하고 어려운 문제들로 인해 철저히 불안해진 적은 없었다. 물론 우리들 대부분은 금융상의 어려운 시기를 거쳐 왔다. 대부분의 한국인들이 잘 기억하고 있고 본인 또한 기억하고 있듯이, 10년 전에 매우 힘들었던 금융시장 혼란기가 있었다.

1980년대에 걸쳐 대다수의 채무국, 이른바 개도국들은 세계 금융권에 큰 부담을 안겨준 매우 힘든 기간(1982~1989)을 겪었다. 사실 지난 25~26년 전을 돌이켜 보면 많은 주요 금융기관들은 아마 기술적으로 파산상태에 있었을 것이다. 지금 우리는 그러한 사실에서 오늘날의 상황에 대한 어떤 특별한 안도감을 가져서는 안 된다. 과거 중남미국가들의 외채위기를 둘러싼 환경은 상당히 관리하기 쉬운 것이었기 때문이다. 당시 위기해소를 위해 노력한 우리는 금융시장 혼란이 가져온 문제들을 알고 있는바, 그 때의 위기는 오늘날의 복잡한 금융문제보다 훨씬 가벼운 것이었다. 가장

중요한 것은, 그 당시의 세계시장 환경이 중남미 및 여타 국가와 금융권이 문제를 해결하도록 조정의 기회를 주었다는 것이다. 그리하여 금융권이 자본을 다시 확보하고, 브래디 외채감축안(Brady Deal)의 혜택을 받기 위해 기업의 손실을 털어낼 수 있는 몇 년의 기간이 부여되었다. 지금의 경우에는 시간적 여유가 없다. 시장은 사실상 아침부터 저녁까지 온종일 연중무휴의 성과를 요구하고 있다. 이는 금융권뿐만 아니라 개개인의 의사결정권자들에게도 엄청난 시간적 압박을 가하고 있다.

이러한 사태에는 재고해야 할 몇 가지 측면이 있을 수 있지만 지금의 금융위기에는 우리가 되새겨야 할 세 가지 요인이 있다는 것이 본인의 생각이다. 특별한 것은 아니지만 첫째로는, 오늘날의 금융문제가 세계경제의 호황과 넘쳐나는 세계금융시장의 유동성 속에서 투자가나 대출자들이 단기 이익과 실적을 추구하는 가운데 매우 중요한 금융규율 측면을 망각하면서 발생했다는 것이다. 단기실적 추구 유인책, 즉 개인 투자자들에게 개별적 인센티브로서 기업의 단기실적에 대한 과욕을 부추기는 제도가 지난 몇 년간 관리불능의 엄청난 수준에 이르렀다. 따라서 본인은 이러한 인센티브가 금융시장 내 일반적인 리스크(risk) 관리상의 붕괴에 크게 작용한 것으로 보고 있다. 단기수익을 추구하도록 만든 풍부한 유동성과 높은 성장 외에, 불행히도 오늘날 우리가 당면하고 있는 금융위기의 두 번째 요인은 세계적 대형 금융기관들로부터 유래한다. 그들은 리스크를 충분히 관리할 수 있는 능력이 더 이상 없거나 이를 이해하지 못하는 지경까지 리스크 관리체제가 악화되도록 허용했다.

어느 최고경영자나 한 기업이 스스로 안고 있는 리스크를 완전하고 충분히 이해하기란 불가능하다고 말하는 사람도 혹시 있을지 모르겠다. 수년전 본인은 미국 재무부를 떠난 후 뉴욕의 JP Morgan사에서 몇 년간 일한 적이 있다. 거기서 본인은 중부유럽, 중동, 인도 지역에서 JP Morgan사의 사업 관계 및 개발에 관한 책임을 맡아 다양한 사업을 영위하면서 부유한 중동지역 고객들을 많이 유치하였다. 그러던 중 회계담당자가 복잡한 구조의 대형 주식파생상품(equity-derivatives) 거래를 본인에게 제안하였다. 하지만 거래 규모가 너무 컸던 관계로 JP Morgan사의 최고경영책임자인 Dennis Weatherstone 회장의 승인이 필요했다. 그래서 본인은 주식파생상품 거래를 이해하기 위해 기업 내 관련부서와 2시간을 보냈다. 마침내 상품 거래를 이해했다고 생각한 본인은 바로 위층에 있는 회장실로 직접 찾아가 “회장님, 주식파생상품 거래에 대한 승인을 받기 위해 직접 찾아왔습니다.” 고 말했다. 그러자 Weatherstone 회장은 “좋습니다. 그 주식파생상품을 거래하고 싶다면 그것이 무엇인지 본인에게 설명해주시오.” 라고 대답했다. 약 3분 정도의 설명이 끝나자

Wealtherstone 회장은 본인에게 여러 가지 질문을 계속했다. 3분 만에 본인이 그 상품거래에 대해 충분히 이해하지 못하고 있다는 사실이 분명해졌다. 당황스럽게도 본인은 문제의 2/3 정도만 이해했던 것이다. 그래서 본인은 주식파생상품 거래에 대해 다시 24시간 정도 연구하여, 다음날 저녁에 Wealtherstone 회장을 만나 모든 질문에 답한 뒤 거래에 대한 승인을 받을 수 있다. 이는 본인에게 하나의 교훈으로써, 어떤 금융거래에 내재된 리스크를 도출하고 자신의 기업이나 기관이 안고 있는 리스크를 이해하려는 노력 외에는 사실상 다른 대안이 없다는 것이다.

물론 오늘날에는 리스크 관리가 특히 어렵다. 왜냐하면 기업이 자체 대차대조표 속에 내재된 리스크를 이해한다하더라도, 복잡한 금융시장 상호연계성으로 인해 기업 주변에 구성된 시스템상의 리스크를 충분히 이해하기가 어렵기 때문이다. 따라서 여러분이 선장으로 있는 금융 섹터가 단독으로 힘차게 항진하고 있다고 느껴져도 그 섹터가 선단의 일원으로 움직이고 있다면, 다시 말해 선단 내의 모두가 상호의존적이라면 여러분을 둘러싼 모든 리스크를 이해한다고 장담할 수 없는 일이다.

오늘날 우리 주변을 둘러싸고 있는 금융위기를 살펴보면 빈약한 리스크 관리를 부추긴 유동성, 리스크 관리의 규율을 붕괴시키도록 허용한 것, 그리고 미흡한 규제감독 및 세계금융시장의 주요 부문에 대한 취약한 감시체계를 근원으로 들 수 있겠다. 이와 같은 측면은 특히 충분한 감독 및 규제 없이 모기지(mortgage) 사업을 허용한 미국에서 나타나고 있다. 솔직히 말해 일부 모기지 사업은 무책임한 행위뿐만 아니라 사기까지 저질렀다. 불행히도 미국 금융규제 당국은 이러한 사태가 일어나도록 허용하고 방관했다. 또 다른 불행한 사태는 리스크 관리에서 발생했는데, 유수의 세계적 금융기업들이 이러한 서브프라임 모기지를 다른 금융상품과 함께 묶어 다시 포장한 다음, 복잡한 금융수단을 창출하여 세계 각처의 투자자들에게 판매한 것이다.

안타깝게도 금융상품 거래 참여자 모두는 금융위기 기간 중에 노출된 제도상의 취약성에 대해 어느 정도의 책임을 져야했다. 최초의 모기지 중개인이 무책임하고 부도덕적이며 불법적인 행동을 자행한 경우도 있었던 것으로 본인은 생각한다. 이와 같은 파생상품을 취득한 기업은 충분한 이해나 평가, 또는 고객이 떠안게 될 리스크에 대한 조언도 없이 이를 투자자들에게 넘겨버렸다. 이러한 과정에서 발목이 잡힌 신용평가기관들은 이해충돌의 상황에 빠져, 복잡한 파생금융상품의 품질을 공정하고 투명하게 평가하는 방법을 망각하게 되었다. 그리고 투자자들 스스로도 높은 수익을 주는 증권을 매우 즐거운 마음으로 매입했는데, 이들은 고수익이 그만큼 리스크도 커다는 점을 반드시 알고 있었어야 할 전문투자자들이었다.

지난 1년 동안 우리가 보아온 것들은 이러한 일련의 금융시스템 내 취약성이 가져온 결과였다. 그리고 우리 모두는 이토록 고통스럽게 나타나고 있는 금융 취약성을 극복하기 위해 힘차게 싸우고 있다. 개별기업들은 리스크 관리 강화, 자본 확보, 기업모델 개선, 대차대조표 상의 차입금 비율 감소를 위해 많은 조치를 취하고 있다. 각국 중앙은행과 규제당국도 여러 수단을 동원하고 있다. 지금 이 순간에도, 특별 유동성 공급체계를 제공하고, 현재의 세계금융시장 내에 유동성의 토대를 부여하기 위한 주요국 중앙은행들의 지속적인 노력이 지난 24시간 동안 있었음을 여러분들도 알 수 있을 것이다.

우리 국제금융연합회(IIF: Institute of International Finance)는 이 문제를 책임 있게 맡아 앞서 언급된 취약점들을 직시하고 세계 은행권의 과오에 대해 솔직하게 언급한 바 있다. 또한 우리는 금융업계의 재원조달 관행에 대한 유형을 규명하는 과제도 수행하였는데, 이는 그러한 노력을 통해 우리가 지금 겪고 있는 금융위기가 미래에 다시 되풀이될 수 있는 가능성을 줄이기 위함이었다.

물론 다음 차례의 금융폭풍이 어디서 올지는 전혀 알 수 없다. 카리브해나 태평양 지역 주민들은 다음 허리케인이나 태풍이 어디서 발생할지 전혀 모르지만 폭풍에 어떻게 대비해야 할지는 안다. 바로 이러한 것이 IIF가 지난 10여 년 동안 해온 일이다.

IIF는 세계 굴지의 은행가들이 지원하는 위원회를 창설한 바 있으며, IIF 이사진은 세계를 선도하는 금융기관들의 회장, CEO, 또는 고위책임자들로 구성되어 있다. 우리는 지금 청와대에서 현 정부를 돕고 있는 우리금융그룹 전임회장이 IIF 이사회의 일원으로 몸담았던 것을 영광으로 생각하며, 머지않아 또 다른 한국 금융계의 저명인사를 IMF 이사회에 모실 수 있기를 기대한다. IIF는 거의 400개에 이르는 금융기관이 회원으로 가입하고 있는 세계적인 조직으로, 회원 구성은 유럽 및 미국의 주요 은행들뿐만 아니라 10개의 한국 금융기관, 15개의 중국 금융기관, 60개 이상의 중동 지역 금융기관, 12개의 터키 금융기관 등으로 구성되어 있다. 현재 IIF의 회원조직이 범세계적인 만큼 IIF의 대응도 범세계적이어야 한다.

그래서 우리는 금융산업을 위한 일련의 모범기준을 개발하기 위한 위원회를 창설하여 9개월 동안 밤낮으로 연구하면서 리스크 관리, 투명성, 신용평가절차, 그리고 회계제도에서 잘못된 것이 무엇인지를 살펴보았다. 지난해에 문제가 되었던 시장 불안정성의 주요 원천은 사실 회계제도였다. 우리는 이러한 문제들을 자체적으로 제기하여 해결하려는 노력 속에서 세계 각처의 IIF 회원들을 위한 일련의 원칙과 모범기

준을 제의하게 되었다. 이는 자율규제가 아니라, 금융산업 자체의 오류가 가져온 가혹성을 인정하고 철저한 신뢰성을 복구하기 위해 총체적으로 노력한다는 것이다. 이 보고서가 2개월 전에 배포되어 큰 호응을 받고 있다는 점을 IIF는 기쁘게 생각한다.

지난 2개월 동안 우리는 이 보고서를 주요국 정부 당국자들에게 제출할 수 있었다. 바로 며칠 전에는 이 보고서가 한국 정부의 고위 당국자들에게 전달되었을 뿐만 아니라, Bernanke 미국 연준(FRB) 의장과 뉴욕 및 워싱턴의 고위 정부당국자, 그리고 유럽, 일본 및 홍콩의 규제당국에도 전달된 바 있다. 그리고 IIF는 세계 각국 규제당국 및 회원 금융기관들에게도 이 보고서를 배포하고 있는 중이다. 이 보고서는 그들 모두로부터 공식적인 지지를 받고 있지만, 한번 깨어진 신임은 회복하기가 특히 어려우며 한번 무너진 신뢰 또한 복구하기란 매우 어렵다.

이미 여러분들이 알고 있어야 할 자유기업 시스템의 기반에 대해 다시 살펴본다면, 세계금융업계는 아담 스미스(Adam Smith)가 2세기 전에 이야기 했던 두 가지 사항을 반드시 인식하고 있어야 한다. 첫째, 경제는 금융에 관한 것이 아니라 생산에 관한 것이라는 점이다. 아담 스미스의 국부론(Walth of Nations)에서 한 부분을 발췌 인용해보겠다. “그러므로 순환의 거대한 수레바퀴이며 위대한 거래수단인 화폐는 다른 모든 거래수단과 마찬가지로 자본의 매우 중요한 부분을 구성하지만, 그것이 해당 국가의 소득의 일부분을 구성하는 것은 아니다. 그리고 쇠붙이로 이루어진 화폐가 연차적인 순화과정에서 모든 사람들에게 적정소득을 분배하지만, 쇠붙이로 된 화폐 자체가 소득의 한 부분은 아니다.”

글로벌(global) 금융에 참여하고 있는 세계적 금융기관들은 글로벌 거래를 원활하게 하는 수단이지 글로벌 거래의 중심이 아니라는 점을 진정 우리 스스로 상기할 필요가 있다고 본인은 생각한다. 우리가 잘못을 저지른 부분은 바로 이 부분이다. 글로벌 금융기관들은 자신이 글로벌 거래의 중재자가 아니라 글로벌 거래의 중심이라 믿었다. 그래서 앞서 거론한 바와 같이 각 금융기관들은 개별적 및 집단적으로 신임과 신뢰 회복을 위해 노력할 필요가 있는 것이다.

오늘날처럼 고도로 상호 연계된 세상에서 금융기관이 투자자와 대출자의 신뢰를 유지할 수 없다면 커다란 어려움에 빠지게 된다. 바로 이러한 일이 뉴욕을 비롯한 세계 도처의 여타 금융시장에서 일어나고 있다. 금융압박을 받고 있는 이와 같은 금융기관들은, 우리가 일반적으로 생각하는 형태의 파산상태에 처한 것은 아니라 자신의

투자자와 채권자들로부터 신뢰를 잃어서 파산에 처한 매우 단순한 것이다. 지금은 우리 모두가 금융시스템 상의 신뢰를 안정시키기 위해 협력하는 일이 매우 중요하다.

각자가 독자적으로 금융불안의 불길을 진압하여 당면한 문제를 해결하기란 매우 어려울 것으로 보인다. 미국 연준 및 재무부, 그리고 각국 중앙은행들이 지금 노력하고 있는 일들에 본인은 깊은 존경심을 가지고 있다. 한국의 관계당국도 금융시장 안정을 위한 세계적 노력에 분명히 협력하고 있겠지만, 국제금융시스템의 안정성을 강화하기 위한 또 다른 전향적 방안과 금융위기에서 얻은 몇 가지 교훈과 대해 생각할 필요가 있다고 본인은 믿는다.

IIF의 위원회가 작성한 건의안 중에는 세계금융시장 감시그룹을 신설하는 것이 포함되어 있다. 이 감시그룹은 향후 몇 개월 내에 수시로 모인다거나 분기별 회동을 통해 세계 각처 민간금융부문의 최고 두뇌들을 모아, 지금까지 막대한 비용을 초래했던 거품을 초기 단계에서 탐색·차단하고 어디서 리스크가 잘못 평가되고 가격이 부정확하게 결정되었는지를 따져보는 것이다. 지난 몇 년간 금융시스템 전반에서 리스크가 잘못 평가·책정되었음은 우리들 대부분이 아는 사실이다. 금융시장감시그룹(Market Monitoring Group)이라는 새로운 조직이 효과적으로 작동하기 위해서는 세계금융시장 시스템상의 잠재적 취약점을 식별해야 할 뿐만 아니라, 이러한 취약점을 시장참여자들에게 알려 초기에 차단할 수 있어야 한다.

앞으로의 전망에 대해 살펴보자. 지난주 본인은 몇 명의 IIF 동료들과 함께 일본에 있었다. 오늘 이 자리에 함께 하고 있는 Greg Fager IIF 아·태국장은 불과 6일만에 세계가 얼마나 극적으로 변화하고 있는지를 어젯밤 본인에게 말한 바 있다. 바로 우리 눈앞의 세계는 너무나 급속히 변하고 있다. 불행히도 우리는 세계금융시장이 조성한 지속적인 불안정성의 중압 속에 빠져 있는 것으로 생각된다. 일본이나 이곳 한국에서 Lehman Brothers의 파산이 마지막인지 아니면 파산하는 다른 기업이 더 있는지에 대한 질문이 일부 있었다. 본인은 그 질문에 자신 있게 답하고 싶다. 그러나 금융시스템에는 자정작용을 통해 어려운 상황을 타개하는 자체 역동성이 있다는 것이 본인 생각이다. 그렇지만 금융시장 불안이 진정되기까지는 수개월이 걸릴 것으로 보인다.

오늘날 이러한 자정작용을 통한 회복속도는 금융시스템 상 두 가지의 기본적인 취약성에 좌우된다. 하나는 세계 각처에 산재한 여러 금융기관의 금년도 대차대조표

상에서 독이 되고 있는 복잡한 금융구조의 파생상품, 이른바 부채담보부증권(CDOs: Collateralized Debt Obligations)의 가치를 안정시키는 일이며, 그리고 이와 관련하여 미국이 주택시장을 안정시키는데 있어서 당면한 어려움이다. 이처럼 연관된 두 개의 시장이 안정점에 근접할 때까지 계속 우리는 불안정한 세계금융시장의 중압 하에 있을 것으로 생각된다. 그렇다고 해서 지난 며칠간 금융시장에서 있었던 Lehman Brothers사의 파산선고, Bank of America에 인수된 Merrill Lynch사, 그리고 여타 금융기관이 겪는 중압감 등과 같은 특기할만한 모든 사건의 소용돌이 속에서 우리가 전혀 회복하지 못하고 있다는 뜻은 아니다. 이와 같은 금융문제에 대응하는 과정에서 근본적인 개선책이 나타나고 있다는 점을 우리가 간과하기 쉽다. 기업들은 이미 약 2.3조 달러에 이르는 불량자산을 상각처리하고 있으며 약 0.5조 달러 상당의 자본을 확보하고 있다. 현재 추가 자금동원이 필요하지만 한국, 일본, 미국, 유럽, 캐나다 등 대다수 세계적 금융기관 및 기업들이 자금을 확보하는 데에는 어려움이 없을 것이다.

많은 기업들이 이와 같은 독소적 신용파생상품에 대한 노출을 축소시키고 있다. 그러므로 시장에서 파생금융상품의 가치가 하락하면서 분기별 손실이 증가하겠지만 손실 규모는 줄어들 것이며, 대부분의 세계적 대형 금융기업들이 일반금융, 기업금융, 투자금융 및 거래 활동에서 얻는 수익은 매우 견실한 상태를 유지하고 있다. 그리고 대다수 세계적 대형 금융기업들이 소규모 금융기업들의 시장점유율을 사실상 빼앗고 있다. 아시다시피 금변과 같은 금융위기에서 벗어나는 과정에서 세계금융권 내의 정리·합병은 불가피한 일이다. 당연히 승자와 패자가 있기 마련이고 다른 기업에 흡수되는 기업이 나타나는 것 또한 당연하다. 지금의 금융위기에서 벗어나기까지는 앞으로 약 9~12개월이 걸릴 것이며, 결국 우리는 한층 탄력적이고 강력한 금융시스템을 갖게 될 것으로 예상된다. 그리고 현재 금융위기의 압박을 받고 있는 기업 수가 6~9개월 전에 비해 감소하고 있다. 일부 금융기관들의 파산이 세계금융시장을 저해하는 여파를 미치고 있다는 점은 본인도 인정하지만, 이로 인해 세계금융체계 또는 세계경제가 붕괴된다고 우리 스스로 생각해서는 안 될 것이다.

우리가 방한을 준비할 당시인 몇 주 전, Fager 국장과 본인은 2개월 전의 한국 경제 상황을 살펴보고 조금 당황스러웠다. 왜냐하면 워싱턴에서 볼 때 한국은 큰 문제가 없는 것 같았는데 한국 내에 금융위기에 대한 논의와 어떤 위기의식이 있는 듯 보였기 때문이다. 직접 서울에 와서 보니 지금 한국에는 불필요하게 높은 우려가 있는 것 같아 더욱 당황스럽다. 불안한 세계 경제와 이것이 한국 경제에 미치는 영향에 대한

우려가 분명 존재한다. 20년 전, 특히 1997~1998년 아시아 금융위기 당시에 비해 지금의 한국은 세계 경제에 매우 깊이 통합·연계되어 있지만, 본인은 한국 경제가 현재 예외적인 압박에 직면해 있다거나 특별히 취약한 상태에 있는 것으로 보지 않는다. 아시아지역 전반을 살펴보면 아시아지역 경제의 둔화를 분명히 알 수 있으며 한국 경제의 성장도 어느 정도 더딘 것이 사실이다. 중국의 경제성장률도 작년 12%에서 금년에는 9%로 누그러지고 있다. 인도의 성장률 역시 작년 10%에서 올해 7%로 조금 내려가고 있다. 이는 뚜렷한 변화이다.

아시다시피 작년 및 금년 초에 있었던 특히 에너지 가격을 포함한 세계 원자재 가격의 급등으로 인한 매우 불리한 충격과, 혼합된 세계적 금융위기라는 두 가지의 지각변동적인 충격이 세계 경제를 강타하고 있다. 그러나 이 기간 중에 특기할 점은 미국 경제가 여전히 전진하고 있다는 것이다. 올해 상반기에 미국이 경기침체 국면에 진입할 것이라는 예측이 많았지만 그런 일은 없었다. 그런데 지금 한 차례의 새로운 금융시장 동요로 인해 1~2주 사이에 미국 경제가 경기침체로 진입할 가능성이 높아지고 있는 것은 아닌지 본인으로서 염려스럽다. IIF는 범세계적인 침체가 없을 것으로 생각하지만 2~3년 간 미국과 유럽, 일본의 성장이 미약할 것이며 신흥시장 국가 역시 비교적 낮은 성장을 이룰 것으로 보고 있다. 아시다시피 일본은 2/4분기에 높은 마이너스 수치의 성장을 기록했다. 그럼에도 불구하고 일본 및 세계 시장의 사정은 전체적으로 그렇게 나쁘지만은 않다. Fager 국장이 본인에게 건네 준 최근의 한국 경제지표를 보면 금년도 첫 8개월 동안의 수출 증가세는 22%를 웃돌고 외환보유고도 2,400억 달러를 기록했다. 범세계적인 경제 압박을 감안해도 한국의 성장률은 아직도 기본 추세인 4~5%를 유지하고 있고 경상수지계정도 최근 원유가 진정과 더불어 균형상태로 돌아가고 있는 듯하다. 이와 같은 수치로는 한국이 위기의 문턱에 있는 나라로 보이지 않는다.

따라서 본인이 오늘 한국의 지도층에게 전달하고자 하는 메시지는 시장변동성에 크게 우려한다거나 원화 및 금리 등 증권시장의 동태에 너무 집착한다거나 하지 않으면서, 한국 경제의 근간이 되고 있는 기본적인 구조적인 역량을 개선하는데 계속 집중해야 한다는 것이다. 본인이 한국 경제를 책임지고 있지 않기 때문에 말하기는 물론 쉽다. 그러나 본인은 한국이 단기적인 금융시장의 불안정성 동요되지 않고 한국의 경제, 기업, 금융기관을 위해 중장기적인 목표에 집중하는 것이 중요하다고 믿는다.

아시다시피 본인은 수년 전 미국 재무부에서 근무한 바 있는데, 정부에서 봉직한 경험이 있는 분들은 이러한 측면을 잘 알고 있으며 자신이 종사했던 분야에서 배울 점이 있다. 1980년대에 본인은 환율에 대한 많은 것을 배웠다. 기억하시는 분이 계시지 모르겠지만 당시 본인은 한국에서 환율에 관한 문제를 논의하면서 시간을 보낸 적이 있는데, 1980년대 후반 및 1990년대 초에 대두했던 세계적 불균형에 대한 해결책을 모색하던 중이었다.

1988년에 본인이 맡았던 업무 중 하나는 새로 취임한 니콜라스 브래디(Nicholas Brady) 미국 재무장관을 보좌하면서 변동성이 높은 환율시장에 대처하기 위한 방법을 찾는 것이었다. 레이건(Reagan) 행정부 말기에 달러화가 매우 취약해졌기 때문이다. 우리는 달러화 가치를 약화시키려 했던 플라자(Plaza)협정 기간을 겪었으며 달러화 가치를 안정시키는 시기도 겪었다. 지금 우리는 또 다른 달러화의 불안정기를 맞고 있다.

브래디 장관이 “언론과의 만남”에 출연한 적이 있는데, 당시 그는 환율문제에 관한 경험이 별로 없었지만 금융 및 세계증권시장에는 매우 익숙하였다. 미국이 이미 곤경에 처해 있었기 때문에 우리는 그에게 달러화에 대한 신뢰도를 잠식한다거나 더 이상의 압력을 주는 말은 절대 하지 말라고 조언하였다. 본인은 연준으로부터, 달러 약세와 높은 인플레이션을 겪을 경우 미국은 곤경에 처하게 되며, 그럴 경우 연준은 미국 경제를 취약하게 만드는 긴축통화정책을 추진할 수밖에 없으므로 달러화 가치가 더 이상 하락하지 않게 해달라는 말을 때번 듣고 있었기 때문이다. 그 무렵 미국 재무부는 외환시장에 미미하게 개입하고 있었다. 그런데 “언론과의 만남”에서 기자들은 브래디 장관에게 달러화에 대한 생각을 물었다. 그 때 본인은 집에 있었는데, “본인은 크게 걱정하지 않는다. 왜냐하면 시장에는 가격 기복이 있기 때문이다.” 라는 브래디 장관의 대답으로 인해 얼굴을 찡그렸다. “시장에는 가격 기복이 있다.”는 표현이 외환시장에서 앞으로 달러화 가치가 하락해도 당국이 용인하겠다는 의미로 이해되었다. 다음날 시장이 개장되자 사람들이 달러를 투매하면서 달러화 가치는 또 다시 2%가 하락했다. 그래서 본인이 브래디 장관을 만나 왜 시장에는 가격 기복이 있다고 하였는지 묻자, 그는 “본인도 그렇게 말한 것이 현명하지 못했다는 점을 알고 있지만 그것이 사실이며, 증권시장이나 채권시장에서와 마찬가지로 외환시장의 변동성을 견디는 방법을 우리가 배워야 한다.” 고 했다. 그의 출연과 언급에 대해 크게 만족한 것은 아니지만 본인은 브래디 장관의 대답이 어느 정도 타당하다는 이야기를 하고자 하는 것이다.

본인이 지금의 한국을 볼 때 시장에는 가격 기복이 있지만 한국 경제의 기반은 여전히 견재하다는 사실을 여러분이 기억할 필요가 있다고 생각한다. 한국의 금융기관들을 보면 대다수가 IIF 활동에 대한 참여를 확대하고 있음을 알 수 있다. 한국 금융기관들은 세계금융시장의 변동을 기회로 삼아 은행 간의 통합을 통해 도약의 날개를 신중히 펼치고 있으며, 아·태지역 금융시장 나아가 세계금융시장에 진출하기 위한 좋은 위치에 있다고 생각된다.

한국의 은행, 증권업체, 보험회사는 신중하면서도 점진적으로 세계를 향해 전진할 수 있는 매우 좋은 위치에 있다. 그러나 앞으로 한국 금융기관들이 한국 기업들이 이룩해온 것처럼 성공하기 위해서는 세계화된 사고방식과 전략이 필요하다. 현재 한국의 대중국 수출은 대미 수출을 크게 능가하고 있는데, 이러한 변화는 미국 경제의 성장약세로 인한 한국의 피해를 10~15년 전에 비해 대폭 축소시키고 있다.

본인은 한국 정부가 경제 활성화를 위해 몇 가지 조치를 강구할 것으로 알고 있다. 현 정부가 상정 중인 감세정책안은, 본인이 미국 재무부 차관을 지냈던 레이건 행정부에서도 그랬듯이, 한국 경제에 어느 정도의 새로운 경쟁력과 활력을 투입할 수 있다는 점에서 환영할 만한 결정이라고 본다. 또한 한국 정부가 추진 중인 규제혁파 조치도 환영한다. 본인이 볼 때 아직도 한국 경제에는 상당히 경직된 부분이 남아 있기 때문이다. 규제완화는 산업 부문뿐만 아니라 노동시장 및 서비스 분야로 확대되어야 할 것으로 생각된다. 왜냐하면 지난 7~8년간 이루어진 한국의 성장을 볼 때, 여러분 모두가 심려하는 바와 같이 새로운 일자리가 많이 창출되지 못했기 때문이다. 10년 후 한국의 성장이 지금과 달라지기 위해서는 기술과 서비스 부문을 통해 일자리가 창출되어야 한다. 한국이 서비스 부문에서 세계화를 이룰 수 있다면 10년 뒤에는 오늘날 한국이 안고 있는 문제, 즉 점증하는 대학졸업자가 직장을 찾지 못한다든가 또는 한국 경제가 새로운 일자리를 창출할 수 있는 능력에 대한 깊은 우려 등의 문제에 부딪치지 않을 것이다. 그러나 이와 같은 문제를 해결하기 위해서는 끊임없는 변화와 지도력이 필요할 것으로 생각된다.

한국의 지도층 인사들은 서울을 지역금융허브(hub)로 구축하기 위한 논의를 수년간 해왔다. 본인의 오랜 친구인 김기환 박사는 사람들이 듣건 말건 이 문제를 집요하게 추구해오고 있다. 이러한 논의가 새로운 탄력을 받고 있다. 현재 이명박 대통령의 영도력 하에서 한국 정부는 금융허브 문제를 정치적 구호 차원에서 실천하고 있다. 이전 정부가 이미 이룩한 규제개혁의 진전 위에서 현 정부 또한 규제혁파를 계속하고 있다.

이러한 규제혁파는 은행, 증권 및 보험업을 통합할 수 있도록 하는 금융기업의 법적 능력 확대와 외국인투자자들에게 대한 한국 금융제도의 개방 확대로 나타나고 있다. 그러나 규제혁파와 금융시장 개방은 금융규율, 금융IT, 금융센터 시설물 구축 등의 문제가 아니다. 이러한 것도 중요하겠지만 규제혁파와 금융시장 개방은 한국 사회의 개방된 사고방식을 요하는 것이며, 한국을 외국인투자자들이 가족들과 함께 살고 싶어 하는 외국인 친화적인 공간으로 만드는 일이다. 여기에는 교육, 언어 등 해결하기 쉽지 않은 문제들이 있는 바, 이 문제들은 금융위원회나 기획재정부의 일이 아니라 한국 정부 및 사회 전체에 걸친 일이다. 그러나 본인은 한국이 지역금융 중심지로서의 역할을 강화할 수 있고, 한국 금융기관들 또한 한국 내에서 뿐만 아니라 지역 또는 세계 금융시장의 강력한 일원으로 성장할 잠재력이 충분히 있다고 본인은 믿는다.

물론 다른 분야에서 해결되어야 할 규제혁파 및 개혁과제들이 여전히 남아있다. 본인으로서, 한국 경제의 규제혁파 업무에 집중하고 있는 것으로 보이는 국가경쟁력 위원회를 사공일 전임 이사장께서 관장하고 계신다는 점을 매우 고무적으로 생각한다. 또한 현 정부에서 우선순위를 가지고 새롭게 추진되고 있는 민영화에 대해서도 본인은 매우 호뭇하게 생각한다. 현재 미국은 단기적 필요성 때문에 안타깝게도 몇몇 기관들을 국유화 하는 듯하다. 그러나 한국은 올바른 단계에 있다. 왜냐하면 한국은 몇 년 전 일부 자국 기관들에게 공적자금을 투입해야 했던 기간이 종료하자 이들 기관을 민영화하고 있기 때문이다.

세계경제환경을 살펴보면 근대 금융경제사가 그래왔듯이 오늘날의 금융시장도 불확실한 상황이다. 그러나 이곳 한국에서 보는 세계 환경은 도전의 환경이며 기회의 환경이다. 본인이 볼 때 일부 취약성이 여전히 남아 있지만 한국은 지난 수십 년간 많은 업적을 이루어냈다. 한국은 지금의 시련을 극복할 수 있는 매우 좋은 위치에 있으며, 당면한 어려움을 극복하여 보다 강력한 위치로 훌륭하게 자리매김할 것이다.

질의 · 응답

질문 취약한 금융감독 체계가 최근의 미국 금융시장 혼란을 야기한 주요 요인으로 작용했다는 귀하의 의견에 동의한다. 특히 감독당국은 금융파생상품이 만들어낼 수도 있는

리스크를 무시한 것으로 보인다. 앞으로 이와 유사한 혼란이 야기되는 것을 막기 위해서는 금융파생상품에 대한 규제를 강화해야 할 것으로 생각된다.

답변 그렇다. 규제적 측면에서 허술했다. 이러한 불찰은 시정되어야 할 것으로 생각된다. 그러나 파생상품에 대한 규제강화가 쉬운 일은 아니다. 금융기업들은 리스크 관리, 포트폴리오(portfolio)의 위기분석 및 위험관리 면에서의 충격테스트(stress testing)를 잘 이행해야 한다. 규제당국 또한 이와 같은 관리에 대한 감시와, 금융기업들과의 충격테스트 논의에 대한 책임을 충실히 이행해야 한다. 이러한 언급들 중 일부는 건전한 리스크 관리에 대한 해묵은 상식이다. 과도한 차입투자를 하지 말아야 하며, 잘 아지 못하는 금융상품을 회계장부에 자산으로 등재하는 위험을 저질러서는 안 된다. 세부적인 규제가 많이 필요한 것도 아니다.

한국은 원칙 중심의 규제구조 수준을 밟아 나가고 있으며 이러한 것이 올바른 방향인 것으로 여겨진다. 그러나 이와 같은 접근방식은 상당한 규율준수를 요구하므로 규제구조가 더욱 일관되게 이루어질 필요가 있다. 현재 미국과 일부 유럽 국가들은 규제구조의 일관성 결여로 인해 매우 당황하고 있다. 이번 위기를 극복해나가면서 보다 효과적이고 일관된, 그리고 범세계적으로 통일된 규제구조가 정착되어야 할 것이다.

아시다시피 현재 우리가 알고 있는 실질적인 문제 중 하나는 한층 세계화된 금융기구들이 세계 각처에서 활동하고 있으나 각 관할지역 거의 모두가 서로 다른 종류의 규제체계와 규율을 가지고 있다는 것이다. 이는 말이 안되는 일이다.

사실 16개월 전에 본인이 방한했을 때, 당시 윤증현 금융감독위원장은 규제환경에 있어서 불필요한 비효율성과 불일치를 줄일 수 있는 방안을 논의하기 위한 회의를 주최하여 아·태지역 규제당국자 및 금융인들을 모두 초청하기도 한 바 있다.

그런데 금융부문에 종사하는 우리로서는 규제당국의 취약점에 대해 너무 큰 목소리를 낼 처지가 못 된다. 왜냐하면 금융권에 의해 이루어진 과오의 크기를 생각하면 누구를 지탄할 입장이 아니기 때문이다. 금융계의 과오를 인정하는 겸손함을 나타낼 수 있는 때가 있다면 지금이 바로 그 때이다. 그렇지만 보다 안정된 세계금융체계를 모색하고자 한다면, 규제당국은 세계 금융규제 구조가 몹시 비효율적이고 일관성이 결여되어 있음을 인정해야 하고, 실제로 이를 개선할 필요가 있다.

질문 귀하의 훌륭한 강연에 깊이 감사드리며 서브프라임 모기지 실패에 대한 언급을 몇 가지 하고자 한다. 이번과 같은 실패로 인한 어려움이 주로 레이건 행정부의 규제완화에서 비롯된 것으로 생각된다. 본인은 연준이 8-26라는 선별적 통제장치를 가지고 있는 것으로 아는데, 미국의 은행감독은 연준의 회원은행과 연방예금보험공사(FDIC: Federal Depository Insurance Corporation)의 비회원 은행들에게 적용된다. 그런데 서브프라임 모기지는 감독체계가 매우 모호하여 미국 연방거래위원회(FTC: Federal Trade Commission)에서 감독할 뿐이다. 이러한 서브프라임 모기지는 어떠한 서류심사도 없이 만들어졌으며 서브프라임 모기지 대출의 약 60%가 단순히 전화나 구두 신청으로 이루어졌다. 가장 선진적인 금융제도를 가진 나라에서 어떻게 이런 일이 일어날 수 있는가?

질문 미국 연준은 어제 기준금리를 동결하기로 결정했다. 이 조치로 이번 금융혼란을 해결될 수 있겠는가?

질문 우리는 미국에서 발생한 금융위기의 파장이 전 세계로 확산되고 있는 것을 목격하고 있다. 이는 미국 정부가 통제력이 없거나 미국 기업인의 도덕적 해이를 의미한다고 볼 수 있다. 이 점에 대한 귀하의 견해는 어떠한가?

질문 귀하께서 언급한, 서울을 금융허브로 구축하는 것에 대한 본인의 생각이다. 본인은 대다수 한국인이 한국의 금융허브 구축 추진을 매우 잘못이라고 생각하는 곳으로 알고 있다. 그들은 본인에게 세계에서 가장 선진국인 미국, 그리고 가장 선진 도시인 뉴욕이 이 모든 금융혼란을 겪고 있는데 서울이 어떻게 금융허브가 될 수 있겠는가라는 말을 한다. 따라서 현재의 금융혼란으로 인해 비관적인 입장을 취하며 스스로 패배주의자가 되는 이러한 사람들을 설득할 수 있는 방법을 묻고 싶다.

답변 허술한 감독이 서브프라임 문제를 야기했다는 데 대해서는 의심의 여지가 없지만, 이 문제가 레이건 행정부의 규제완화 조치와 깊은 관계가 있는지는 본인도 모르겠다. 이는 종합적이고 일관성 있는 규제구조가 미국 내에 존재하지 않는다는 사실과 관계있으며, 브로커업에 대하여 연방정부와 조화된 유효한 감독체계 없이 브로커 대출이 진행되도록 허용되었다는 점은 매우 무책임한 것이었다.

그러나 미국과 유럽에서 이루어진 오류로 인해 우리가 자본시장 발전과 금융자유화의 혜택에 대해 암울한 느낌을 갖지 않도록 하는 것이 중요하다고 생각된다. 한국 및 여타 아시아 국가의 많은 은행과 금융기관들은 투자은행이 발전과정의 걸음마 단

계에 있음을 알고 있다. 따라서 본인의 권고는 지금까지 해온 노력을 계속하라는 것이다. 그 이유는 첫째, 여러분들은 앞으로 세계화된 기업 세계에서 각자의 고객에게 봉사할 필요가 있고 둘째, 일반 시중은행 금융상품 뿐만 아니라 일련의 자본시장 및 투자은행의 범주에 속하는 금융상품도 필요할 것이며, 이러한 상품으로부터 여러분이나 여러분의 고객들은 지난 수년간 미국과 유럽에서 행해졌던 취약한 리스크 관리의 단점들을 반드시 모두 겪지 않고도 혜택을 누릴 수 있기 때문이다.

금번 금융풍랑 속을 매우 순조롭게 항진해온 세계적 투자은행과 다각화된 금융기관들도 많이 있다. 이들은 이번 혼란의 영향을 별로 받지 않았으며, 한국의 금융기관들이 앞으로 능력을 발휘할 수 있을 것으로 자신하는 바와 마찬가지로 이들도 자체 자본시장을 발전시킬 능력이 있다. 그리고 정부 또는 규제 당국자는 세계금융시장이나 세계경제환경으로부터 독립할 수 있다는 생각의 유혹에 빠지지 않도록 지금까지 겪은 경험과 고통을 망각하는 일이 없도록 하는 것이 중요하다고 본인은 생각한다. 이러한 자립, 자존의 발상은 실용적이지 못하며 가능하지도 않다. 우리 모두는 우리의 삶과 금융시장에서, 세계화의 대가로서 어느 정도의 변동성을 안고 살 수 밖에 없다는 것이 본인이 전하고자 하는 메시지이다.

오늘 뉴스의 최종기사는 연준이 기준금리를 동결하리라는 것이다. 이는 매우 어려운 결정이었을 것이며, 중기적으로 볼 때 이와 같은 결정이 어느 방향으로 움직일지는 알기 어렵다. 미국에서 인플레이션이 매우 높은 수준에서 진행되고 있음은 분명하며, 약 20년 전에 폴 볼커(Paul Volker) 총재가 요술호리병 속에 가두어 놓은 인플레이션에 대한 기대가 다시 재현하기 시작했다. 이는 위험한 재현이다. 그러므로 본인은 금리를 인하하지 않기로 한 연준의 결정을 이해한다. 사실 연준은 시장에 유동성을 공급하기 위해 할 수 있는 일을 다 하고 있다. 아시는 바와 같이 결국 금리의 실질적인 수준은 연준보다 시장과 관계가 더 깊다. 올해 초 연준은 단기금리를 계속 인하했으나 중장기금리는 인하되지 않아 미국 경제 내에서 화폐비용을 감소시키는데 좋은 결과를 내지 못하고 있었다.

질문 귀하의 강연을 다시 듣게 되어 기쁘다. “10년이면 강산이 변한다.”는 한국의 속담이 있듯이 많은 변화가 이루어져왔음은 분명하다. 미국은 현재 금융위기에 처해 있다. 과거 한국은 금융위기에서 벗어나기 위해 매우 어려운 조치들을 취해야만 했었다. 그러한 조치들의 대부분은 IMF에 의해 주도되었으며, IMF의 정책이 옳든 그르든 많은 한국인들

은 IMF를 통해 미국이 주도하고 있다고 생각했다. 지금 미국은 금융위기를 벗어나기 위해 다소 어려운 조치들을 취해야 할 것이다. 그러나 받아들여야 함을 알고 있지만 정치적으로 집행하기 힘든 조치들을 IMF와 같은 기관의 압력 없이 미국이 수용할 수 있을지 의심되는 측면이 있다. 우리는 미국을 글로벌 스탠다드(global standard)로 보고 있는데, 귀하는 정말 미국이 이번 위기를 해결할 것으로 보는가? 또 미국은 곧 대통령 선거가 있다. 새로운 미국 대통령의 이 문제에 대한 접근방식이 다를 수도 있겠는가?

질문 한 가지 질문을 하고자 한다. 지난 20~30년 동안 전성기를 누려온 것으로 보이던 투자은행들이 갑자기 추락하고 있다. Bear Sterns가 JP Morgan Chase에, Merrill Lynch는 Bank of America에 인수되었으며 Lehman Brothers는 파산신고를 하였다. 귀하는 이러한 변화를 일반 시중은행 채부상와 투자은행 몰락의 징조로 보는가?

질문 2차 대전 이후 미국 금융시장은 세계금융센터로서의 역할을 해왔다. 귀하는 최근의 금융혼란이 이러한 미국 금융시장의 역할, 즉 향후 세계금융시장 내에서 미국 금융시장의 역할에 어떤 영향을 미칠 것으로 생각하는가?

답변 한국인들이 10~11년 전에 겪은 금융위기 극복의 경험을 되새기면, 미국이 금융위기를 헤쳐 나갈 금융규율을 가지고 있는지에 대한 질문을 하는 것은 자연스러울 뿐이다. 한국은 결과의 호전이나 악화를 불문하고 IMF와 긴밀히 협조했다. 돌이켜보면 IMF는 한국이 추구해야 했던 어려운 개혁조치들을 수행해 나가는데 도움을 준 건설적 파트너였다. 어떤 면에서 본인은 미국이 이번 금융위기를 극복하는데 IMF가 건설적인 파트너가 될 수 있다면 이상적일 것이라고 생각하고 싶지만, 오늘날에 있어서 이는 비현실적이며 양자 간의 관계에서 볼 때 더욱 그러하다. 진정한 의미에서 보면, 여타 국가들이 위기를 극복하는데 IMF나 다른 외부기관이 제공했던 일부 금융규율을 미국의 경우는 시장이 제공해야 한다.

본인은 IMF가 미국에만 집중하지 않고도 할 수 있는 역할이 있다고 생각한다. 우리가 이 엄청난 혼란기를 견디어 나가고 성장을 유지하며 인플레이션을 억제하면서 실제로 살아남기 위해서는 모든 주요국들 간의 정책협력 방안을 도출할 수 있는 IMF기능의 활성화가 절실히 필요하다. 금융혼란은 미국만의 도전이 아닌 세계적인 도전이다. 이는 금융시장에만 집중된 것이 아니고 무역정책, 구조조정정책 및 농업정책과도 연관되어 있다. IMF가 그렇게 할지는 본인도 모르겠지만 IMF가 선도적인 역할을 해야 한다. IMF가 고전하고 있는 이유는 아시다시피 IMF가 아직도 G-7의 영향력

을 크게 받고 있기 때문이다. 이제 G-7의 시대는 끝났으며 몇 년 전부터 중국, 브라질, 한국과 같은 나라들이 참여해온 G-11 또는 G-12 체제로 전환되어야 한다. 이러한 취약점이 오늘날 세계적 환경에 대응하려는 IMF의 활동에 장애가 되고 있다.

이와 같은 변화가 오려면 현재 미국과 유럽에서의 문제 해결과 정치나 금융 면에서 강력한 지도력이 필요한 것으로 생각된다. 솔직히 말해 두 미국 대통령 후보는 금융압박 분야에 대한 대응 경험이 검증된 바가 없다. 본인은 지난 며칠간 뉴스에서 두 후보에 대해 이야기할 만한 것을 찾기 위해 애써보았지만 쉬운 일이 아니었다. 두 후보에 대한 본인의 선호도를 나타내지는 않겠다. 누가 차기 미국 대통령이 되든지 간에 취임 첫날부터 금융시장 혼란 문제를 다루기 위해 준비해야 하며, 구조개혁에 강력한 지도력을 보여야 할 것이다. 당장 시급한 차기 대통령의 최우선 과제는 미국 주택시장을 안정시키는 일로 보인다. 정권교체가 이루어지는 동안에도 금융시장 안정을 위해 강력한 조치가 취해져야 할 것이다.

한국 역시 1997~1998년 금융위기 당시 정권교체를 하면서 위기극복을 위해 강력한 정책결정을 하지 않을 수 없었던 상황을 본인은 기억한다. 미국도 같은 결정을 내려야 할지 모른다. 금년 11월 4일과 내년 1월, 즉 새 대통령 선출에서 취임까지의 기간이 특히 도전적인 기간이 될 것이므로 미국은 위기극복 조치를 촉진하는 준비를 철저히 해야 한다.

본인은 장기적으로 미국 자본시장이 한층 강화된 모습으로 회생하리라 믿기 때문에 지금 미국 자본시장의 장기적 상황에 대해서 크게 우려하지 않는다. 미국 자본시장의 깊이와 유동성 및 역동성은 세계 각처의 세계적 투자자들에게 앞으로도 중요한 매력점이 될 것으로 보인다. 그러나 미국이 이러한 위치를 유지하기 위해서는 금융기관들이 안고 있는 리스크 관리상의 취약점과 규제상의 허점을 해결할 수 있어야 할 것이다.

마지막으로 투자은행과 관련해서는, 투자은행 시대가 몰락하고 일반 시중은행 시대가 상승기류를 탔다는 이분법적 흑백논리의 문제는 아니라고 생각된다. 자금조달을 주로 공적자금이나 차입금 등에 크게 의존하는 이른바 도매형 자금조달(wholesale funding)에 전적으로 의존하고, 차입금 비중이 높은 대차대조표를 가진 독립적 투자은행 모델은 종지부를 찍었다. 그러나 다각화된 금융기관의 한 부분으로서 투자은행의 활동은 탄력적인 수익 원천이 되고 있으며 미국 금융시스템의 역동적

인 부문으로 남을 것이다. 세계적 대형기업들에 속한 많은 투자은행들의 활동은 지난 몇 년간 여전히 잘 관리되고 있음을 우리가 인식해야 할 것이다.

따라서 독립적 투자은행 모델은 새로운 모습으로 변화되고 있는데, 이러한 변화를 인식하는데 있어서 고통스러운 과정을 밟고 있음이 분명하다고 생각된다. 확실한 것은 주요 금융센터의 규제당국자들이 투자은행과 보험회사에 대한 규제적 접근방식을 다시 생각해볼 필요가 있다는 점이다. 왜냐하면 은행규제가 심각한 개선대상이라면 세계 각처의 보험규제는 더욱 불량한 상태이기 때문이다. 이 부분은 IIF가 착수한 검토 과제 중 하나이기도 하다.

질문 귀하께서는 월스트리트의 최근 금융위기가 한국에게는 좋은 기회가 된다고 언급하였다. 최근 10년간 공장들이 구미지역에서 아시아지역으로 이동하고 있는데, 이와 비슷한 맥락에서 최근의 변화가 아시아지역이 금융산업을 서구로부터 유치할 수 있는 또 다른 기회를 제공하겠는가?

답변 귀하의 질문은 모든 명제가 전혀 다른 것으로 생각된다. 본인은 아시아지역 금융기관 및 시장의 역할이 개선될 여지가 있다고 생각한다. 서울을 지역금융허브로 구축한다는 개념에서 언급한 바와 같이, 본인은 이러한 것이 단순히 꿈이 아니라 목적달성을 위해 노력하고 구체화시키는 대상이라고 생각한다. 하지만 아시아에는 지역별로 매우 다양한 언어적, 문화적, 지리적, 정치적 차이점 등 상당히 심각한 도전 과제들이 있기 때문에 아시아 전체를 금융센터로 성장시킨다는 것은 어려운 일이다. 싱가포르, 홍콩, 동경, 서울과 같은 금융센터들은 아시아 전체를 아우르는 금융센터를 구상하기 보다는 각자의 기회를 포착하여 이를 실천하는 것이 중요할 것이다. 하지만 그러기 위해서는 많은 변화와 방향설정이 이루어져야 할 것이며 이에 따른 노력도 필요할 것이다.

세계경제연구원 후원회 가입안내

- 후원회원의 종류 : 법인회원, 개인회원
-
- 법인회원에 대한 서비스
연구원 주최 행사에 우선 초청
연구원 주최 행사에 5인까지 무료 참가 가능
연구원이 발간하는 모든 간행물 무료 제공
법인 회원을 위한 특별 세미나 및 간담회 개최
-
- 개인회원에 대한 서비스
연구원 주최 행사에 초청
행사 참가비 할인
연구원이 발간하는 일부 간행물 무료 제공
-
- 후원회비는 관련세법에 따라 세금공제 가능
-
- 회원 가입 문의
551-3334~7(전화) 551-3339(팩스)
E-mail : igenet@igenet.com
<http://www.igenet.com>
-



서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505호
전화 : 551-3334/7, FAX : 551-3339
E-mail : igenet@igenet.com
<http://www.igenet.com>