

## 세계경제의 재균형

Paul A. Volcker

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 구심점들 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 괄목할 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 위기기간 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 위



기에도 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 경제 성장을 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 금융체도를 건설적인 방향으로 이끄는 데 도움이 되리라고 본다. 나는 유럽이나 다른 나라들도 비슷한 모습으로 뒤따

라오기를 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 경제 회복에 따른 통화 창출과 엄청난 재정적자의 결합을 생각할 때 걱정스러운 상황이다. 한가지 꼭 해야 할 건설적 대안은, 합리적인 기한 내에 미국 연방 예산이 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 억제분은 분명히 필요하다. 지출을 어느 수준까지 억제할 수 있을지는 모르지만 미국의 조세제도는 심각히 재고되어야 할 것으로 보여진다. 평상시의 상황하에서도 문제점은 많다. 법인세는 세계에서 가장 높은데, 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 조세 제도가 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 흑자



도 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 G20서울정상회의에서 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 안 될 것이며 그렇지 않으면 앞으로 남은 모든 생산적인 작업이 위태로워질 것이다.

## <대담>

사공일 박사: Volcker 의장과 같은 단상에서 세계경제의 현황에 대하여 대화

할 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 금번 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 예의라고 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 애기와 분석이 따라다닌다. 그러나 단순화시켜보면 결국 장기금리를 조금 더 낮게, 모기지 금리를 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 생



각하지 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.

**사공일 박사:** 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 긴요하다. 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.

**사공일 박사:** 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 미칠 만한 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.

**사공일 박사:** 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.

**사공일 박사:** 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 가지고 가 합리적인 해법을 추구할 것이다.

**Volcker 의장:** 국제적 평가프로세스는 그럴듯하게 들리지만 실행하기는 어렵다. 또한 국제적 평가프로세스에서 나온 것을 국제적 실행프로세스화하는 것도 매우 어렵다.

**사공일 박사:** 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, 잘 된 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 항해하는 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.

**사공일 박사:** 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, 중국적으로 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 도전해볼만하고 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 되돌아보자. 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 대형금융기관들이 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 전략하였음을 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.

**사공일 박사:** Volcker 의장은 앞서 소위 Volcker Rule이 Dodd-Frank 법에 구현되었다고 하였고, 상당히 만족스럽다고 하셨습니다.

**Volcker 의장:** 이왕 여기 왔으니 훌륭한 청중들께 좀 더 설명을 드릴까 한다. 내 주장의 핵심은 상업은행에게는 그것이 직접투자가 됐든 헤지펀드나 지분투자펀드가 됐든 투기적인 자기자본거래(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 예금보



험공사의 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.

**사공일 박사:** 매스컴에 자주 인용되는 바에 따르면, Volcker 의장께서는 금융산업에 가장 위대한 혁신과 발명은 ATM(자동현금지급기)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.

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

**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 돌아가자는 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 보기에 그들은 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 어떠한가?

**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 관점에서 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. 중국인 민폐 대비 환율이 낮은 것도 과소비에 기여 했지만 그것은 부분적 요인에 지나지 않는다. 그것은 국내정책의 문제이기도 하다. 중국의 소비가 왜 그렇게 낮을까? 명백히 지속가능하지 아니한 수출에만 것처럼 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 말하기

는 쉽지만 실천하기는 어렵다. 그것은 아주 아주 오래된 문제로서 완전히 해결되지는 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 인플레이와 통제 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 아시아 국가들 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.