

Proceedings

IGE/IMF International Conference
December 1-2, 2010, Seoul, Korea



Reshaping the Global Financial Landscape: An Asian Perspective

세계금융질서의
개편:
아시아의 시각

 세계경제연구원
Institute for Global Economics

 국제통화기금
International Monetary Fund

후원  신한금융지주회사
SHINHAN FINANCIAL GROUP

Reshaping the Global Financial Landscape: An Asian Perspective

세계금융질서의 개편: 아시아의 시각



머리말

최근 세계경제가 금융시장의 실패로 인해 촉발되었던 위기로부터 벗어나면서, 세간의 관심은 새롭게 조성되고 있는 금융환경의 변화에 쏠리고 있다. 실로 지난해 11월 서울에서 개최되었던 G20 정상회의에서는 그 동안 국제통화기금(IMF)과 금융안정위원회(FSB), 그리고 여타 유관기관들과의 긴밀한 협조하에 만들어진 여러 금융개혁안들이 논의되고 합의된바 있다. 하지만 이와 같은 개혁안들이 앞으로 금융시장의 발전은 물론 세계경제의 성장과 안정에 얼마나 효과적으로 기여하게 될지는 아직도 불분명한 것들이 많이 있다. 특히 금번 금융위기로부터 무고한 희생을 치룬 아시아 경제권에 대해서는 더욱 그러하다.

이에 저희 세계경제연구원(IGE)은 신한금융지주회사의 후원을 받아 IMF와 공동으로 “세계금융질서의 개편: 아시아의 시각”을 주제로 하여 지난 2010년 12월 1~2일 양일간 서울에서 국제금융컨퍼런스를 개최하였고, 이 보고서는 그 결과를 종합정리하여 이의 한글 번역본과 함께 엮어서 만든 것이다. 특히 이번 컨퍼런스에서는 각 세부 주제에 따라 세계적 전문가들이 참여하여 여러 면에서 앞서가는 정보와 견해를 제시하고 있기 때문에, 그 내용들은 관련 정책담당자들에게는 물론 여러 금융기관의 종사자, 그리고

학계의 전문가들에게도 매우 유익한 자료가 될 것으로 믿는다.

이 보고서는 크게 네 부분으로 구성되어 있다. 첫째 부분에는 기초 연설과 특별강연이 포함되어 있고, 둘째 부분에는 ‘자본 유출입의 변동성 관리, 대출 및 자산가격’이란 소주제와 관련하여 두 편의 논문이, 셋째 부분에는 ‘세계금융개혁이 아시아 국가에 주는 함의’라는 소주제와 관련하여 두 편의 논문이 각각 수록되어 있으며, 마지막 넷째 부분에는 ‘점업화와 불커 롤 - 어디로 갈 것인가?’란 소주제에 관하여 발제논문과 아울러 네 분의 지정토론자들에 의한 토론결과를 수록하고 있다.

독자들의 이해를 돕기 위하여 발표된 내용들에 대해서 간단한 소개를 하고자 한다. 먼저 개회사를 통해서 류시열 신한금융지주회사 회장은, 현재 진행되고 있는 금융개혁의 추세를 볼 때 과거에는 장려되었던 여러 관행들이 금지되는 것도 있고, 또 IMF의 지분율을 높여가고 있는 아시아 국가들에게 금융감독기능도 강화해 나갈 것을 요구할 가능성이 높다는 점을 지적하고 있으며, 하지만 앞으로 금융환경의 변화는 대립보다는 공조를 통해서 이루어져 나가야 할 것임을 강조하고 있다.

기조연설은 현재 중국 금융감독위원회 수석고문으로 재직 중인 Andrew Sheng 박사가 “세계금융질서의 개편과 아시아”란 주제로 하였는데, 그는 1998~2005년 동안 홍콩의 증권선물위원회 위원장을 역임한 바 있다. 그는 기조연설을 통해서 먼저 최근에 겪은 금융위기는, 그 동안 신고전파적 자유시장의 논리하에 꾸준히 시장친화적이고, 경기순응적으로 변형되어온 세계금융질서가 시스템적으로는 지극히 취약한 것이었음을 증명하였다고 주장하면서 그 원인에 대해서 깊이 있는 고찰을 하고 있다. 우선 신고전파적 이론의 중요한 오류는 하나의 국가나 시장으로부터 발생하는 외부효과가 무시할 수 있을 만큼 작은 것으로 가정한데 있다는 것이다.

즉, 한 나라의 행위가 고도로 상호연관된 세계에서는 다른 나라에 엄청난 외부효과를 발생시킬 수 있기 때문에 새로운 사고와 새로운 금융질서가 요구된다는 것이다.

그는 또 현재의 금융부문 규모는 실물부문의 경제활동을 뒷받침 하는데 필요한 수준을 훨씬 넘어 과도한 규모로 커졌고(예: 금융 산업규모가 GDP의 5배를 상회), 이것은 대마불사의 문제를 야기할 뿐 아니라, 부실의 대가를 누가 부담해야 하는가의 문제를 제기한다는 것이다. 그는 또 아시아에서 새로운 금융질서를 구축할 때 고려될 사항들에 대해서도 언급하고 있다. 우선 아시아에서는 인구 고령화와 더불어 넘치는 저축을 자랑하는 북아시아와 빠른 인구증가와 더불어 아직 저소득국가로 남아있는 남아시아가 공존하고 있기 때문에 자원배분이 효율적으로 이루어지도록 금융질서가 설계되어야 하며, 또 과도한 수출과 저축은 세계금융질서를 교란할 가능성이 있기 때문에 국내소비를 증대시키는 방향으로 전환되어야 함을 지적하고 있다. 한편 세계적 차원에서 새로운 금융질서를 모색할 때에는 기축통화의 문제를 재검토하고, 국제금융 시스템을 위한 재정적 지원 메커니즘이 마련되어야 하며, 그리고 과도하게 비대해진 새도우뱅크 시스템에 의한 통화창출문제도 재검토할 것을 주문하고 있다.

특별강연은 현재 IMF 통화·자본시장국 부국장으로 있는 Axel Bertuch-Samuels 박사가 “세계금융전망: IMF의 시각”이란 주제로 하였는데, 그는 먼저 현재 진행 중에 있는 세계경제의 회복과정에서 아킬레스건으로 남아있는 불안요소로 유럽의 국가채무 리스크를 들고 있으며, 불가피하게 증가하는 국가 재정수지의 악화는 금융부문의 리스크를 다시 증대시킬 수 있음을 경고하고 있다. 현재 세계적으로 취약한 은행들은 유럽에 편재되어 있어 그 지역 경제회복을 위협하고 있다는 것이다. 추가적인 위험요인으로 그는 미국의 취약한 부동산 부문과 일본의 국채시장 문제를 들고 있다.

신흥국시장의 문제로 그는 대규모로 유입되는 투자자금의 관리 문제를 들고 있다. 예컨대, 현재 선진국의 연금, 보험 등 기관투자자들의 총자산규모는 약 50조 달러에 달하는데 그 중 1%만 신흥국으로 옮긴다 해도 그것은 2007년도 신흥국으로 유입된 자금의 총규모에 해당한다는 것이다. 이에 대한 대책으로 그는 탄력적 환율제도의 운용, 은행시스템의 안전화를 위한 완충자본 강화, 거시건전화와 금융안정에 걸맞는 출구전략의 마련, 그리고 금융위기 예방을 위한 규제개혁 등을 들고 있다.

‘자본 유출입의 변동성 관리, 대출 및 자산가격’과 관련하여 발표된 두 편의 논문 중 첫 번째 논문은 “자산버블의 진단”이란 제목으로 현재 한국은행 금융통화위원으로 재직 중인 최도성 박사(서울대 교수)가 발표하였다. 그는 자산버블의 요인이 무엇인지를 규명하고자 세 개의 버블 사례, 즉 미국, 아일랜드, 그리고 일본의 경우를 검토하고, 모든 경우에 적용될 수 있는 공통적 요인으로 신용확대와 레버리지의 증가, 그리고 해외자본 유입과 지나친 유동성의 증가를 지적하고 있다. 특히 미국의 주택버블의 경우에는 신흥국가로부터의 자본유입과 새도우뱅크에 의한 유동성 팽창이 주요 원인이었으며, 아일랜드의 경우 2000년대 초 이후 해외인력의 급격한 유입과 더불어 발생한 주택수요의 증가, 그리고 이에 편승한 해외자본의 유입과 느슨해진 통화정책이 결국 파국을 가져왔으며, 일본의 경우에는 1990년대 초 자산버블이 붕괴되기 전 몇 년에 걸쳐 가처분 소득이 25% 증가하는 동안 가계부채는 75%나 증가하였음을 밝히고 있다. 이에 대한 대책으로 그는 신용팽창 억제를 위한 금리정책도 중요하지만 그보다는 담보조건과 부채규제의 강화, 그리고 충당금 강화 등 규제적 처방을 주로 주문하고 있다.

두 번째 논문은 현재 아시아개발은행연구원 원장으로 재직 중인 Masahiro Kawai 박사가 “시스템 리스크를 줄이기 위한 거시건전성 감독

수단”이란 제목으로 발표하였다. 그는 먼저 거시건전성 정책을 효과적으로 수행하기 위해서는 시스템안정 감독자의 역할이 매우 중요한데, 이를 위해서는 감독자들의 자격요건과 권한, 그리고 업무여건 등을 명확히 해줄 필요가 있고, 또 이들을 정치적 과정으로부터 독립시켜야 한다고 주장하고 있다. 그는 또 시스템안정 감독자의 조직화에 대해서도 여러 안을 검토하고 있다. 예컨대, (i) 싱가포르에서와 같은 재무부 중심 단일기관 모델, (ii) 미국이나 영국에서와 같은 중앙은행 주도 모델, (iii) 일본에서와 같은 통합된 감독자 주도 모델, 그리고 (iv) 한국에서와 같은 합의제 모델 등을 소개하고 있다. 하지만 그는 중앙은행이나 감독기관 단독으로는 시스템 리스크에 효과적으로 대처할 수 없음을 주장하면서, 관계기관들 간에 유기적 협조와 통일된 행동이 필요함을 주문하고 있다. 그리고 최근에 아시아 각국에서 시행되고 있는 다양한 거시건전성 정책들을 소개하고 있는데, 여기에는 예컨대 경기대항적 충당금, 주택담보비율 상한제, 특정부문에 대한 대출제한, 유동성기준 도입, 예대비율 강화, 자본유입에 대한 조치 등을 포함하고 있다.

이어서 ‘세계금융개혁이 아시아 국가에 주는 합의’란 소주제와 관련하여 두 편의 논문이 발표되었는데, 그 첫 번째 논문은 “은행세: 위기관리 수단?”이란 제목으로 현재 Princeton 대 교수로 재직 중인 신현송 박사가 발표하였다. 그는 먼저 지금까지 합의된 바젤III는 금융시스템의 회복력과 은행자본의 손실흡수능력의 확대에 초점을 두고 있는데 비해, 거시건전성이 효과를 거두기 위해서는 은행의 과도한 자산증가와 부채의 취약성에 초점이 맞추어져야 한다고 주장하고 있다. 이는 경험적으로 볼 때(예: Allied Irish Bank) 호황기에는, 은행의 핵심적 자금원천인 소매금융보다는 증권화된 어음과 외환표시부채 등 비핵심부채(비예금성 부채)로 자금부족을 충당하는 경우가 많아 대출의 질을 떨어뜨리고, 또 금융중개기관간 상호거래의 증가는 시스템 리스크를 크게 증가시키기

때문이라고 한다. 따라서 거시건전성 정책의 효율성을 높이기 위해서는 자산증가가 ‘과도하게’되는 시점을 알아내기 위해서 은행부문의 핵심부채와 비핵심부채의 비율을 검토하여 하나의 거시건전성 지표를 만들어 볼 필요가 있으며, 이를 토대로 통화정책의 사용이 여의치 않을 경우 주택담보대출비율, 총부채상환비율, 그리고 레버리지 상한제 등의 사용을 권유하고 있다. 그는 특히 2010년 6월 한국이 도입한 외환과생상품에 대한 레버리지 한도설정은 자본통제라기보다는 자본유입을 완화시키는 하나의 거시건전성 정책수단임을 강조하고 있다.

두 번째 논문은 현재 국제결제은행(BIS) 아·태지역대표로 재직 중에 있는 Eli Remolona 박사가 “금융의 경기변동 확대성에 대한 대처”란 제목으로 발표하였다. 논문의 주제는 금융의 경기변동 확대성(procyclicality)과 통화정책의 역할에 초점을 맞추고 있는데 경기변동의 확대 원인은 주로 과도한 모기지, 새도우뱅킹, 신용과생상품에서 찾고 있다. 그는 경기확대성을 다루는데 있어서 두 가지 유의사항을 제시하고 있는데 하나는 거품이 너무 커지기 전에 대처할 것과 다른 하나는 리스크의 가치를 판별하는 것이다. 전통적으로 볼 때 통화정책은 주로 물가안정에 그리고 거시건전성 정책은 주로 금융안정 및 자산거품의 방지에 초점을 두고 있는데, 그는 통화정책도 거품대처에 융통성 있게 사용되어 스피드 범프의 역할을 하게 하여야 한다고 강력히 주장하고 있다. 이의 이론적 배경으로는 Daniel Kahneman의 전망이론(prospect theory)을 들고 있는데 이에 의하면 위험을 무릅쓰다(risk take) 돈을 잃으면 위험을 회피(risk aversion)하려는 성향이 높아진다는 것이다.

이 보고서의 마지막 네 번째 부문에서는 ‘겸업화와 볼커 룰 - 어디로 갈 것인가?’란 주제에 관하여 현재 IMF 통화·자본시장국 금융부문분석과 과장으로 재직 중인 Inci Otker-Robe 박사가 발표한 발제논문에 이어 네

분의 지정토론자가 각자의 시각에서 개진해 본 토론결과를 담고 있다.

Inci Otker-Robe 박사는 우선 그의 논문에서 1929년 이후 Glass-steagall법에서부터 시작하여 1999년에 그것이 종말을 고하고 Gramm-Leach-Bliley법으로 대체되기까지의 과정, 그리고 2010년 또 다시 볼커 룰이 등장하기까지의 역사적 전개과정을 고찰하고 있다. 그는 볼커 룰은 매우 복잡하기 때문에 세부적 사항이 마련되기까지는 상당한 시간이 소요될 것으로 보고 있다. 그는 또 1929년 대공황 이후에도 유럽에서 감독체제를 강화하여 계속 유지해온 유니버설 बैं킹의 장·단점을 볼커 룰에 대비하여 살펴보고 있다. 즉, 유니버설 बैं킹의 장점으로는 투자은행의 위험을 분산시킬 수 있고 고객들의 비용과 시간을 절약하는 시너지 효과를 거둘 수 있다는 것이고, 단점으로는 안정적 은행운영에 위험을 주입시키고 또 규모가 커지고 복잡해져 감독과 규제가 어렵게 된다는 점을 들고 있다. 이를 토대로 그는 몇 가지 정책적 시사점을 제시하고 있는데, 국가 간에 규제의 차이가 크게 날 경우 영업활동의 국제적 이동이 가능해진다는 것, 규제의 범위를 비은행 금융기관이나 새도우뱅크까지 확대해야 한다는 것, 그리고 금융기관들이 자체적으로 위험관리체제를 잘 갖추도록 해야 한다는 것 등이다.

첫 번째 토론자로 나선 McKinsey and Company 동경사무소의 대표 Tab Bowers 박사는 ‘볼커 룰이 은행산업에 미치는 영향’에 초점을 맞추어 토론을 전개하였는데, 그는 만약 볼커 룰이 제대로 잘 시행된다면 그것은 은행산업에 실질적인 이익이 될 것이라고 주장하고 있다. 실제로 현재 대형은행들의 총수익 중 볼커 룰에 영향을 받는 부문은 1~5%에 불과하고, 특히 아시아나 한국의 대형은행들은 자본시장관련 영업이 매우 적다는 것이다. 실제로 시장은 유니버설 बैं킹을 선호하고 있으며 투자은행들도 실질적으로 은행화(actual banks)하고 있기 때문에, 건전한 금융시스템은

자기자본매매와 은행영업을 분리하되 볼커 룰과 유니버설 बैं킹이 공존하게 하는 것이라고 주장하고 있다.

두 번째 토론자인 자본시장연구원 김형태 원장은 ‘볼커 룰이 한국에서 얼마나 중요한가’라는 관점에서 토론을 전개하였는데, 그는 우선 선진국의 상업은행들이 위험이 높은 특수상품이나 자기자본매매에 집중할수록 시스템적 위험이 높아지기 때문에 볼커 룰의 기본 개념에는 동의하지만, 한국의 투자은행들은 위험을 회피하려는 경향이 높아 정책당국의 방향은 선진국과는 달라야 한다는 점을 지적하고 있다. 그는 또 한국에서는 한 기관 내에서 상업은행업무와 투자은행업무를 동시에 수행하는 유니버설 बैं킹보다는 상업은행과 투자은행이 분리되어 운영될 수 있는 금융지주회사가 더 적합한 사업 모델이라고 주장하고 있다.

세 번째 토론은 현재 Royal Bank of Scotland의 Singapore 지사에서 근무하고 있는 Dominique Dwor-Frecaut 박사가 하였는데 그는 ‘협회의 은행이 과연 대안이 될 수 있을까’란 관점에서 토론을 전개하였다. 그는 먼저 볼커 룰과 관련하여 금융산업에 대한 지나친 정부규제에 대해서 큰 우려를 표명하면서, 금융기관의 안정적 운용을 위해서 가장 좋은 대안으로 소위 협회의 은행(narrow banking) 제도를 제시하고 있다. 협회의 은행이란 예금의 수취, 지불결제제도 및 예금보호제도 면에서 독점적 권한을 가지면서 예금자산을 안전하게 보유해야 하는 제도를 말한다. 이러한 제도하에서는 은행들의 생사가 시장에서 결정되고 은행의 대형화와 집중화를 피할 수 있기 때문에 정부의 규제 역할도 불필요한 것이 된다는 것이다.

마지막 네 번째 토론자로 나선 고려대 이종화 교수(현 대통령 국제경제 보좌관)는 ‘규제규범의 도입에 있어서 국내적 고려사항’이란 이슈에 초점을

맞추어 토론을 전개하였다. 그는 우선 금융위기의 긴 역사를 볼 때 한 시점에서 모든 나라에 공통으로 적용될 수 있는 어떤 최적의 금융제도란 존재하지 않는다고 말한다. 일본과 미국의 금융시스템을 경험해 본 한국의 경우, 국제적 기준은 도입하되 한국 자신에 걸맞는 금융시스템을 구축해 나가야 한다는 것이다. 예컨대, 금번 금융위기의 핵심은 금융기관의 지나친 대형화, 복잡화, 그리고 연계화가 대마불사의 형태로 발전하여 시스템적 리스크를 크게 조장한 것인데 비해, 현재 한국의 금융산업은 아직 지나치게 은행 중심적인 것이기 때문에 오히려 자본시장을 발전시켜 균형을 맞추어 나가야 한다는 것이다. 그는 특히 한국의 경우 제도적 개선 못지않게 인적 능력의 확보가 시급한 과제임을 역설하고 있다.

아무쪼록 이 보고서에 담긴 내용들이 앞으로도 계속되는 G20 정상회의는 물론 국내 금융개혁을 준비하고 있는 정책담당자들에게, 그리고 금융산업에 종사하는 모든 분들께 도움이 되었으면 하는 바람이다. 이번 컨퍼런스를 위해서 물심양면으로 지원을 아끼지 않으신 신한금융지주회사의 류시열 전 회장님과 한동우 현 회장님을 비롯한 여러 임직원들께 다시 한 번 깊은 감사를 드린다.

2011년 3월

세계경제연구원
원 장 남 종 현

차 례

머 리 말	03
-------	----

Opening Remarks	17
-----------------	----

Shee Yul Ryoo

Keynote Address: The New Global Financial Landscape:	19
--	----

Asia Beware?

Andrew Sheng

The Global Financial Outlook: The IMF's Perspective	37
---	----

Axel Bertuch-Samuels

SESSION I. MANAGING BOOM AND BUST CYCLES IN CAPITAL FLOWS, CREDIT AND ASSET PRICES

Detecting Asset Bubbles	53
-------------------------	----

Dosoung Choi

Macro-Prudential Measures to Reduce Systemic Risk	59
---	----

Masahiro Kawai

SESSION II. IMPLICATIONS OF GLOBAL FINANCIAL REFORM FOR ASIA

Bank Levies: A Crisis Management Tool?	71
--	----

Hyun-Song Shin

Dealing with Pro-cyclicality	87
<i>Eli Remolona</i>	

PANEL DISCUSSION: UNIVERSAL BANKING OR “VOLCKER RULE”?	95
---	----

Presenter:

Inci Otker-Robe

Panelists:

Tab Bowers

Hyong-Tae Kim

Dominique Dwor-Frecaut

Jong-Wha Lee

APPENDIX

Welcoming Remarks	119
-------------------	-----

Chong-Hyun Nam

Axel Bertuch-Samuels

Congratulatory Remarks	123
------------------------	-----

The Honorable Il SaKong

Luncheon Speech	125
-----------------	-----

The Honorable Dong-Soo Chin

Program	130
---------	-----

번역문

개 회 사	135
류 시 열	
기조연설: 세계금융질서의 개편과 아시아	139
Andrew Sheng	
세계금융전망: IMF의 시각	159
Axel Bertuch-Samuels	
SESSION I. 자본 유출입의 변동성 관리, 대출과 자산가격	
자산버블의 진단	177
최 도 성	
시스템 리스크를 줄이기 위한 거시건전성 감독수단	183
Masahiro Kawai	
SESSION II. 세계금융개혁이 아시아 국가에 주는 함의	
은행제: 위기관리수단?	195
신 현 송	
금융의 경기변동 확대성에 대한 대처	213
Eli Remolona	

패널토론: 겸업화와 “볼커 룰” - 어디로 갈 것인가?

223

발제

Inci Otker-Robe

패널

Tab Bowers

김 형 태

Dominique Dwor-Frecaut

이 중 화

부록

환영사

249

남 종 현

Axel Bertuch-Samuels

축사

253

사 공 일

특별연설

255

진 동 수

프로그램

261



Opening Remarks

Shee Yul Ryoo

Chairman, Shinhan Financial Group

Good morning ladies and gentlemen,

It is my great pleasure to welcome all of you to today's International Conference organized by IGE and the IMF entitled, "Reshaping the Global Financial Landscape: An Asian Perspective". It is truly an honor for Shinhan Financial Group to be a part of today's event, and I think it is fortunate that we have this opportunity to bring together so many distinguished panelists and speakers.

Certainly, the global financial landscape has changed much since this very same conference was held here in November of 2009. At that time, we were preoccupied with finding our way out of the global economic recession. Now that we have recovered from the worst of the crisis, we have been able to get a better picture of how the global financial landscape has changed.

In this new world, we see growing calls for financial regulation as the global financial industry has come under intense scrutiny. Many of the practices that were allowed, and in some instances encouraged, have become taboo. We have also seen the excessive private debt of advanced economies being transferred to the public sector.

In this new world, quarrels over exchange rates have grown more serious, with quantitative easing by many nations flooding emerging economies with liquidity. This unwanted liquidity is creating fears of asset bubbles. Understandably, there is open discussion of capital controls in response.

It has become increasingly obvious that the traditional economic powerhouses are no longer able to wield their economic power as strongly as they once did. Emerging Asian economies have newfound strength from their economic and financial sector progress. They are now using this to make their voice heard as the world decides on key financial regulatory and supervisory standards.

At the recent G20 Finance Ministers Meeting in Gyeongju, Korea, the governance structure of the IMF was adjusted to better reflect the greater economic clout of Asian and other emerging market nations. Moreover, the success of the Seoul G20 Summit was a testament to the increasing role of Asian nations in the coordination of the global economy. Such trends are certain to be a precursor to the eventual reshaping of the global financial landscape. However, this transformational process should not become confrontational. Rather, it should be a consensus driven process in which we as countries should come together to lay the solid foundation for global cooperation. To that end, I think global financial institutions can play a vital role in bringing about much needed cooperation and coordination in wide ranging topics.

In closing, I believe today is an invaluable opportunity to have lively and productive discussions and exchange of ideas on the current global financial landscape. Lastly, I feel we owe our thanks to IGE, Chairman Pyung-Joo Kim, and President Chong-Hyun Nam for making such an opportunity possible.

I hope today's conference proves to be an insightful experience for all.

Thank you.



Keynote Address: The New Global Financial Landscape: Asia Beware?

Andrew Sheng

Chief Advisor to the China Banking Regulatory Commission /

Former Chairman of the Hong Kong Securities and Futures Commission

I am honored to be here to deliver the keynote address on the global financial landscape at this prestigious joint conference organized by the Institute for Global Economics (IGE) and the International Monetary Fund (IMF). Today, I am going to express some thoughts on how the global financial landscape will be shaped following the 2007-2009 global financial crisis and the implications for Asia. Let me offer the usual disclaimer that the views expressed in this lecture are solely my own, and not those of any institution I am associated with.

A Crisis at the Heart of Capitalism

To say that this global financial crisis is the deepest crisis since the Great Depression of the 1930s is to underestimate how profoundly it has shaken the intellectual roots of the economics profession. I did not truly appreciate the depths of intellectual despair until Nobel Laureate Paul Krugman stated that macroeconomics had failed us in predicting and managing this crisis. It is one of my deepest regrets that I have only recently read Hyman Minsky's 1986 book, *Stabilizing an Unstable Economy*. His dissatisfaction with the

neoclassical paradigm is so damning that it is worth quoting at length:

Essentially, the neoclassical synthesis says that fiscal and monetary policy measures can eliminate persistent unemployment and that there are self-correcting forces within decentralized markets that set the economy at full employment. The neoclassical synthesis speaks with a forked tongue: on the one hand, interventionist policy can eliminate persistent unemployment or chronic inflation, and on the other hand, if nothing is done, in time and of its own workings, the economy will sustain stable prices and full employment.

This neoclassical synthesis will not serve. It cannot explain the business cycles with incipient crises that we are now experiencing as a result of the internal operation of the economy. Unless we understand what it is that leads to economic and financial instability, we cannot prescribe – make policy – to modify or eliminate it.¹⁾

Minsky offered a re-interpretation of Keynesian economics that rejected the neo-classical/monetarist synthesis. Minsky understood that “since we live in a world of uncertainty and current views about the future affect of capital-asset prices, the governor mechanism by way of financing terms is often dominated by positive, disequilibrating feedbacks.”²⁾ He observed that the history of money, banking, and financial legislation can be interpreted as a search for a structure that would eliminate instability.

Underlying this lecture is the essential reason why Minsky thinks that the neoclassical synthesis speaks with a forked tongue—that finance offers a free lunch. If, as Minsky maintains, finance is flawed and there is no free

1) Minsky (1986, 2008 edition), McGraw-Hill, p.111.

2) Minsky, op.cit, p.255.

lunch, we have to radically redesign our theory and market structure. This has vast implications for the future of Asian finance.

What does this have to do with the new global financial landscape or architecture? The answer is that the present mess we are in underlines the key role of the neoclassical free market theology in shaping the design of the current landscape. In the last 30 years, using the neoclassical free market synthesis, financial engineers have designed a set of high frequency trading, highly leveraged, complex financial markets that turned out to be highly concentrated, interconnected, interactive, and systemically fragile. They have not only been successful in forcing central banks to confirm the moral hazard through bailouts, but also forced the financial regulators and accounting standards to become “market-friendly”, in the sense that regulatory and accounting standards turned out to be procyclical—profits now and costs and risks postponed.

We have now seen the consequences of that financial engineering dream that turned out to be a nightmare. Under implicit or explicit deposit guarantees, all banking losses eventually become quasi-fiscal deficits. What has happened is that, through the bailout, bank losses eventually become sovereign debt. The current Irish debt crisis has become a pan-European crisis, with contagion in other member countries. The global financial landscape has been irrevocably transformed because a banking problem has become a political economy question—a question as to who pays. It is the political game that is changing rapidly as voters who suffer due to the banking crisis will shape the future financial landscape in ways that will not be easy to predict.

In a nutshell, to paraphrase the management guru Peter Drucker, “structure follows strategy.” The global financial landscape must follow

theory on how the future of the real sector should look. If the theory is wrong, the architecture can be drastically wrong. The irony of the current crisis is that if a real structure were to collapse, the design engineers and architects may be faced with jail time. So far, after costing more than \$14 trillion in bailouts, the financial engineers are likely to be awarded higher bonuses than before the crisis.

At the advanced market level, the new financial landscape will be shaped by de-leveraging, slower growth as part of demographic aging, tighter regulations, and continued financial innovation. At the emerging market level, there will be faster growth due to a younger population profile moving into middle income status, a fair amount of re-regulation to fit international standards, but financial innovation will have to fit real economy needs. Why do I say this? It is because I feel that finance has grown far too big and too powerful in the advanced economies.

As an Asian, I personally see finance as a derivative at the service of the real sector, not its master. At the heart of the political economy of the current advanced country crisis is the fact that the financial system is now 5 times larger than GDP, making it too powerful to fail. The Icelandic and Irish experiences suggest that when national banks are 5-7 times larger than domestic GDP, the failure costs are extremely severe and may require external assistance.

Consequently, the most pressing issue today, exemplified by the European debt crisis debate, is the political economy question of loss allocation—who pays for the losses? Within Europe, is it the surplus countries such as Germany who should bear an undue burden of sharing the losses of the deficit countries? Within the world, will the surplus countries of Asia and the oil producers bear a larger share of the losses of the deficit

countries?

Indeed, if the Asian markets allow hot money inflows to create uncontrollable asset bubbles and subsequent banking crises, then the global imbalance will be resolved through crises everywhere in which everyone becomes poorer. That is one way to solve global imbalances.

I need not remind Asians, who suffered through the Asian crisis more than 12 years ago, how the combination of policy mistakes and hot money inflows and outflows resulted in the Asian crisis. At that time, the creed was “all evil is local.” Today, the mantra is “all evil is global,” but that also cannot be right. The mistake of the neoclassical synthesis is the assumption that the externality of national or market behavior is assumed to be zero or negligible. This has proven to be completely wrong. In a highly crowded and interconnected world, national action has global externalities and vice versa. So there is a need for a complete rethinking on this.

Real Sector Architecture Should Drive Financial Architecture

Asia was fortunate not to suffer from the current crisis through the finance channel, even though it did suffer through the trade channel. Following the pain of the Asian crisis 13 years ago Asian enterprises de-leveraged, fiscal deficits were cut, and we did not allow our financial sector and our households to become over-leveraged. However, in some economies there are now some signs of that reoccurring.

But as we know, there is still considerable pressure for us to liberalize and reform our financial sector—our capital markets in particular—along the Wall Street model. The irony of this situation is that Asia as a whole

escaped the financial tsunami precisely because some nations were slower to adopt the Wall Street model. On the other hand, the neoclassical orthodoxy is arguing that if we do not open up, our future structural problems will be even greater. Who is right?

My problem is that Asia does not have an intellectual consensus or methodology on what is the right way forward. What I intend to do, in a very short amount of time, is to sketch out the framework to think about the right way forward.

The intellectual debate is whether money is neutral and, if so, whether we should concentrate on the real sector. If the real sector is stable then the financial sector should be stable. That was the theory before, but we have since learned that this is not the case. Money is not neutral; the tail can wag the dog. If finance is unstable the real sector is destabilized. At the expense of being called mercantilists, Asians have by and large focused on the real sector, especially a job-oriented export and manufacturing strategy that raised Asian incomes. Unfortunately, Asian excess savings are now accused of creating problems in the advanced economies. One of the possible solutions is to divert part of the savings towards Asian deficit countries that need this money. However, the current institutional structure is not facilitating this recycling of savings within Asia. The reality is that Asian excess savings are now inextricably linked to the global financial architecture, and it cannot be withdrawn or reduced without massive consequences for the global political economy.

Therefore, Asian policy makers need to deal with two simultaneous issues. The first is to shift the real sector production from export orientation towards domestic consumption whilst raising domestic incomes and removing inequality. The second is to restructure the global financial

architecture to make Asian savings less of a hostage and move them more toward a more efficient and stable allocation of global resources. I use the word hostage because there is a perception amongst influential economists, with Paul Krugman being an example, that the Asian recycling of savings into Western sovereign bonds seems to be hurting the issuing countries. The first issue is more within the control of Asian economies, although it will take time to restructure the real sector. On the second issue, there are far fewer degrees of freedom because the current architecture is dominated by the advanced countries, not just in voting power, but in terms of the power of ideas. G-20 has helped, but there remains a long way to go. Allow me to spend a little more time on the real sector issues, before I address the financial architecture issue.

Towards an Asian Green Economy

I have argued elsewhere³⁾ that the current global crisis is actually twin crises—one financial and the other global warming. The financial crisis is immediate, and the global warming crisis is just beginning. Both of these crises have the same root—excessive consumption financed by excessive leverage. When there is excessive consumption there is actually faster growth than the world's natural resources can bear. If you believe in Darwinism, the natural balance requires a slow down, and maybe the way to slow down is through a crisis, but we are still trying to inflate our way out of this. Thus far, the global negotiations on these issues have been conducted through different institutional channels, but intellectually they are the same inseparable problem. The fragmentation of a holistic, system-wide problem into its inseparable financial and real sector parts creates more complications, misunderstandings, and tragedies of the common.

3) Sheng, Growth Commission Working Paper 67, World Bank, 2010.

The logic of the argument about global warming and excessive consumption is very simple. Americans can consume the way they consume because they can run a current account deficit. But, if every Chinese, Indian, and emerging market person were to consume global resources per capita like the advanced countries today, there would be no natural resources left. That is a reality. The issue for Asia is that we want to grow, and we want to live a comfortable life, but to do this we have to radically change our lifestyle. This necessitates a move towards a green economy. The consumption of services needs to increase rather than the consumption of hard natural resources. This means that there needs to be a radical adjustment in fiscal and structural policies. This is a huge transition, and the reality is that, even if we have the idea, we are still struggling with how to operationalize it. Why does this have implications for the financial system?

In Minsky terms, how current consumption and future consumption (investment) is financed can have huge consequences on the stability of the economy. Emerging markets have not escaped the trade cycle because their exports are still subject to the whims of aggregate demand in advanced markets. Accordingly, how emerging markets design their financial system for greater resilience against cyclical forces is crucial to future stability.

To illustrate, my impression of why Canada and Australia have largely escaped the current financial crisis is because they are historically commodity-cyclical economies, and they have learned that every time there is a down cycle the banking system can go bust. Therefore, they allow oligopolistic banks to form. Even though they are open to financial innovation, their banks were not driven by excessive competition to move heavily into toxic instruments, partly because their home markets remain highly profitable. Therefore, it is very important that we design the financial sector to fit real sector needs, and that is the fundamental point

of my lecture. The current advanced country thinking is that finance can be expanded forever and that perpetual prosperity can be produced. The current crisis shows that this is not possible.

My own view is that capital markets are important to provide capital cushions to the enterprise sector, but I must say that I am convinced by Adair Turner⁴⁾ and Andrew Haldane⁵⁾ that financial innovation has limits on the creation of social value. There are limits beyond which financial innovation loses social value and may even become social burdens.

The financial landscape in Asian countries will be largely shaped by several key factors. The first is path dependency. We cannot change what we have today overnight. It is not that simple. The second is much tighter regulation, globally, because of Basel III and other related reforms. The third factor is changing demographics. Fourth, the impact of global warming and, finally, key policy decisions regarding the relationship of banking with capital markets. Because this conference will discuss bubbles, the impact of reforms in regulation, and universal banking, let me deal with the demographic and global warming issues briefly, before returning to the policy issues related to universal banking.

The first point to remember is that Asia is dealing with aging populations in North Asia, with excess savings, and a rapidly growing young population in South and Southeast Asia with incomes and wealth rising quite rapidly. This will have important implications on the design of the financial system because we are going to shift towards more long-term pension/savings

4) Adair Turner, "What do banks do: Why do credit booms and busts occur and what can public policy do about it?" LSE Future of Finance, 14 July, 2010.

5) Andrew Haldane, "The Contribution of the Financial Sector Miracle or Mirage?" Bank of England, 14 July 2010.

problems. If the system is poorly designed, and the values of pensions are lost, or the unfunded pension liability is very large, there will be huge social implications and instability in future generations. The real problem today is that the pension funds in advanced countries, through financial engineering, have become highly leveraged. They are now chasing yield. They chased short-term yield at high risk, and they clearly did not fully understand those risks. So the difference between the Asian crisis and the current crisis is that during the Asian crisis it was the borrower that was over-leveraged. In this crisis, not only is the underlying borrower over-leveraged, the investor is also highly leveraged, as is the issuer. Because of this, derivative asset prices became much more susceptible to procyclical volatility—far beyond model imagination. The real problem is the amount of damage this crisis has had on the pension funds of the advanced countries for retirees to find their retirements adequately. This has not been studied enough, and there is much work yet to be done.

The second point, given the massive impact of global climate change on Asian lifestyles, is that we need to think much more conservatively about the growing level of leverage and the speed of growth of credit in Asia. Under possible conditions of greater external shocks from natural disasters, including things such as water stress, do we have enough insurance funds and the capital resilience to withstand these shocks? Moreover, droughts and warfare may disrupt economic activity far more than previously thought possible. I do not have a solution, but these possibilities need to be considered.

The third issue is that there is considerable demand for long-term infrastructure financing in South and Southeast Asia. It is growing very rapidly, but it is not clear that we have the financial mechanism to fund this in a way that everyone wins. To my mind, financial innovation in this area is needed in terms of institutions and processes to improve the intermediation

between pension-driven high savings in aging North Asia and the long-term infrastructure needs of the younger, high natural resources economies in South and Southeast Asia.

I was fortunate to be associated with the work that brought forth the New Economic Model in Malaysia.⁶⁾ This was brought about by considering the three things that are really needed in Asia. First, which is not in dispute, is higher incomes. Second, we need an inclusive system. That means a system that is more equal, particularly equality in opportunity. And finally, we need a system that creates environmentally sustainable growth. The financial system needs to be designed to accomplish these needs, not the other way around.

What really needs to be understood is that we cannot think in compartments. We cannot say that this is macroprudential and that is microprudential. It is an intellectual mistake to separate the two and, in fact, Minsky was the first to say this. The reason I say this is that it is intellectually wrong to assume, as we have found out, that if a system is stable then all of the members of that system are also stable. This is the fallacy of composition. It is the interactivity and the externalities between the different members that can create systemic instability. It is precisely the fragmentation of disciplines and government functions into silos that created partial visions and flawed diagnoses of systemic problems.⁷⁾

The Financial Landscape – The Global Dimension

Now, let's move to the global dimension. The events of the last two years have demonstrated that domestic financial systems need to take

6) see www.neac.gov.my.

7) Minsky saw this basic flaw much earlier than most, p.323.

global risks into consideration. The two are interdependent, interactive, and not mutually exclusive. The real issue, as I said, was the lost allocation problem, particularly in the Irish case. What does the current global debate hold for Asia?

Firstly, Asia has a simpler financial system than Europe, essentially bank based, and is at least 30 years behind in terms of financial integration. I am confident that our European friends will sort out their debt crisis, but the pain that they are going through right now suggests that there was a design flaw. They have a unified currency, a unified central bank, a regulatory structure, but no fiscal mechanism to help the winners and the losers. This means that if Asia is ever thinking about Asian financial integration, a fiscal mechanism must be put in place. Without it, there can be no stable regional Asian arrangement.

The second lesson is that there are huge risks for any single national currency to undertake the role of global reserve currency. As the United States has found out, the reserve currency central bank faces the Triffin dilemma. This dilemma says that the reserve currency must run looser monetary policy to meet global liquidity needs than is needed by the domestic economy. By definition, the country runs a current account deficit, and that current account deficit creates global imbalances. This is very problematic.

That leaves us with no viable solution for global stability except for a global reserve currency arrangement. However, we do not have a global central bank, no global financial supervisory mechanism, and we do not have a global fiscal mechanism. As we all know, we are very, very far from all three pre-conditions. In essence, the key question that needs to be asked is what is the hard-budget constraint on the creation of global fiat money supply

relative to global needs? Can the global financial system continue to print money with no hard budget constraint? Not just fiscally, but financially? That comes down to my present argument that it was the shadow banking system that was the missing piece of the picture in this crisis.

This crisis has been interpreted by some as a run on the shadow banking system. Until 2008, people did not even know what the shadow banking system was. How big is the shadow banking system? According to New York Federal Reserve Bank data, it is \$21 trillion. How big is the traditional banking system? It is \$14 trillion or 100% of U.S. GDP.⁸⁾ The shadow banking system, at \$21 trillion, is equivalent to 30% of global GDP. Is the credit created by the shadow banking system included in any advanced country money supply numbers? It is not. The question is therefore this: what are the monetary implications of the shadow banking system? The shadow banking system is creating credit, that is, creating money supply that has huge implications on possible inflation. It is now very clear it has an impact on asset prices, but there is no monetary control let alone financial control. Current reforms talk about financial stability considerations of shadow banking, but who is talking about the monetary implications? The answer is nobody, and this is the point I really want to talk about.

Asia and the Shadow Banking System

The message is very clear. As we in Asia know, we did not suffer this crisis because of a large shadow banking system. However, Asian nations do have experience with shadow banks. The curb market in Korea, the deposit-taking cooperatives in Malaysia in the 1980s, and the finance companies and merchant banks during the Asian crisis which were not

8) For full description, see Shadow Banking, www.fcic.gov.

totally supervised are all examples. It was the finance companies which were lightly supervised and they went out and borrowed a lot of money, they blew up, and then infected the banking system. The hard fact is that financial crises occur in the areas that regulators have not been observing closely. Thus, it comes back to the architectural model.

The hard question within Asia—and not wholly answered in the advanced countries—is whether retail banks and capital markets can live under the same institutional roof. In the colorful description by Deputy Governor Nishimura of the Bank of Japan, can we put carnivorous lions—the investment banks—in the same cage as herbivorous elephants—retail banks—thus forming universal banks? Eventually, the carnivorous lion will eat the herbivorous elephant, and in the current crisis this is precisely what happened in some of the institutions. Since this is a highly controversial area and will be discussed in a separate session, allow me to make several observations to help the debate.

First, I support the Volcker Rule because proprietary trading violates the first principle of market fairness.⁹⁾ To illustrate, if a retail person or hedge fund trades against a prime broker, it is not a level playing field. When the retail loses, it is simply thought to be his misfortune and he is on the hook for losses. However, when the prime broker loses and fails, it is bailed out by the state and is provided zero interest funding. In other words, the prime broker's proprietary trading is tails you lose, heads I win. Is this a level playing field? Clearly it is not.

9) Minsky noted presciently in 1986: "Lines were drawn among commercial, investment and savings banks aimed at moderating the conflict between the fiduciary and private-profit aspects of banking. Recent experience shows that the institutional lines cannot be sustained when there are large profit opportunities from breaching the lines." P. 350.

Second, prime brokers that are also retail banks are so large that the bulk of trading of financial derivatives between the top 10 financial giants makes up between 50% and 70% of the entire market. Is this a normal market as envisaged by the neoclassical synthesis where there are supposed to be “an army of private investors”¹⁰⁾ who are unrelated buyers and sellers helping price discovery?

Thirdly, the rise of delegated investments through asset managers, which are also owned by universal banks, creates agency problems which allow large asset managers to engage in momentum trading, against which small countries with floating exchange rates get moved up and down. This proprietary trading, plus lender of last resort, plus deposit guarantees, creates a game they cannot lose. If they, plus their customers, all leverage to speculate against the currency of a small market, the central bank of that small economy has no leverage. How much ammunition do the speculators have against the small central bank? This is an issue which has not been resolved.

Fourthly, there is a cultural conflict between the risk adverse nature of prudential retail bankers and the high-risk proprietary trading investment bankers. So there is a serious problem in putting the two together. I do not have an exact solution for this, but my instinct tells me that Glass-Steagall, in principle, was not wrong, but the fault line lies more on the proprietary trading issue which is the fundamental principal-agent problem. In very basic terms, finance needs to have lenders of last resort because it is the agent of the principal, which is the real sector.

Today, when finance is 5 times larger than GDP, it has become too big

10) Dimitri Vayanos and Paul Woolley, “Capital market theory after the efficient market hypothesis”, Vox, at www.voxeu.org/index.php?q=node/4052, 5 October 2009.

and too powerful to fail. So when it makes mistakes, the real sector bails out finance. This cannot be right. Who is earning most from the finance sector? The answer is the management because they get the biggest bonus, equivalent to 30% to 70% of total net revenue before tax. For the economy as a whole, one needs to debate seriously whether institutionalized leveraged speculation should become the core competency of an economy, rather than a specialized part that could fail without dragging down the whole system. This crisis has shown that institutionalized speculation has become too large to fail.

Concluding Thoughts

The above survey suggests that it is easier to know what not to do rather than what to do. Being more focused on the real sector, Asians need to design the financial sector to fit the evolution of the real sector into advanced economy status. Even though the importance of finance as part of the service sector will increase relative to the agriculture and manufacturing sectors, I personally do not see Asians allowing finance to be the tail that wags the dog.

If that is the case, there must be tools and mechanisms that control the growth of the financial sector to ensure that financial sector credit growth is in line with real sector needs without inflation or financial crisis. A hard budget constraint has to be imposed on the financial sector because of its systemic risks.

There is very little controversy within Asia about regulating banks as public utilities for both practical and political economy reasons. What Asia is still struggling with is how much leeway to give the carnivorous lions,

which can generate financial innovation, but may also blow up the whole system.

My personal view is that there can be no single solution or model for all countries. It is a mistake, in my view, to impose single “one-size fits all” standards or rules for all countries. This cannot be right because it is the monoculture that creates systemic fragility. If the monoculture is wrong, the whole system fails. What we need is more diversity in systems, standards, products, and institutions. It is the competition of ideas, views, and even standards from diverse sources that give systems the resilience and openness to change. To limit systems to one standard is to generate closed systems that are doomed to systemic failure.

With respect to the global architecture, I remain open-minded on whether we can change the architecture in the short-term. We are still seeing the consequences of the design flaws in the current architecture. Until the true costs of the design flaws are realized—through hopefully non-fatal crises—it will be difficult to change the status quo radically.



The Global Financial Outlook: The IMF's Perspective

Axel Bertuch-Samuels

Deputy Director, Monetary & Capital Markets
Dept., the International Monetary Fund

I. THE STATE OF GLOBAL FINANCIAL STABILITY

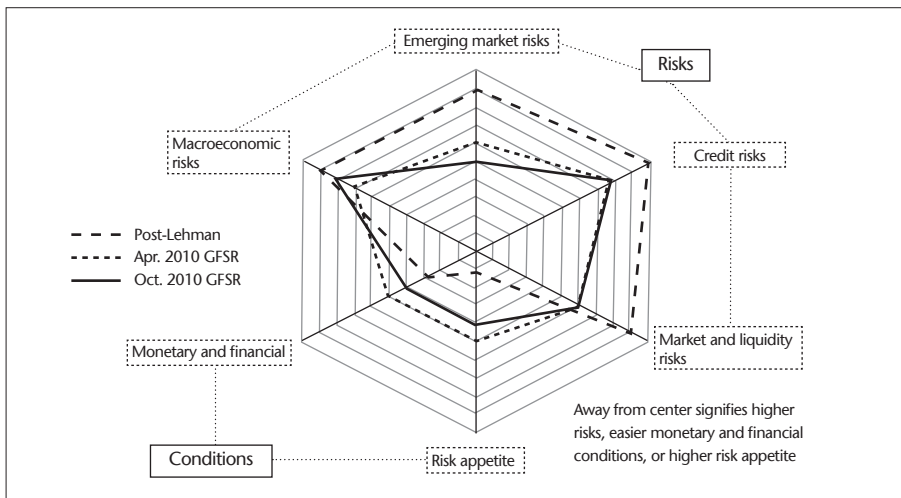
The Global Financial Stability Report (GFSR) is published twice a year, once in the spring and once in the fall, and it is really amazing to see how much can change in 6 months. The good news is that the global economic recovery is proceeding, and there are some positive indications coming from the United States, the United Kingdom, and China that growth seems to be moving ahead despite all of the bad news coming from continental Europe. The global economic recovery is proceeding, but at a significantly faster speed in emerging and developing economies than in the advanced nations.

The bad news is that the financial sector continues to remain the Achilles' heel of the recovery from the so-called Great Financial Crisis. Three years later, confidence has not yet been fully restored, and this explains why markets continue to be quite sensitive to bad news and why they so quickly shift back to crisis mode. At the heart of this—as shown in April and May of 2010, and more recently again in the Euro area with the flare up in Ireland—is the existence of key structural financial vulnerabilities linked to sovereign risks which remain elevated. There are also persistent fragilities in the banking system. Those combine to make

the outlook for financial stability quite uncertain with substantial downside risks remaining.

The IMF's current global stability map, shown in Figure 1, highlights the increases in risk since the last GFSR. Macroeconomic risks are more elevated owing to the turmoil in sovereign debt markets, despite the slightly stronger near-term growth. Progress towards reducing credit risks has suffered a setback since last spring as the core of the banking system proved vulnerable to continued confidence shocks and the resultant sovereign spillovers. In turn, the rising credit spreads led to tightening in monetary and financial conditions and was coupled with reduced risk appetite in financial markets. The policy response to address the sovereign and bank funding strains, while helping to contain overall market and liquidity risks, has not yet led to a decisive change in confidence factors. The one dimension of the stability map that shows a clear improvement is emerging markets, which have been supported by strong fundamentals and a favorable growth outlook.

Figure 1. GFSR Stability Map



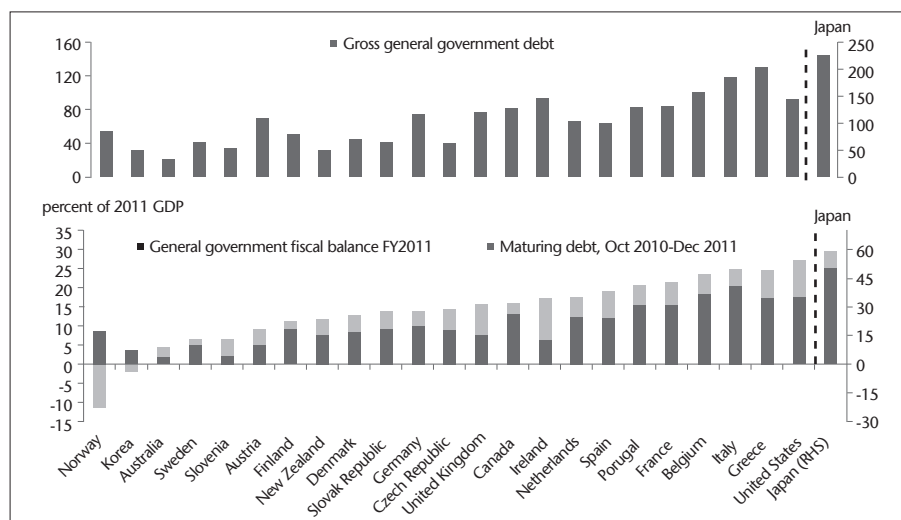
The Octopus of Sovereign and Bank Balance Vulnerabilities

A central theme of this GFSR is the focus on two-way connections between sovereign and banking system risks, and the consequent financial stability implications. There are three principal channels through which problems at the sovereign level can affect the banking system: (A) widening sovereign spreads and mark-to-market losses in bank holdings of government debt; (B) higher funding costs related to a widening in sovereign risk spreads; and (C) diminished value of explicit or implicit government guarantees. It is important to bear in mind this last point. As this crisis started in the financial system, governments came to the rescue and then losses migrated to public sector balance sheets. At some point in time, it becomes an issue where the value of the government protection becomes a question in and of itself. Consequently, another negative feedback loop develops from that. Like a virus, the risk travels through the banking system via counterparty exposure. These propagators work in reverse as well. That is, banks under stress feed into greater sovereign contingent liabilities, and in turn this dynamic links to the real economy as banks delever balance sheets by curtailing credit.

Downside risks surrounding growth prospects leave highly leveraged sovereign balance sheets exposed to an adverse “growth shock.” Governments have begun to set plans for medium-term fiscal consolidation. There are proposals on the table, but much remains to be done before they become reality. Nonetheless, the challenge of dealing with higher debt burdens among uncertain growth prospects is daunting. Market confidence will take time to build, and further measures will need to be specified to deliver an ambitious, credible, but also growth friendly reform program. At the same time, the downside risks surrounding growth prospects leave highly leveraged balance sheets exposed to adverse shocks.

A moderate, though protracted growth shock only 1% below the World Economic Outlook baseline between 2010 and 2015 can have a significant impact on advanced countries debt-to-GDP ratios, especially for those nations which are already highly indebted. Complicating matters further, high public debt rollover hurdles can telescope these medium-term debt sustainability concerns into more immediate sovereign funding difficulties. As seen in Figure 2, many advanced economies face very high debt funding needs as primary balances remain in deficit. Much of the short-term debt issued during the financial crisis matures over the next 18 months. Furthermore, a re-pricing of sovereign risk spreads and illiquidity in those euro government bond markets that came under the most pressure has led investors to shift to the main government bond markets. Thus, the tendency has been a flight to safety and out of those markets which are considered to have sovereign risk. In turn, this shift has exacerbated rollover risks.

Figure 2. Sovereign Debt and Gross Financing Needs Through 2011

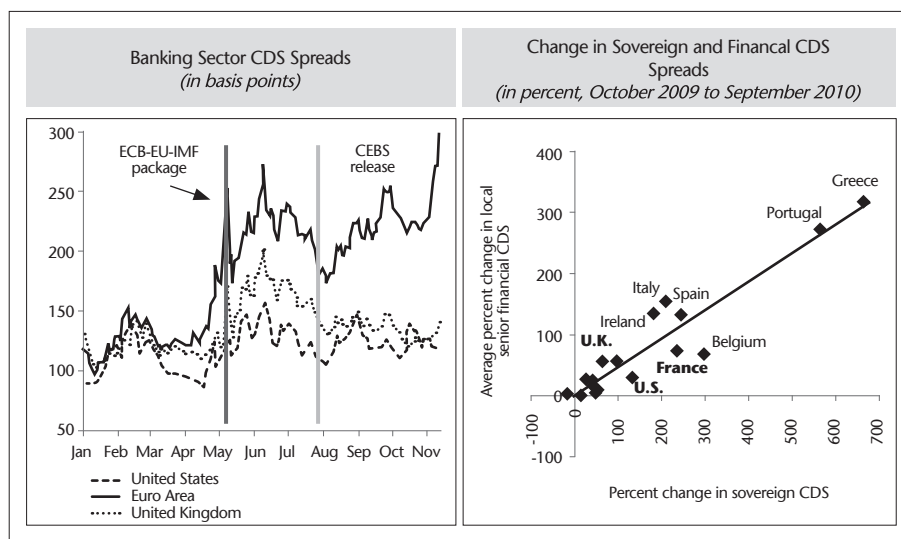


The outbreak of sovereign financing strains in certain euro area

countries was met, after some delay, with strong and coordinated policy response by the national European authorities, EU institutions, and the IMF. In the wake of these announcements, which included measures to reduce fiscal deficits, there was some improvement in the government bond markets, with greater differentiation among countries. But for some nations the situation remained critical, partly because of the rising costs of banking sector problems, which must still be overcome, and partly due to continuing worries about debt sustainability and competitiveness. Ireland is the latest case in point.

The worries about the health of the sovereigns, together with the continuing concern about banks, have led to upward pressure in the cost of default protection for financial institutions. These concerns are more pronounced in the euro area—reflecting sovereign spillover as well as funding challenges—as underscored by the wider CDS spreads versus the United States and the United Kingdom.

Figure 3. Legacy Problems and Sovereign Strains



In Figure 3, the right hand panel shows the degree of co-movement of bank CDS spreads with sovereign CDS, which is particularly elevated in certain European countries. This reflects not only the holdings of sovereign debt by banks but also the increasing risk of continued negative feedback loops between both the sovereigns and the financial sector.

Continued Funding Risks in the Banking System

Bank funding challenges reflect a reliance on short-term wholesale funding, especially in Europe, and a lack of confidence in the balance sheets of financial institutions, which stems from sovereign exposure and other legacy asset problems. There has been little progress in lengthening the maturity of funding and, as a result, over \$4 trillion of debt is due to be refinanced in the next 24 months, which represents approximately 35% of bank debt outstanding. This is another indicator of the daunting challenges ahead.

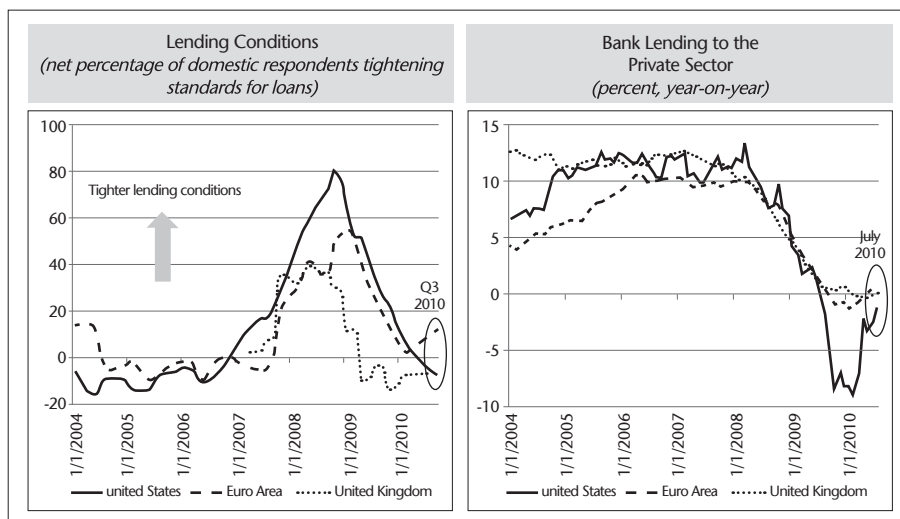
The IMF's estimate of crisis-related total bank write-downs and loan provisions between 2007 and 2010 has eased, from \$2.3 trillion in the last GFSR to \$2.2 trillion. Banks have made progress in realizing those write-downs—more than three-quarters already reported—leaving a residual amount of approximately \$550 billion to still be reported. The capital bases of these banks have also been strengthened. Average tier one capital ratios in the global banking system increased to over 10% at the end of 2009. Of course, it must also be recognized that much of this was due to government recapitalization. The disturbing news is that there is a weak group of banks, especially in Europe.

There was a big stress test undertaken, and that stress test, done with

91 European banks, showed that less than a handful were in need of more capital. Just as an arithmetical exercise, if one were to increase the ratio of tier one capital to 8%—i.e. closer to what is implied by the new (Basel) capital standards—the total number of banks that would fall short of capital suddenly rises from 7 to 31 banks out of the 91 banks. That represents a remarkable 12% of total tier one assets of the whole universe of these banks covered by the test, or about 15% of risk-weighted assets.

Bank funding pressure could, in turn, accelerate the deleveraging process and threaten the incipient credit recovery, as shown in Figure 4. While the current transmission of sovereign strains has primarily been financial in nature, the risk of negative feedback loops that could threaten the economic recovery has clearly strengthened.

Figure 4. Credit Recovery at Risk



Cross-border pressures have also been at play, in particular in the Central

and Eastern European (CEE) region. While Latin America and Asia were affected through trade channels, the group of emerging markets in the CEE has experienced direct financial impact. The CEE countries have continued to see cross-border bank outflows as European parent banks shed exposure to this region, and credit growth has contracted or remained quite weak in countries that have seen the largest cross-border outflows.

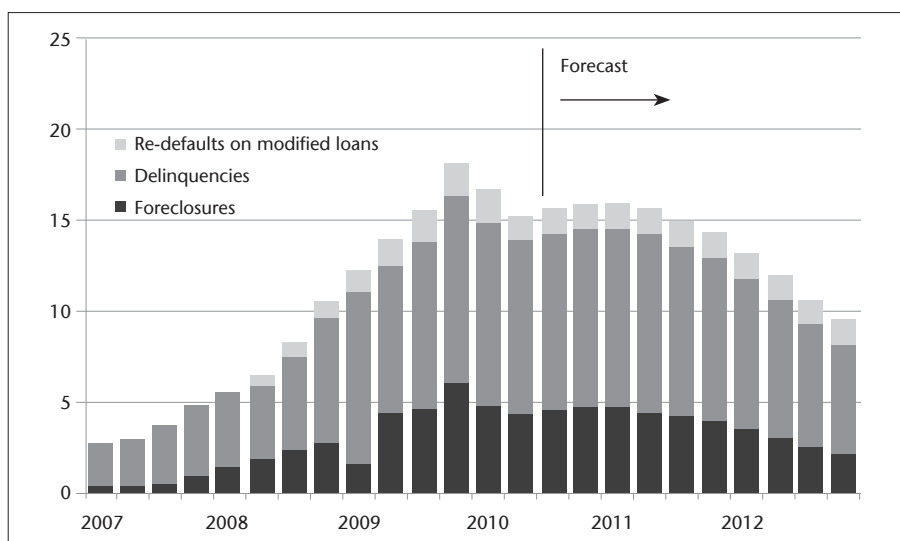
Additional Risks

There is another aspect still to be addressed—the outlook also remains weak in the U.S. real estate sector. While there are positive signs from real growth, and consumer sentiment seems to be on the uptick in the United States, I believe that a lasting return to strong growth is unlikely to be sustained without a recovery in the housing sector. Loan modifications and the recent stabilization in house prices have done little to slow foreclosures, creating large shadow inventories of future homes for sale, shown in Figure 5. If there were a double dip in real estate in the United States it could have a long lasting impact on the economic recovery in the United States and possibly elsewhere as well through spillover effects. Under such an adverse real estate scenario it is possible that 15 out of 40 U.S. bank holding companies could require \$57 billion in additional capital to maintain a 6% tier one common capital ratio. Without the government-sponsored entities (Fannie Mae and Freddie Mac), U.S. bank capital needs would have been much larger.

In Japan, the government bond market also has several features that could allow a relatively small risk of stress to transmit through the banking sector—a relatively short debt profile, high financing needs, a buyer base dominated by domestic banks—and accelerate medium-term fiscal

sovereignty issues into near-term funding challenges.

Figure 5. High Shadow Inventory of Foreclosed Homes
(in percent)



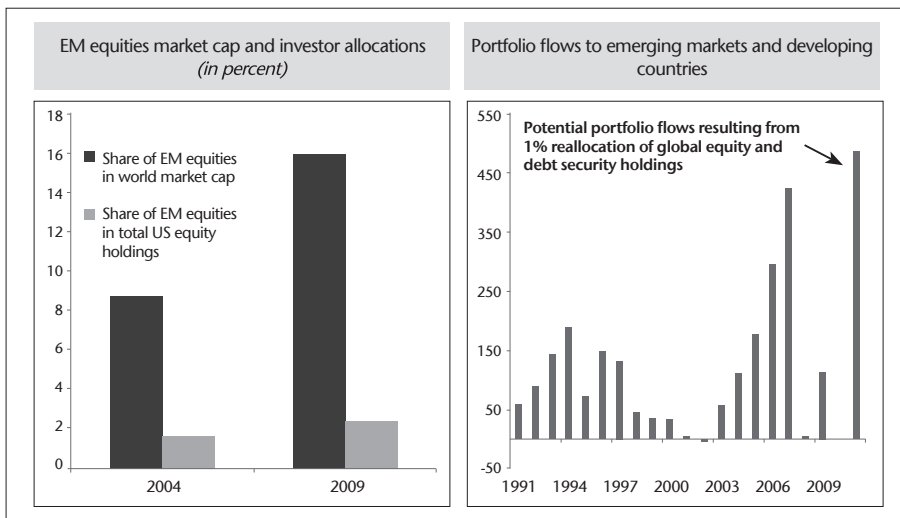
Implications for emerging markets

Emerging markets with stronger fundamentals are facing challenges associated with managing large capital inflows. This is not a completely new phenomenon for these economies, but I would like to show an analysis recently undertaken by IMF staff, making a couple of “what-if” assumptions and then doing the math.

When you look at the total amount of assets under management, especially long-term pension funds and life insurance companies globally—so-called institutional investors—their assets total about \$50

trillion in global assets. If there were a tiny shift of these assets, what would be the effect? We assumed a 1% reallocation of global equity and debt securities held by G-4 investors. As shown in Figure 6, the result would be a \$485 billion additional portfolio flow to emerging markets. This is more than the total amount registered in 2007, which was a record. This illustrates that countries receiving a larger share of these flows relative to the size of their markets could face even further challenges to their macroeconomic and financial stability.

Figure 6. Portfolio Inflows to Emerging Markets



In addition to these more structural shifts related to asset allocation, low interest rates in mature economies and ample liquidity through quantitative easing are also acting as important drivers of flows into emerging markets. The differential in policy rates between mature and emerging economies has recently widened and is expected to widen even further judging from interest rate futures. The surge in portfolio inflows has been focused on fixed income,

predominantly local, markets. Flows into dedicated retail and emerging market debt funds, through August, are already several multiples higher than in any prior year. In turn, it is no surprise that this could lead to increasing volatility in portfolio capital flows and strained local market valuations.

The impact of these flows into emerging market debt is also having a dramatic impact on bond yields, which have plunged in emerging markets—not withstanding some increases recently amidst the turmoil in the euro area. The trend is one of sharp decline. One could say that emerging markets could be experiencing a “Greenspan style” conundrum, where long bond yields are falling even as policy rates are rising.

Of course, the question arises as to what policies can be used to deal with such a surge in inflows. The first line of response are of course macroeconomic policies, especially when the economy is booming or risks overheating—but not only then. These include allowing exchange rate appreciation when the exchange rate is still undervalued, intervening if there is a need to increase reserves, tightening fiscal policy, or easing monetary policy if inflation is not a concern. Given the linkages between macroeconomic and financial stability, it may also be advisable to tighten financial regulation and supervision, including through the deployment of new macroprudential tools. Under certain conditions, capital controls might also be used, always taking into account their likely effectiveness and their multilateral ramifications, e.g. the risk that a multiplication of capital controls might undermine beneficial international financial integration more broadly. The IMF continues to examine and think through these and related issues with a fresh mind. There is an interesting staff position note out that dates back to February of 2010 that walks through the issues that should be taken into consideration when deciding whether to impose controls or not.

Conclusion and Policy Outlook

The current policy challenges are clearly quite different in mature and emerging markets. Mature economies are still clearly in balance sheet repair mode and have much to do in both their financial system and on their sovereign balance sheets. As a result, their growth outlook is weaker and interest rates are low. Emerging markets, on the other hand, are coping with portfolio inflows, in part owing to a structural shift in capital allocation to emerging markets. To the extent that this is a structural shift which becomes more of a general trend going forward, I would not be too concerned as it is a good development if recipient economies are considered by international investors to have sound economic prospects, strong enough to warrant a more structural allocation of assets. However, there are also cyclical factors, such as low interest rates in mature economies and related search for yield, which are feebler and can easily change as the tide turns.

So what are the policy priorities? Policies, of course, must undertake difficult structural adjustments and reform measures in order to restore confidence and remain firmly on track toward building financial system resilience. The IMF summarizes the key elements of these policy needs on five fronts:

- (1) Sovereign balance sheets have to be strengthened. The process of fiscal consolidation has just begun, and in many countries details will need to be clearly laid out to make medium-term fiscal consolidation plans credible. Such plans will, of course, need to take into account country-specific circumstances, accompanied where necessary by growth enhancing structural reforms. Contingent liabilities need to be managed and reduced in the medium-term, including by ensuring that significant public or private financial enterprises do not enjoy

implicit taxpayer support.

- (2) Policymakers have to address legacy problems in the banking system and strengthen capital buffers. A key message from the GFSR was that capital buffers for some European banks need to be increased to reduce vulnerabilities to renewed funding stress and to protect against downside risks. Weaker nonviable financial institutions still need to be fully resolved and forced to withdraw from unprofitable activities to achieve a reduction in excess capacity to enable the remaining industry to be self-sustaining in some countries.
- (3) Exits from extraordinary policy support need to be carefully considered. Central banks and governments should remain open to providing financial support, if and when needed, and make their exit strategies contingent on adequate progress on the economic and financial stability front. The sooner the financial system stabilizes, the sooner these public support measures can be unwound.
- (4) Further regulatory reform and clarity on measures is needed to prevent future crises. The IMF welcomes the Basel Committee's proposal, which entails substantial progress towards more robust bank capital and liquidity standards. Still more needs to be done, as these proposals apply only to a subset of the financial system. It is essential to lay the foundation for the broad reform agenda to avoid planting the seeds of another crisis. In this respect, the official community, under the coordination of the FSB, should deliver on several fronts: addressing systemic risk related to systemically important financial institutions; enhancing supervision; establishing effective resolution regimes, both nationally and cross-border; and ensuring internationally agreed standards are applied globally. It will be essential to put in place a truly safer financial system that is capable of supporting strong and sustained growth.
- (5) Policy challenges for many emerging market policy makers

center on coping with the effects of relative stability and favorable outlook. More vulnerable emerging markets—those in the Central and Eastern Europe and more adversely affected by the crisis in Western Europe—should persist with economic and financial adjustment. Emerging markets in Asia and Latin America have not been adversely affected thus far, and have become attractive destinations for capital owing to their better fiscal fundamentals, stronger growth outlooks, and higher yields than in many advanced economies. But managing risks associated with large and structural increases in portfolio inflows can strain policy tools and lead to financial stability spillovers. Targeted use of macro-prudential tools, in combination with flexible use of macroeconomic policies, can help to reduce pressures on credit markets. Policy measures should also focus on the continued development of local capital markets and the reinforcement of regulation and supervisory frameworks to enhance the absorptive capacity of local financial systems to safely and efficiently intermediate structurally higher capital flows.

In sum, the world continues to face significant policy challenges. The outlook foresees an improvement, but clearly there are a number of downside risks that have to do with the convergence of major factors and the interplay of public and private sector balance sheets. Addressing these challenges will not be easy and require a great deal of coordination and collaboration among policy makers across the globe.



Session I

MANAGING BOOM AND BUST CYCLES IN CAPITAL FLOWS, CREDIT AND ASSET PRICES

Detecting Asset Bubbles

Dosoung Choi

Macro-Prudential Measures to
Reduce Systemic Risk

Masahiro Kawai





Detecting Asset Bubbles

Dosoung Choi

Member, Monetary Policy Committee, Bank of Korea

For a monetary policymaker like myself, asset bubbles are a difficult subject because there are very few monetary policy options against asset bubbles. Even if these tools existed, their effectiveness would be quite limited. To begin, I will review three cases of well-defined bubbles: the housing bubbles in the United States and Ireland, and the asset bubble in Japan a few decades ago. I will argue that credit expansion, high leverage, and abundant liquidity through capital flows are common factors among all three cases and are the primary causes of asset bubbles.

Before moving to the cases studies I am going to start with some basic background facts on bubbles. The first is that a bubble is not a bubble until it bursts. Of course, one may feel uncomfortable with the level of stock or housing prices, but one cannot be sure it is a bubble, thus making policy response that much harder. The second point is that a growing bubble is very hard to stop because of its hysteresis. So, a bubble must run its course before it collapses. Even if you can detect it, it is hard to stop. Third, credit fueled bubbles are more malignant as they involve balance sheet contraction and debt reduction when they burst. We have seen this in the aftermath of the Global Financial Crisis.

The U.S. housing bubble kicked off the global financial crisis, but I will review it only briefly as it is so well-known. Among many macroeconomic explanations of the U.S. subprime mortgage crisis, easy money and cheap credit may be at the top of the list. The Federal Reserve kept the interest rate too low for too long, and some blame the Fed for waiting too long to begin raising the policy rate. It is interesting to note that money growth, especially M3, which is a good measure of credit, expanded very rapidly. Credit growth rates themselves were rising steadily until the beginning of 2008, when Bear Stearns failed. Part of this credit growth was fueled by the inflow of capital from emerging economies. Substantial portions of abundant foreign exchange reserves of the central banks of many emerging economies, mostly Asian, were used to buy safe assets. Of course, the safest assets are the U.S. Treasury securities. Some of this invested money was eventually pushed back to the emerging economies in the form of private equities, increasing the domestic liquidity of these emerging economies. Easy monetary policy in the United States, and massive inflows of capital, together with advances in financial engineering technology—such as MBSs and CDOs—helped U.S. households to borrow more.

U.S. household debt rose steadily from 2004 to 2008, when the subprime mortgage crisis erupted. The growth of household debt, especially mortgage debt, was much faster than the growth of disposable income. As we all know by now, the shadow banking sector played a role in creating liquidity, thus helping credit expansion, which eventually pushed housing prices to an intolerable level.

Last August I had an interesting conversation with Patrick Honohan, Governor of the Central Bank of Ireland, immediately before the current turmoil. According to Governor Honohan, the so-called Celtic Tiger's growth was very healthy until 2001 and 2002. It was mostly led by exports

and the expansion of knowledge-based industries. The tragedy of the Irish housing bubble began when growth momentum, with GDP growth at 10%, was still very solid. The sustained growth brought an influx of highly skilled foreign labor. That, together with the desire for better living standards, kindled the demand for more and better housing. This started a housing boom. At first, lending to homeowners rose, and then commercial banks, both domestic and foreign, began competing very fiercely in lending to real estate developers. Many homeowners wanted to buy houses not only for themselves, but also for their children, before prices rose too high. This is a very typical symptom of housing bubbles.

Serving as the background to this, there was an easy money regime after Ireland became a member of the euro. Credit became very cheap, and debt rose drastically from 2002 through 2008. Low long-term interest rates, partly due to capital inflows to Ireland – especially interbank loans for property development lending – helped the expansion of property related lending in Ireland. This kind of housing bubble could not last forever. The end of the boom came in 2008, when the nation had more than 300,000 vacant homes for about 1.2 million households. The banking sector was crushed by the non-performing assets and needed a government bailout. This, in turn, depleted and ruined Irish government finance which could not sustain itself without a bailout from the international community.

Before the bubble burst in Japan in 1990 and 1991, household debt rose nearly 75% in the preceding years. During the same period, disposable income rose only 25%. So, household debt expansion was very rapid immediately before the bubble burst. Behind this bubble there was again an easy monetary policy with cheap credit plus a massive buildup of household debt.

These three cases were all credit-fueled bubbles. When the bubbles burst, they were followed by massive economic contraction and systemic failures. Reinhart and Rogoff, in their book, *This Time is Different*, point out that in the wake of a crisis we all say that this time is different. As the authors conclude, this time is not different. Every crisis is similar to those before when you look at the fundamental causes. There are clearly common factors.

The common factors include two that are distinct: cheap credit and high leverage under accommodative monetary policy, especially the expansion of household debt and abundant liquidity, some of which comes from abroad through excessive capital inflows. Ireland was experiencing an enormous amount of interbank loans from abroad. The United States experienced current account deficits, and these deficits were balanced by capital account surpluses, especially from emerging countries. Global imbalances will continue to accelerate cross-border capital flows, thus making the situation much more difficult for policy makers. As I noted previously, there are very few options.

Earlier this year, at the American Economic Association meeting, Chairman Bernanke stated that monetary tightening would not be effective in preventing a bubble from forming or growing. The monetary policy to lean against the wind is said to be not useful. The former Fed Chairman, Alan Greenspan, echoed those remarks. Some argue that regulatory remedies such as collateral requirement, debt coverage requirements, countercyclical bad debt allowances, and capital requirements may be more appropriate and potent in inducing a soft landing. On the other hand, given the huge cost associated with the burst of a credit bubble, the central bank needs to be more proactive in preventing bubbles, or at least working to induce a soft landing after one has burst.

Let me say a few words about the alternative response. The first is that we cannot do much. Regulatory remedies would be a better choice to handle asset price bubbles. The alternative is to be more proactive in terms of raising rates, even if the inflation gap or the output gap are still negative. If credit expansion is too large, the response may be to raise policy rates. The ECBs two-pillar system, in some sense, accommodates this stance. The real-economy pillar guides price stability while the monetary pillar addresses financial stability. When I am participating in rate determinations at the Bank of Korea, I tend to look at the credit gap in addition to the inflation gap and output gap. Then, different weights are applied to see if the policy rate needs to be adjusted. That is my personal way of looking at things. I change weights every now and then, but I believe that looking at the credit gap is an important part of making policy decisions.

From the cases I reviewed we can learn some lessons, especially in Korea. However, I do not want to make any explicit comments about the housing prices or household debt. However, the financial indicators of Korea seem to indicate that there are low interest rates, cheap credit, and growing household debt, which are all typical symptoms of an asset bubble in the cases reviewed. That could be a good piece of information that needs to be kept in mind.



Macro-Prudential Measures to Reduce Systemic Risk

Masahiro Kawai

Dean, Asian Development Bank Institute (ADBI)

Introduction

Macroprudential policy is aimed at managing the risks of the financial system as a whole by minimizing the costs of financial shocks and boom and bust cycles. This policy has the potential to address the failures that led to the Asian Financial Crisis of 1997-98 and the Global Financial Crisis of 2008-09. We know that a set of policy mistakes led to the Global Financial Crisis, including failures in: (i) monetary policy via the overexpansion of liquidity; (ii) financial supervision and regulation; and (iii) the global financial architecture. The policy framework, particularly that in the United States, could not contain the buildup of financial vulnerabilities and systemic risk.

Over-expansionary monetary policy contributed to rapid rises in credit, particularly in the United States housing market. Financial regulation and supervision had several prominent flaws—the presence of the shadow banking systems outside of a regulatory framework, limitations of policies for “too-big-to-fail” or “too-interconnected-to-fail” firms, insufficient capital adequacy and liquidity standards, inadequate transparency on

derivatives products, and insufficient attention paid to procyclicality. The weakness of the global financial architecture limited the ability of global institutions to identify emerging global systemic risk, and failed to generate a coordinated approach to crisis prevention, crisis management, and resolution. Macroprudential policy addresses the second failure above and attempts to reduce an economy's systemic financial risk.

Importance of macroprudential policy

Systemic financial risk is the risk of disruption to financial services—caused by impairment to parts of, or the entire, financial system—which has the potential for serious negative consequences for the real economy. This risk is a major concern for financial policymakers. Macroprudential policy seeks to contain systemic risk by developing appropriate policy responses for the entire financial system, rather than only assessing the health of individual financial firms. We have learned that there are limitations in the microprudential, bottom-up approach; even if each financial firm is deemed healthy, it is still possible to have a buildup of systemic (or economy-wide) financial vulnerability. The macroprudential, top-down approach complements the microprudential approach and remedies the latter's deficiencies.

Macroprudential policy is important in the context of Asia. Although the Republic of Korea (hereafter Korea) had some financial turbulence and a mini currency-crisis in the fall of 2008, Asian financial systems have generally been quite resilient to the development of the Global Financial Crisis due to their sound balance sheets—including a modest exposure to toxic assets and low external debt relative to foreign exchange reserves—and low inflation and sound fiscal conditions, reflecting lessons learned from the Asian Financial Crisis. However, this resilience should not be

taken for granted. As we have witnessed over the past decade, problems of procyclicality and vulnerabilities to capital flows, credit expansions, and real estate booms continue to persist. Moreover, Asia has many non-bank financial firms, such as real estate finance, mortgage finance, and consumer credit companies, as well as securities houses and insurance companies. Asian economies are exposed to activities of large systemically important, global financial firms present in Asia, and their financial systems are likely to increase in complexity and sophistication over time. So, Asian policymakers should strengthen macroprudential policy in order to deal with the possible problems generated.

I argue that the effective implementation of macroprudential policy would require the establishment of a powerful systemic stability regulator. In Asia there are signs of such a systemic stability regulator emerging and this movement needs to be encouraged.

A systemic stability regulator in charge of macroprudential policy

The essential task of a systemic stability regulator is to reduce financial shocks and prevent boom and bust cycles. It should have clear objectives and mandates to accomplish this goal. It would need to conduct macroeconomic-financial surveillance (through monitoring of the entire financial system and its interaction with the real economy), identify a possible buildup of systemic risks, assess potential deficiencies in risk management practices, analyze spillovers among financial firms and between firms and markets, identify possible regulatory gaps, and curtail systemic financial risks. Such a systemic stability regulator should not be just an analyst—an entity that only monitors risks and issues warnings—

but should also act to prevent systemic risks from leading to financial crises. For this purpose, a systemic stability regulator should have sufficient regulatory resources—both financial and human—and sufficient tools and legal powers for implementation. Its human resources should include a variety of experts in financial supervisory issues, operations of major financial institutions, legal and legislative issues, and macroeconomic-financial linkages.

Ideally, the systemic stability regulator would be independent from the political process. But, looking at what has been happening recently in the United States and the United Kingdom, among other nations, political independence seems to be difficult to achieve. It would be desirable to maintain at least operational independence—particularly at the working level, including the ability to make objective assessments of the financial system and its interactions with the real economy—in order to be effective and credible. It would also require a high degree of transparency.

Organizing a systemic stability regulator

There could be various approaches to the organization of a systemic stability regulator. First, there is the single agency approach. An excellent example can be found in Singapore, where the finance ministry focuses on treasury functions and oversees central bank functions, supervisory responsibilities, and a macroprudential mandate. It has almost everything that is needed. Even in emerging economies, central banks are becoming increasingly independent, at least operationally, from the government, and the Singaporean central bank, the Monetary Authority of Singapore, is also operationally independent. A second approach is the central bank-led model, where a country's central bank assumes the responsibility

of financial stability and macroprudential management. The model is something that the United States and the United Kingdom are now headed toward. A third approach is the supervisor-led model, where an integrated financial supervisory authority is responsible for macroprudential—as well as microprudential—supervision and regulation, while the central bank has no such mandate. Japan's case is an example for this model. A fourth approach is the council model, where multiple authorities share the responsibility of macroprudential management. If I am not mistaken, the case of Korea is close to this model, as the central bank and the supervisory agency share macroprudential responsibilities. In the council approach, the finance ministry, the central bank, and regulators and supervisors all work together as if they were a single entity.

I believe that even in the second and third approaches, a council-like approach is needed as the central bank or the supervisor alone cannot address systemic risk efficiently. Various types of coordination are needed, including information exchange and joint policy action. In the United States, a Financial Services Oversight Council has been created to identify systemic risks and promote coordination among different agencies. Whatever organizational form is taken, the role of the central bank is quite important. In my view, the central bank would be best suited to conduct macroeconomic-financial surveillance. It has a clear comparative advantage in this area. But when the central bank is in charge of both price stability and financial stability—as the United States and the United Kingdom are heading in that direction—the risk is that crisis management and resolution may conflict with its political independence. In Asia, many of the central banks in Southeast Asian economies do have a financial stability function and, so far, they have been managing the situation well.

How the central bank should act to promote financial stability, when

macroprudential management is not its explicit mandate, is a major issue. In a low inflation environment, when there is a sign of emerging asset price bubbles, what should the central bank do? My view is that even if price stability is its only mandate, the central bank has to act in a flexible way. After all, preserving macroeconomic and financial stability for the entire economy is consistent with the objective of price stability. Particularly when macroprudential policy measures are not adequate in containing asset price booms, monetary policy needs to be mobilized in order to help moderate asset price developments. Essentially, the central bank should be expected to maintain stable economic and financial conditions, in a way to reduce risks of financial instability and boom and bust cycles.

Implementation of macroprudential policy in Asia

Asian policymakers have recently undertaken several macroprudential policy measures to manage aggregate or systemic financial risk: countercyclical provisioning, loan to value ratio limits, direct controls on lending to specific sectors, tighter supervision, liquidity requirements, and loan to deposit requirements. In the past policymakers often used some of these measures in an *ad hoc* way; for example, the Bank of Japan used to deploy such measures as window guidance and administrative measures to limit credit growth. Now, it is time to fully deploy all of those measures in a comprehensive and well-organized way.

The global financial crisis taught us the lesson that when a systemically important institution fails, it brings to the fore the issue of resolution authority. Without international coordination on this issue the problem of too big to fail or too connected to fail firms cannot be addressed. Moreover, regulatory parameters need to be extended to include non-bank systemically

important institutions. Asian policymakers need to internalize these lessons and strengthen macroprudential supervision and regulation. There are several suggestions, including limiting interbank exposures, imposing systemic capital surcharges, increasing housing market transparency, requiring subsidiaries of foreign financial firms to incorporate themselves, and encouraging the use of central clearing parties in countries with active derivatives trading.

In recent months various measures have been introduced to limit capital inflows. In Indonesia, there was an attempt to require that the central bank notes be held for a period longer than one month. In Korea, limits on foreign exchange derivative contracts were placed on domestic and foreign banks. In Taipei, China, provisions were put in place on the use of time deposits by foreign firms. In Thailand, a Chilean-style capital inflow control was used to impose unremunerated reserve requirements of 30% on loans, bonds, mutual funds, swaps and non-resident Baht accounts, and the government has just introduced a 15% withholding tax for foreign investors on capital gains and interest income on bonds. I believe that a similar measure has been introduced in Korea.

Effectiveness of macroprudential policy measures

What about the evidence of the effectiveness of macroprudential policy measures? When we look at whether these measures have been effective or not, it is not easy to make a definitive assessment. When macroprudential measures are used, other policy measures are often introduced at the same time. That is one important reason why effectiveness is difficult to assess, but limited evidence suggests that these measures have affected banks' behavior and helped to protect the financial system from slipping into

deep downturns through lax measures. But the macroprudential measures have made a lesser contribution to moderating financial and economic cycles, in particular booms. During booms tighter macroprudential tools were not always effective in dampening the booms. Spain is very proud of championing the dynamic provisioning measure. The country's authorities recognized the bubble risk at an early stage, after joining the euro zone, and the Bank of Spain successfully pushed banks to increase provisioning during the upswing. There is some evidence that loan growth was moderated and bank resilience strengthened, but Spain was still unable to prevent a property boom and bust.

According to other studies, limits on maximum loan-to-value ratios were more effective. In general, the ability to circumvent these measures should not be underestimated. In terms of capital inflow restrictions, the Chilean-style approach was successful in Chile and several other Latin American countries in that it was able to lengthen the maturity of capital inflows and reduce the amount of short-term capital inflows. However, the same approach was not successful in Thailand, so the evidence is mixed. Limits on foreign borrowing have shown signs of effectiveness in terms of widening interest rate spreads vis-à-vis offshore rates. Of greater relevance for Asian economies is the need for a comprehensive framework to regulate the impact of volatile capital flows and exchange rate movements on domestic credit cycles, inflation, asset prices, and balance sheets.

Conclusion

Effective macroprudential management would require a powerful systemic stability regulator. A systemic stability regulator needs a clear mandate and objectives with an effective structure, sufficient resources,

and ample implementation tools. If a nation, unlike Singapore, divides stability regulation functions among different agencies—such as the central bank, financial regulators, and the finance ministry—then the concerned authorities must work together in a coordinated way and act in unity.

The regulatory and legislative environment needs to be strengthened regarding the treatment of systemically important financial institutions, procyclicality, risk associated with interconnectedness, liquidity and currency risks, and the monetary policy framework. Major tools for discretionary regulatory management include limits on credit expansion, leverage, and capital inflows. The evidence on the effectiveness of macroprudential measures is limited and mixed. More success has been reported in strengthening the banking sector and preventing the financial system from sinking deeply than in dampening the credit and economic boom, but I believe more empirical studies in this area are needed. The coordination of macroprudential policy and monetary policy remains an important challenge.



Session II

IMPLICATIONS OF GLOBAL FINANCIAL REFORM FOR ASIA

Bank Levies: A Crisis Management Tool?

Hyun-Song Shin

Dealing with Pro-cyclicality

Eli Remolona





Bank Levies: A Crisis Management Tool?

Hyun-Song Shin

Professor of Economics, Princeton University

The centerpiece of the new capital and liquidity framework for banks known as Basel III is a strengthened common equity buffer of 7% together with newly introduced liquidity requirements and a leverage cap, to be phased in over an extended timetable running to 2019.

The elements that were most promising in living up to the macroprudential aims of regulatory reform—the countercyclical capital buffer and the capital surcharge for the systemically important financial institutions (SIFIs)—proved most controversial and have yet to be finalized.

Under its current agreed form, Basel III is almost exclusively microprudential in its focus, concerned with the solvency of individual banks, rather than being macroprudential, concerned with the resilience of the financial system as a whole. The language of Basel III is revealing in this regard, with repeated references to greater “loss absorbency” of bank capital. However, achieving greater loss absorbency by itself is almost certainly inadequate in achieving a stable financial system, for two reasons.

- Loss absorbency does not directly address excessive asset growth

during booms.

- Preoccupation with loss absorbency diverts attention from the liabilities side of banks' balance sheets and vulnerabilities from the reliance on unstable short-term funding and short-term foreign currency debt.

As argued below, increased systemic risk from interconnectedness of banks is a corollary of excessive asset growth. To be effective, a macroprudential policy framework must address excessive asset growth and fragility of bank liabilities.

Excessive Asset Growth in Booms

During a lending boom, high bank profitability and low measured risks tend to bolster bank capital ratios. However, experience has repeatedly shown that rapid loan growth is achieved only at the cost of lowering lending standards. Take the example of Allied Irish Banks (AIB), which is currently very topical given the difficulties in Ireland, but there is no shortage of examples from the recent global financial crisis.

Figure 1 plots AIB's loan growth and loan loss provisions from 2004 to 2009. AIB's loan book increased 43% in 2005 and 30% in 2006, but loan growth came to a sudden halt with the global financial crisis. Provisions were low and falling throughout the lending boom. However, the underlying vulnerability of the loan book was exposed by the recession, and provisions have jumped above 4% of the total loan book.

AIB's capital ratios were highest at the peak of the boom in 2006 and did not issue timely warnings, as seen in Table 1. The severity of the

subsequent bust calls into question the philosophy of relying on capital ratios while neglecting asset growth itself. Would additional measures, such as forward-looking provisioning have prevented the collapse? Larger capital cushions would undoubtedly have mitigated the shock to the real economy, but the experience of Spain (which had such forward-looking provisioning) suggests that forward-looking provisioning may not be sufficient.

Figure 1. Loan Growth and Provisions for AIB

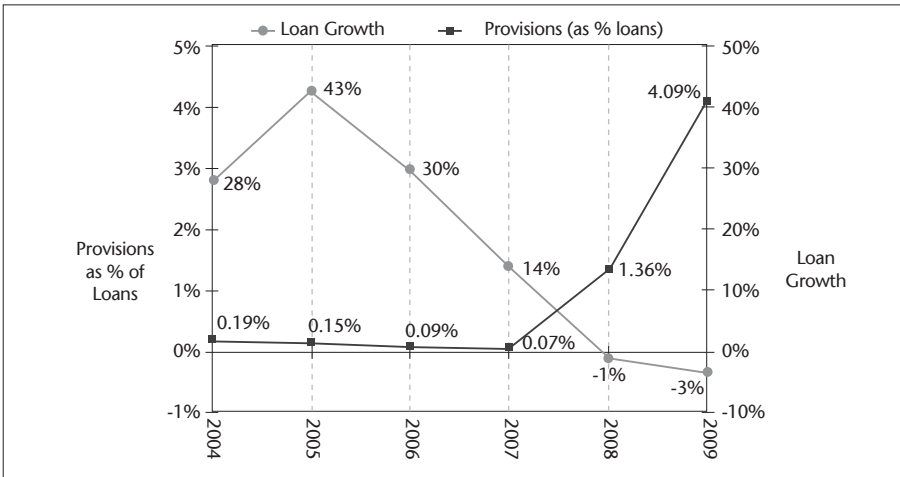


Table 1. Capital Ratios for AIB

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Tier 1 capital ratio (%)	7.9	7.2	8.2	7.5	7.4	7.2
Total capital ratio (%)	10.7	10.7	11.1	10.1	10.5	10.2

In the case of both Ireland and Spain, being members of the Eurozone prevented them from having autonomous monetary policy in reining in domestic liquidity. However, the loss of autonomy over monetary policy is a more general theme that affects many more countries than just the

Eurozone. Emerging economies with open capital markets face constraints on monetary policy from carry trade inflows. Faced with low interest rates in advanced economies, raising domestic interest rates may backfire by inducing greater carry trade inflows and looser domestic financial conditions. In Korea, market interest rates actually *fell* when the Bank of Korea started raising the policy rate in the summer of 2010.

When faced with excessive asset growth fueled by loose domestic financial conditions other tools may be necessary to lean against the buildup of vulnerabilities.

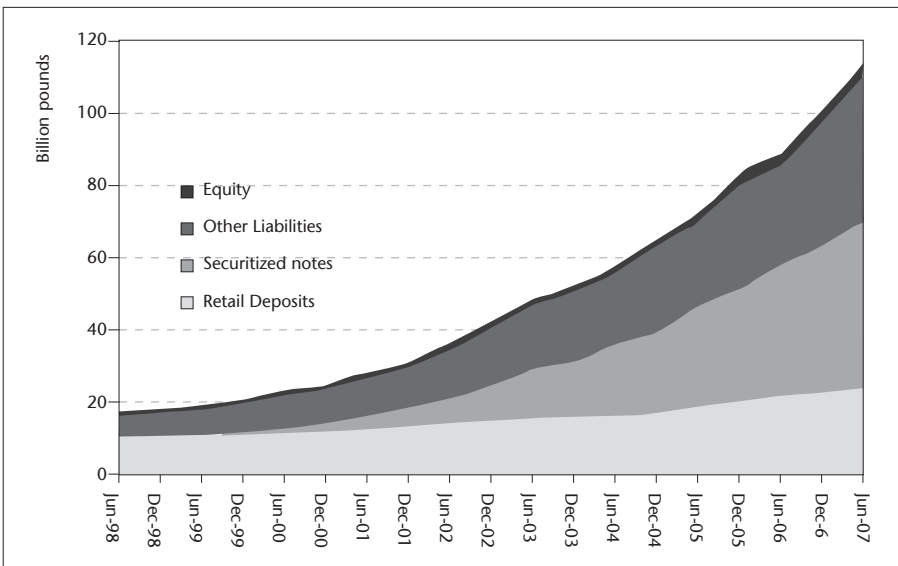
Administrative measures on bank lending such as caps on loan to value (LTV) ratios and debt service to income (DTI) ratios may be important additional ingredients in the macroprudential policy framework. DTI rules serve as an anchor that ties loan growth to the wage level. The experience of Korea and other Asian economies suggest that DTI rules may be a useful complement to more traditional tools of banking supervision.

Keeping Track of Non-Core Liabilities

Excessive asset growth is mirrored on the liabilities side of the balance sheet by shifts in the composition of bank funding. The core funding available to the banking sector is retail deposits of household savers. However, retail deposits grow in line with the aggregate wealth of the household sector. In a lending boom when credit is growing very rapidly, the pool of retail deposits is not sufficient to fund the increase in bank credit. Other sources of funding are tapped to fund rapidly increasing bank lending. The state of the financial cycle is thus reflected in the composition of bank liabilities.

Figure 2 shows the composition of the liabilities of Northern Rock, the UK bank whose failure in 2007 heralded the global financial crisis. In the nine years from 1998 to 2007, Northern Rock's lending increased 6.5 times. This increase in lending far outstripped the funds raised through retail deposits, with the rest of the funding gap being made up with wholesale funding through securitized notes and other liabilities. Northern Rock's case illustrates the general lesson that during a credit boom, the rapid increase in bank lending outstrips the core deposit funding available to a bank. As the boom progresses, the bank resorts to alternative, non-core liabilities to finance its lending. Therefore, the proportion of non-core liabilities of banks serves as a useful indicator of the stage of the financial cycle and the degree of vulnerability of the banking system to a downturn of the financial cycle.

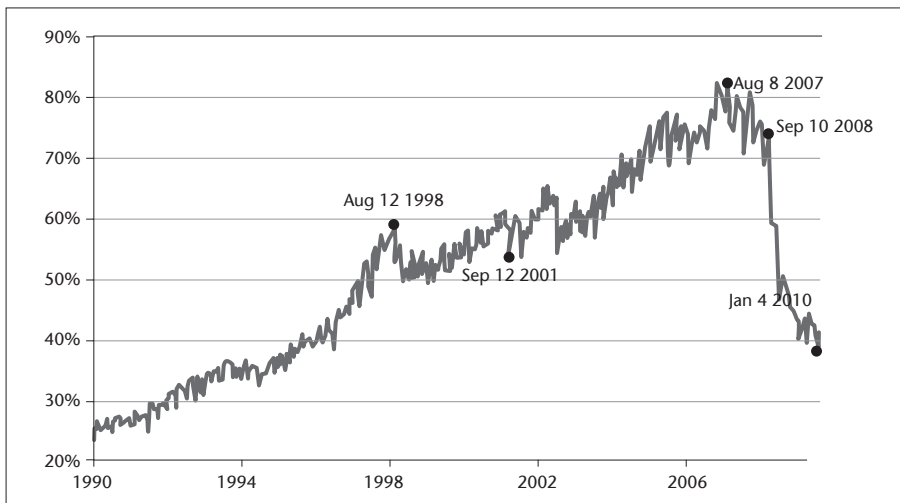
Figure 2. Northern Rock's Liabilities (1998-2007)



The role of non-core liabilities in signaling the stage of the financial

cycle can also be seen at the aggregate level. Figure 3 plots data from the United States and charts the stock of repurchase agreements (repos) of US primary dealers¹⁾ plus the stock of financial commercial paper (CP) expressed as a proportion of the M2 money stock.

Figure 3. Repos and Financial CP as Proportion of M2
(Source: US Federal Reserve)²⁾



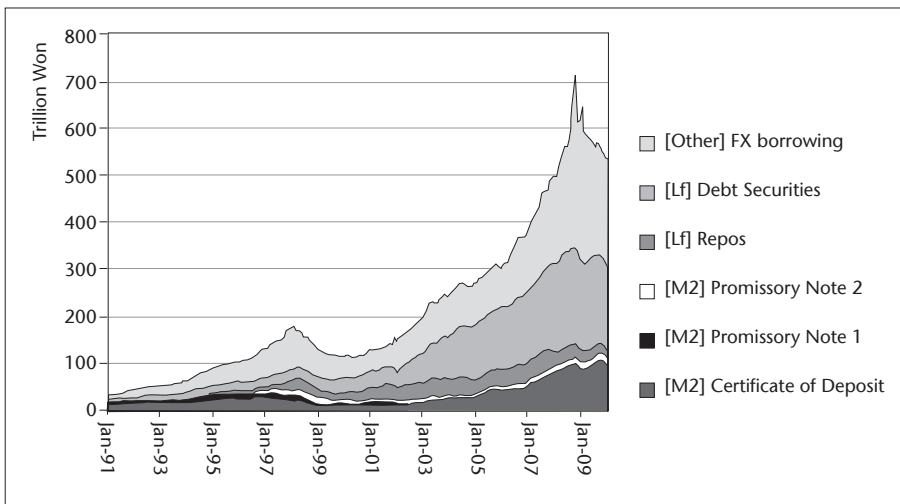
M2 consists of retail deposits and holdings in money market funds, and thus can be regarded as retail depositors' claim on the broader banking system. As recently as 1990, repos and financial CP were only a quarter of the size of M2. However, the ratio rose rapidly and reached over 80% by August 2007, only to collapse with the onset of the financial crisis.

1) US primary dealers are US banks and securities firms that have a daily trading relationship with the Federal Reserve, and which are permitted to bid at the auctions of US Treasury securities.

2) See Adrian and Shin (2010) "The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09" <http://www.princeton.edu/~hsshin/www/ar2010.pdf>

In an open emerging economy, rapid increases in the non-core liabilities of the banking system show up as capital inflows through increased foreign exchange-denominated liabilities of the banking system. Figure 4 charts the non-core liabilities of the Korean banking sector with the FX liabilities shown at the top of the chart.

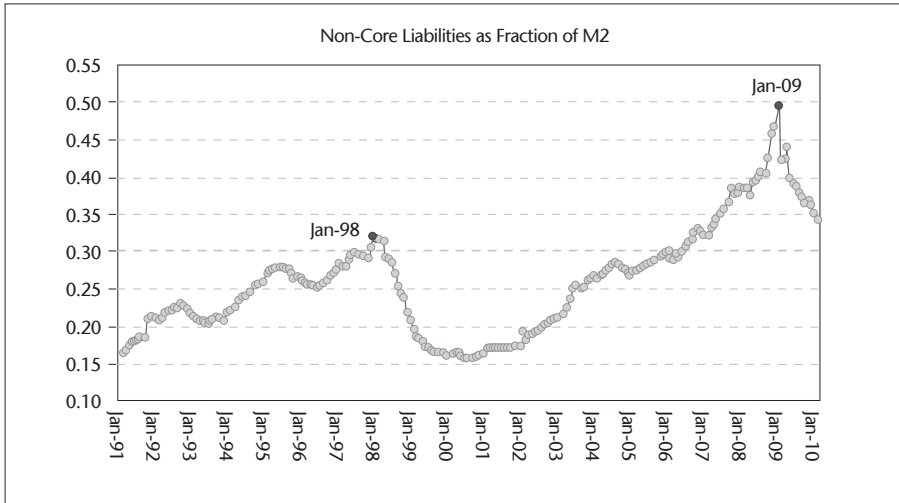
Figure 4. Non-Core Liabilities of Korean Banking Sector³⁾



Note that the first peak in non-core liabilities coincides with the 1997 crisis. After a lull in the early 2000s, non-core liabilities increase rapidly in the run-up to the 2008 crisis. Figure 5 plots the non-core liabilities as a fraction of M2. We see that there has been substantial variation in non-core liabilities, ranging from around 15% of M2 to a peak of 50% in the Lehman crisis.

3) Source: Shin and Shin (2010) “Procyclicality and Monetary Aggregates” paper for Bank of Korea 2010 conference, <http://www.princeton.edu/~hsshin/www/BOK2010.pdf>

Figure 5. Non-Core Liabilities of Korean Banking Sector as a Proportion of M2

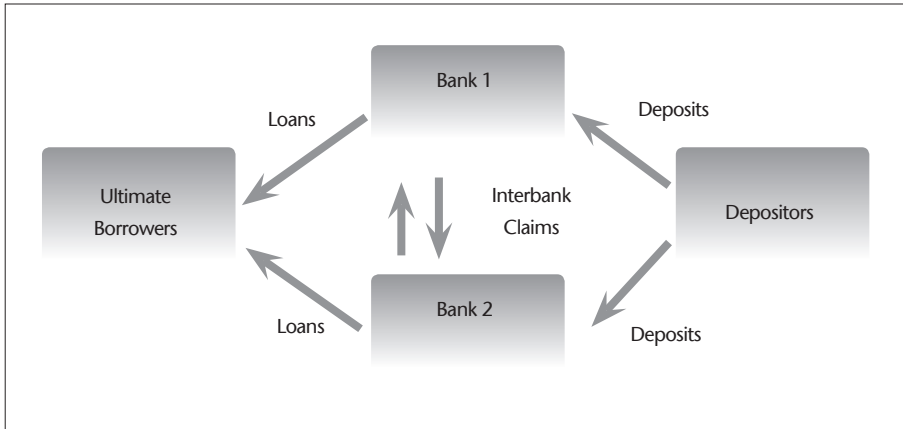


Interconnectedness and Systemic Risk

Excessive asset growth and greater reliance on non-core liabilities are closely related to systemic risk and interconnectedness between banks. In a boom when credit is growing rapidly, the growth of bank balance sheets outstrips available core funding, and asset growth is mirrored in the greater cross-exposure across banks. Consider a stylized banking system in Figure 6 with two banks—Bank 1 and Bank 2. Both banks draw on retail deposits to lend to ultimate borrowers. They also hold claims against each other.

Imagine a boom where the assets of both banks double in size, but the pool of retail deposits stays fixed. Then, the proportion of banking sector liabilities in the form of retail deposits must fall, and there must be increased cross-claims across banks. In this sense, the growth in bank assets and increased interconnectedness are two sides of the same coin.

Figure 6. Stylized Financial System



The relationship between banking sector assets and increased cross-exposures across banks holds more generally as an accounting identity. Define the *core liabilities* of a bank as its liabilities to claimholders who are not financial intermediaries themselves. Retail deposits would be the best example of core liabilities. Covered bonds held by a pension fund would also count as a core liability. However, any liability of an intermediary held by another intermediary would be a *non-core liability*. Under this definition, we have the following accounting identity⁴⁾ for the total core liabilities of the banking sector:

$$\text{Total Core Liabilities} = \sum_{i=1}^n e_i z_i (\lambda_i - 1)$$

where e_i is the equity of bank i , λ_i is the leverage of bank i , z_i is the ratio of bank i 's core liabilities to its total liabilities, and n is the number of banks

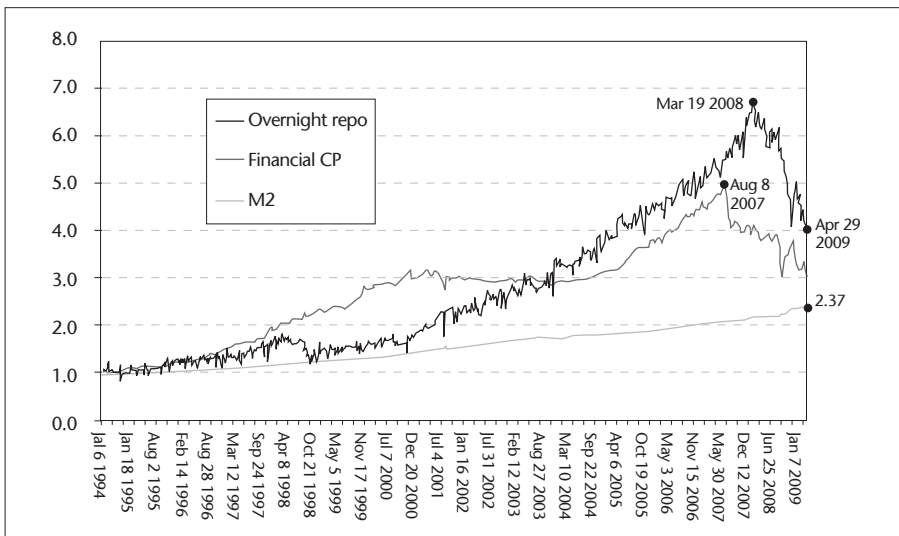
4) See Shin (2010) *Risk and Liquidity*, Clarendon Lectures in Finance, Oxford University Press, Chapter 9.

in the banking system. Since total core liabilities (retail deposits) are slow-moving, a rapid increase in total bank assets (equity times leverage) must result in lower z_i values, implying a greater reliance on non-core funding.

In this way, there are close conceptual links between procyclicality, interconnectedness, and the stock of non-core liabilities of the banking system. In a boom, we have the conjunction of three features:

- Total lending increases rapidly
- Non-core (including foreign currency) liabilities increase as a proportion of total liabilities
- Systemic risk increases through greater cross-holdings between intermediaries

Figure 7. Overnight Repos and M2 (weekly data)
(Normalized to 1 on July 6th 1994. Source: US Federal Reserve)



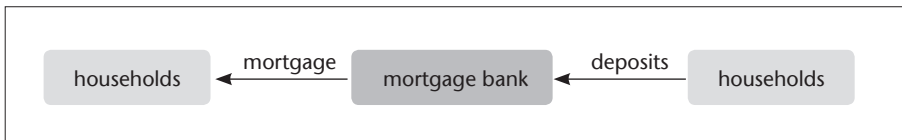
In this respect, systemic risk is procyclical and excessive asset growth lies at the heart of the increase in bank interconnectedness. Therefore,

addressing excessive asset growth in booms will go a long way toward mitigating systemic risks and the cross-exposure across banks.

The growth in non-core liabilities is accompanied by the shortening of maturity of the liabilities. Figure 7 plots three series for the US: the size of the *overnight* repo stock, the total stock of financial commercial paper and M2, all normalized to equal 1 on July 6th, 1994. In Figure 7 we see that M2 grows by a factor of 2.4, but overnight repos grow seven-fold before collapsing with the onset of the crisis in 2008.

The prevalence of short-maturity liabilities is a consequence of longer intermediation chains and the need to maintain a lending spread for each link in the chain. Figure 8 depicts a traditional deposit-taking bank that collects deposits and holds mortgages. All banking liabilities are core liabilities in such a system.

Figure 8. Short Intermediation Chain

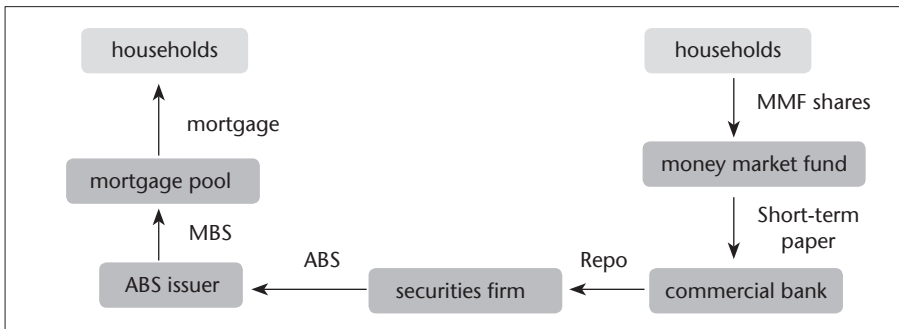


Short Intermediation Chain

However, lengthening intermediation chains increases cross exposures across intermediaries. In Figure 9, mortgage assets are held in a mortgage pool, but mortgage-backed securities (MBS) are owned by an asset-backed security (ABS) issuer who pools and tranches the MBSs into another layer of claims, such as collateralized debt obligations (CDOs). Then, a securities

firm might hold CDOs and finances them by pledging them as collateral to a commercial bank through repos. The commercial bank in turn funds its lending to the securities firm by issuing short term liabilities such as financial commercial paper. Money market mutual funds complete the circle, and household savers own shares to these funds.

Figure 9. Long Intermediation Chain



The illustration in Figure 9 is a simple example of potentially much more complex and intertwined relationships. At each stage of the intermediation chain, the funding interest rate must be lower than the asset interest rate. As the intermediation chain becomes longer, more short-term funding must be used to support the chain, as short-term funding tends to be the cheapest. In this way, the prevalence of short-term debt is a natural consequence of the increased weight of non-core liabilities in the intermediary sector.

What is noticeable from the institutions involved in Figure 9 is that they were precisely those institutions that were at the sharp end of the recent financial crisis. Subprime mortgages cropped up in this chain, and the failure of Bear Stearns and Lehman Brothers owed to problems in the smooth functioning of this chain.

Securitization is a way for intermediaries to tap non-deposit funding by creating securities that can be pledged as collateral. The demand for collateral assets is therefore a demand for leverage. In this respect, subprime lending in the US can be seen as a reflection of the wider principle that the growth of non-core funding is a sign of excessive asset growth in a lending boom.

Macroprudential Policy Frameworks

A macroprudential policy framework should encompass a system of early warning indicators that signal increased vulnerabilities to financial stability and a set of associated policy tools that can address the increased vulnerabilities at an early stage.

1. *Macroprudential Indicators.* Excessive asset growth is at the core of increased financial sector vulnerabilities. The challenge is knowing when asset growth is “excessive”. Simple rules of thumb such as the ratio of total credit to GDP may be useful, but more promising are measures derived from the liabilities side of banking sector balance sheets. The ratio of non-core to core liabilities of the banking sector may be especially useful in gauging the stage of the financial cycle. Monetary aggregates and other liability measures of the banking sector may be usefully developed to track potential vulnerabilities. Whereas the traditional role of monetary aggregates has been through its effect on inflation, the macroprudential role of monetary aggregates has to do with the behavioral and stability properties of such aggregates. The legal form of the claim may not coincide with the behavioral properties of the claim. For instance, household deposits will have empirical traits that differ from interbank deposits, even though the legal form of the claims are identical.

Measures of cross-exposures across intermediaries (such as CoVaR) may be useful complementary indicators, bearing in mind that cross-exposures themselves are procyclical, and track non-core liabilities.

2. Macroprudential Tools. Macroprudential policy tools to mitigate vulnerabilities should ideally be designed to fit closely with the early warning indicators and the conceptual underpinnings for the relevant economic externalities. Examples of macroprudential policy tools include:

- **LTV and DTI caps.** When monetary policy is constrained, administrative rules that limit bank lending such as caps on loan to value ratios and debt service to income ratios may be a useful complement to traditional tools in banking supervision.
- **Leverage caps.** Caps on bank leverage may be used as a way to limit asset growth by tying total assets to bank equity.⁵⁾ The rationale for a leverage cap rests on the role of bank capital as a constraint on new lending rather than the Basel approach of bank capital as a buffer against loss. Korea's leverage cap on bank FX derivative positions introduced in June 2010 is aimed at limiting the practice of banks hedging forward dollar positions with carry trade positions in Korean won funded with short-term US dollar debt. The leverage cap has moderated carry trade capital inflows into Korea, but the primary rationale of the leverage cap is as a macroprudential measure aimed at financial stability rather than as a capital control tool.

5) Morris and Shin (2008) "Financial Regulation in a System Context", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2008, <http://www.princeton.edu/~hsshin/www/BPEA2008.pdf>

- ***Levy on Non-Core Liabilities.*** The stock of non-core liabilities reflects the stage of the financial cycle and the extent of the underpricing of risk in the financial system. A levy or tax on the non-core liabilities can serve to mitigate pricing distortions that lead to excessive asset growth. The Financial Stability Contribution (FSC) recommended by the IMF in its report on the bank levy⁶⁾ to the G-20 leaders is an example of such a corrective tax.

The levy on non-core liabilities has many desirable features. First, the base of the levy itself varies over the financial cycle. The levy bites hardest during the boom when non-core liabilities are large, so that the levy has the properties of an automatic stabilizer even if the tax rate itself remains constant over time. Given the well-known political economy challenges to the exercise of discretion by regulators, the automatic stabilizer feature of the levy has important advantages.

Second, the levy on non-core liabilities addresses the financial vulnerability while leaving unaffected the essential functioning of the financial system in channeling core funding from savers to borrowers. By targeting non-core liabilities only, the levy addresses externalities associated with excessive asset growth and systemic risk arising from interconnectedness of banks.

Third, the targeting of non-core liabilities addresses the vulnerability of open emerging economies to sudden reversals in capital flows due to deleveraging by banks. Indeed, for emerging economies, the levy on non-core liabilities could be aimed more narrowly at the foreign currency denominated liabilities only. A levy on the FX liabilities of the banking sector will have an impact on foreign currency flows, but such a policy is

6) “A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector” Report by the IMF to the G20, June 2010. <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/062710b.pdf>

a macroprudential tool aimed at financial stability, rather than a tool for capital controls or a tool to manage exchange rates.

The revenue raised by the levy is a secondary issue. The main purpose of the levy is to align incentives. A good analogy is with the Congestion Charge used to control car traffic into central London. Under this charge, car drivers pay a daily fee of 8 pounds to drive into central London. The main purpose of the charge is to discourage drivers from bringing their cars into central London, thereby alleviating the externalities associated with traffic congestion. In the same way, the non-core liabilities bank levy should be seen primarily as a tool for aligning the incentives of banks closer to the social optimum. The revenue raised by the levy would also be of benefit (perhaps for a market stabilization fund) but the revenue is a secondary issue.



Dealing with Pro-cyclicality

Eli Remolona

Chief Representative for Asia and Pacific,
Bank for International Settlements (BIS)

I intend to discuss procyclicality and the role of monetary policy. I will argue that monetary policy has a role in procyclicality, and that role is to be a speed bump. I say it is a speed bump because I think the recent crisis is like a big accident on the highway. When there is a large accident, investigators are sent to the scene to determine the cause of the accident. In this case, the investigators find that the cause of the accident was a large truck. The truck might represent subprime mortgages, the shadow banking system, or structured credit. In response to such a major accident the need for new policies becomes clear—or perhaps stricter regulations on large trucks are needed. However, one of the investigators points out that large accidents occur frequently along the same stretch of highway, and they are not always caused by large trucks. It just seems that in that part of the highway cars travel too fast. That is the basic issue of procyclicality—the cars go too fast.

The world has a long history of financial crises and, while they differ in details, they are fundamentally the same. In *Lords of Finance* by Liaquat Ahamed, he details the buildup to the 1930s crisis, and it is eerily similar to the most recent crisis. The common element is procyclicality. There is

a buildup in risk taking, that risk taking goes too far, and it always ends in tears. It is not enough to be strict on big trucks. What is needed is a good speed bump. That speed bump could be in the form of macroprudential regulation, but the question no one asks is, “Will that be good enough?”

Two things are important for dealing with procyclicality. First is to understand what happened before this crisis. Between 2002 and 2007 the spreads between the DJ CDX and iTraxx Europe—the two most actively traded credit instruments in the world—narrowed steadily. By the summer of 2007, the average spread was one-seventh of what it was in October of 2002. The global credit bubble was five years in the making. The issue is how to deal with a bubble before it becomes too large. The second thing to understand is what is behind spread movements. In looking closely at the data it is clear that the action is not in default risk; default risk during this episode did not change much. The action is in the price of risk. The price of risk is important because in a mark-to-market world asset valuations cause banks to collapse.

The price of risk is also important because it reflects risk aversion. I stress this because at the root of procyclicality there is risk aversion that is changing endogenously. As risk aversion declines, people, including banks, take more risks and this is evidenced in asset growth and leverage. Risk taking is the first essential feature of procyclicality. There is a second essential feature of procyclicality, and this is the behavior of liquidity.

Chuck Prince, former CEO of Citigroup, said, “When the music stops, in terms of liquidity, things will be complicated, but as long as the music is playing you’ve got to get up and dance.” That was July 2007, and we know what happened next. A large bubble burst, and liquidity disappeared at the same time. In the future, it is essential that the music be stopped before the dancing gets too wild. We all understand the idea, but how can it be

operationalized? Essentially, we need a good speed bump to slow down risk taking, but there are speed bumps and there are speed bumps.

One possible speed bump is bank capital requirements. The Basel committee has agreed on tough new standards on this. The required quality of capital will be higher, and banks must now hold 7% of risk weighted assets in the form of common equity. This used to be just 2%. In the Basel committee, there has been a focus on loss absorbency, with a focus on protecting banks against the system, not on protecting the system against banks.

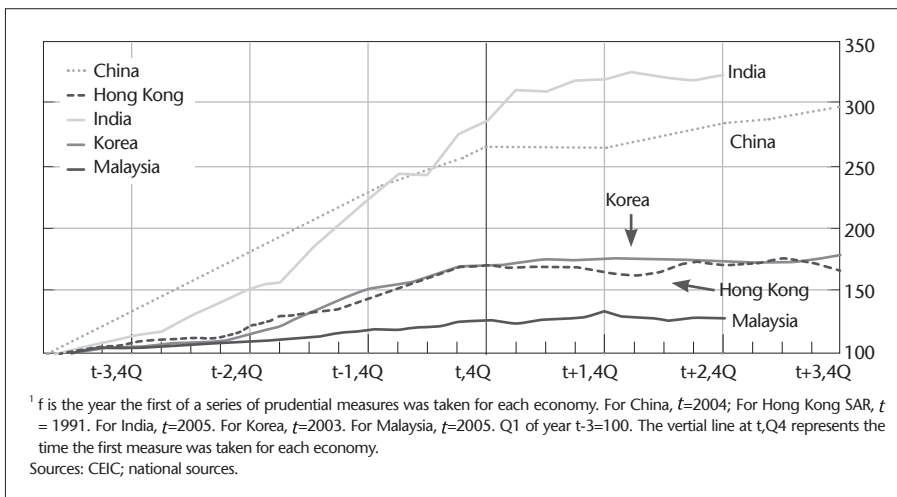
The macroprudential overlay has both a time dimension and a cross-sectional dimension. The cross-sectional dimension is about systemically important financial institutions (SIFIs), for which there is still no clear standard. The time dimension is the countercyclical buffer, which is the speed bump. This is a capital buffer that can be as high as 2.5%, and would be done at the discretion of national supervisors. So if cars go too fast, the countercyclical buffer can be raised; if they go too slowly it can be lowered. The question is if it will be successful or not. Thus far, however, capital ratios alone do not appear to be sufficient.

To shed further light on this issue I think we can turn to the experience with other macroprudential tools. In fact, Asia has been doing macroprudential policy for a long time. In the post-war period the Bank of Japan used something called ‘window guidance.’ The modern name for this is macroprudential regulation.

In Figure 1, the horizontal lines are the ratios of housing loans to GDP. The vertical line in the middle is the speed bump, representing when macroprudential measures were imposed. For example, China imposed lending criteria in 2004, India raised risk weights on housing in 2005, and

Korea reduced the LTV ratio in 2003. Just from looking at Figure 1, it does not look like macroprudential measures by themselves are that effective. They may help a bit, but they are not going to be enough. The forces of procyclicality are so strong that macroprudential tools may need some help.

Figure 1. Housing loans to GDP¹
t-3, 1Q=100



Can monetary policy play the role of helper? Some argue that a division of labor is needed. They say that monetary policy should focus on price stability, while macroprudential policy should focus on financial stability—or asset bubbles. This is understandable because there are already very nice models for monetary policy and inflation. If others want to worry about financial stability, they say fine, but they insist macroprudential tool be used to do so—do not mess with the elegant model. This brings us to the lean versus clean debate.

There was a time when Alan Greenspan advocated clean, and he made the following arguments. First, he argued that monetary policy could not be

used against bubbles because it is very difficult to tell when a bubble exists. Second, even if a bubble could be identified, monetary policy is too blunt an instrument to use against a bubble. It is only after a bubble bursts that we know it was truly a bubble. It is at this point, he argued, that monetary policy could be utilized. Its role is to clean up the mess. Indeed, cleaning up is what Greenspan did. He did it in 1997, 1998, and 2001. In those episodes cleaning up seemed to work—then came 2008 and 2009.

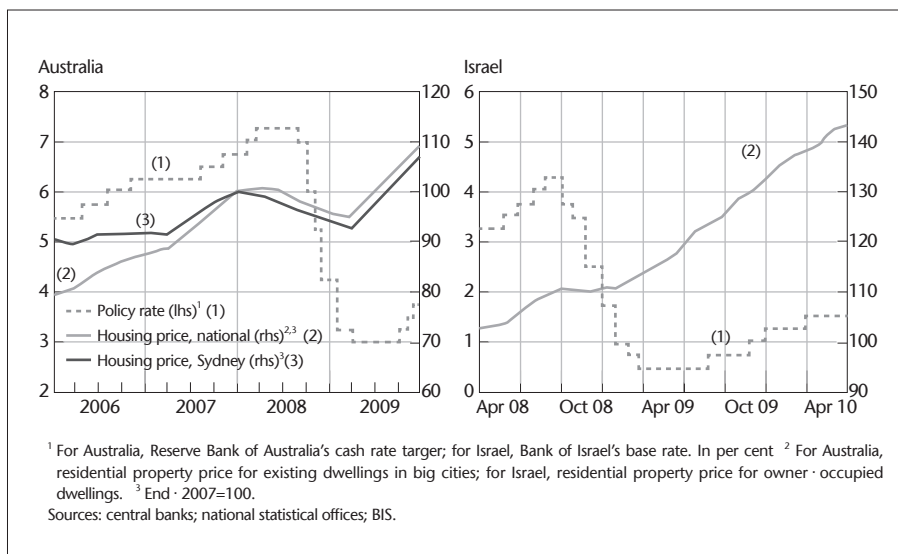
Even before the crisis, Bill White of the Bank of International Settlements (BIS) was already advocating lean, and he had two arguments. First, he argued that at times the mess may be too large to clean up with monetary policy. Of course, this has become painfully clear during the Global Financial Crisis. Second, if it is not clear that there is a bubble, the response can be calibrated—lean a bit when fairly uncertain about the existence of a bubble, lean more strongly when fairly certain a bubble exists. That is, the speed bump can be either large or small.

When Greenspan said monetary policy was too blunt, what he really had in mind were equity bubbles. But we are really more concerned with credit and housing bubbles. So the question is, “Can monetary policy work against these kinds of bubbles?” For this, we need to consult the data.

Figure 2 presents two very striking examples—Australia and Israel. They are striking because both central banks are officially inflation targeting central banks, which means they are inclined to focus solely on price stability. However, both have recently been concerned about property bubbles. Governor Stevens of Australia and Governor Fischer of Israel are no fools. They are not relying solely on macroprudential policy. Reality on the ground has given rise to what is now called flexible inflation targeting. Flexible inflation targeting means that inflation is targeted in the medium-

term, but housing prices and financial instability are the focus in the short-term. Looking at Figure 2, it seems to have worked in Australia until 2008. Housing prices began to slow after the Reserve Bank of Australia (RBA) raised policy rates, and then the crisis came. The spillover effects of the crisis forced the RBA to ease, and then housing prices recovered again. Israel's housing bubble was more recent, and the Bank of Israel is still working on this problem.

Figure 2. Policy rates and housing prices

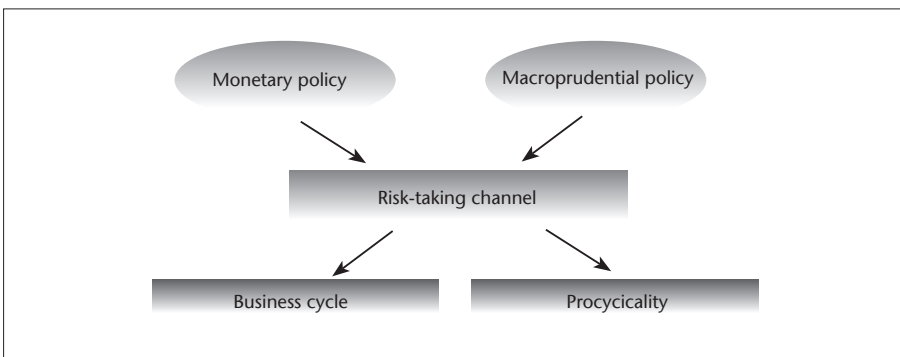


Now, if the idea of monetary policy as a speed bump is to be taken seriously, a framework is needed. One framework is Minsky. It is amazing how prescient Minsky has been about the crisis. However, if we are going to develop a new framework, I think it important that the core of that framework consider the behavior of risk aversion. In macro models, risk aversion is fixed. Risk aversion is supposed to be a constant, immune to

the Lucas critique. To deal with procyclicality, we must recognize that risk aversion changes, it can change quickly, it can change violently, and it changes endogenously.

Prospect theory is one theory that tells us how this can happen. This theory is based on a large body of experimental evidence. Daniel Kahneman won the 2002 Nobel Prize in Economics for his work on this, and yet it is ignored in macro models. Prospect theory, I think, is useful because it accommodates two important features of investor behavior—the house money effect and loss aversion. The house money effect says that if a player makes money their risk aversion goes down because they are now playing with the casino’s money. Therefore, the player becomes more aggressive. Loss aversion says that once a player has lost money they suddenly become very risk averse. In fact, I think the reactions to the troubles in Greece and Ireland were so strong because markets and banks were still smarting from earlier losses. It is clear how these two features can generate asset price dynamics that lead to bubbles and the subsequent bursting of bubbles.

Figure 3. Monetary Policy as a Speed Bump



I think once we have come to grips with risk aversion, a risk-taking channel for monetary policy can be devised. There would be a bank capital channel, which the Basel committee has been working on. There would be another channel that works through yields, a phenomenon we know as the ‘reach for yield.’ There would be a liquidity channel, and that is the risk taking channel. Taking those into consideration, we end up with a monetary policy framework that may look like Figure 3.

Both monetary policy and macroprudential policy could be used as speed bumps to slow the buildup of risk. In most circumstances the two measures would be mutually reinforcing. Bubbles are more likely to arise in an overheating economy. Both tools could be used to cool the economy. There may be circumstances when you have conflicting objectives, and it is conceivable that excessive risk taking could occur, even in a weak economy. This is the kind of dilemma that the RBA faced in 2008. In this case, the central bank will face tradeoffs and risk, and must make hard choices. But that is why central banks hire so many Ph.Ds. In sum, I think procyclicality is a very powerful foe. To fight it we need all the help we can get, including monetary policy.



PANEL DISCUSSION

UNIVERSAL BANKING OR “VOLCKER RULE”?

Presenter: *Inci Otker-Robe*

Panelists: *Tab Bowers*

Hyong-Tae Kim

Dominique Dwor-Frecaut

Jong-Wha Lee





Panel Discussion: Universal Banking or “Volcker Rule”?

Presenter

Inci Otter-Robe

Division Chief, Monetary & Capital Markets Dept., International
Monetary Fund

The issues of universal banking and the Volcker Rule could easily be the subject of an entire conference just by themselves. They are very complicated issues and, at the moment, there are no good or bad answers. But to begin, I am first going to overview the journey in the United States from Glass-Steagall, the act that effectively separated commercial banks from investment banks, to the Volcker Rule, which aims to reestablish the spirit of Glass-Steagall. I will then address the pros and cons of universal banking, and will conclude with what the Volcker Rule means for the future of universal banking.

Universal banks are banks with a corporate structure that allow them to engage in a range of different banking activities, from lending to deposit taking, from underwriting to insurance and leasing, and many other investment activities. This concept is most relevant for the United Kingdom and the United States, not because universal banks only exist

in those nations, but because there has been some historical difference made between commercial banking and investment banking in those two countries. In other countries, like many in continental Europe, universal banking is a very important concept. In fact, if you talk to the banks or the regulators they will tell you that universal banking is the model for Europe, and they cannot think of an alternative.

In the early 1930s, universal banking was fairly common in the United States. There were many commercial banks engaged in investment activities, but investment banking was being done in a legally separated affiliate. Of course, this kind of structure created moral hazard and principal-agent problems because banks could underwrite securities of corporate stocks, and if there was trouble selling them, they could use funding from depositors accounts with the depositors not necessarily having any knowledge of this.

Of course, this kind of strategy turned out to be very costly for the banking system after the stock market crash in 1929. There were huge losses for a majority of the banking system in the United States and, in response, policy makers introduced the Banking Act of 1933, which created the FDIC and also included the so-called Glass-Steagall Act. The act erected barriers between commercial banks and investment banks, and required banks to spin-off, or shut down, their brokerage and investment operations.

In Europe, there were also a large number of banks involved in universal banking activities, and they also encountered problems during the Great Depression. But the policy response in Europe was quite different. Instead of eradicating the universal banking concept the policy makers strengthened the supervisory system in order to have better oversight of banking institutions. In the meantime in the United States, the restrictions

that were enacted by Glass-Steagall put the bank deposits at a safer distance from the capital markets but eventually, as the financial markets developed and deregulation gained speed, Glass-Steagall was brought to an end.

There were a lot of arguments made in favor of the Gramm-Leach-Bliley Act (GLB), the act that repealed Glass-Steagall in 1999. First, the deposit-taking institutions were facing fierce competition from security firms and foreign financial institutions that were doing very similar types of activities but were not subject to the same restrictions as deposit-taking institutions. So it introduced considerations to level that playing field. It was also argued that if there were certain firewalls between the commercial banking component and the investment banking component then the conflict of interests should be minimized. There were also arguments for diversification benefits. At the time, the securities activities were seen as adding to the profitability of the institutions without bringing too much risk. Another argument was that, at the international level, universal banks were successful under the same rules.

Thus, U.S. commercial banks came to be engaged in various investment activities including underwriting complex instruments. Of course, the end result was that subprime loans, as a share of total lending, increased from just 5%—just before the repeal of Glass-Steagall—to 30% at the peak of the crisis. The crisis forced policy makers to start rethinking GLB, and in a period from May to December 2009 there were proposals to bring back Glass-Steagall. In January 2010, the U.S. administration proposed a range of bank regulations in the context of a major reform package that would restrict the investment banking capability of commercial banks. In July 2010 the reform package was passed, including the Volcker Rule, which introduced restrictions on certain types of, but not all, investment banks.

The Volcker Rule is actually a very complicated set of rules and when reading the documents it is very difficult to understand some of the concepts. In the simplest possible terms, it bans banks and bank holding companies from engaging in proprietary trading (prop trading). That is, banks and bank holding companies were no longer to undertake trading activities on their own accounts. The Volcker Rule also initially proposed a prohibition on banks and bank holding companies investing and sponsoring equity funds, hedge funds, and some other alternative investment funds. The objectives were multiple-fold, with the primary aim to affect the size and scope of activities that the banking institutions were undertaking.

The basic argument was that speculative investments put the taxpayers’ money at risk, may threaten the deposits of the banking institutions, and require the use of public money to bail them out. Even though the Volcker Rule is similar in spirit to Glass-Steagall, it is much narrower than Glass-Steagall because it does not really prohibit all investment activities of banks and bank holding companies. In reality, it only bans part of the investment activities. However, it is much broader and stricter than some of the proposals that the G-30 had considered, which basically used capital requirements to discourage prop trading activities.

The implementation of the Volcker Rule is still facing significant challenges. The form in which it was passed is much less strict than when it was originally proposed. In fact, the sponsorship and investment in hedge funds and equity funds by banks is not banned but is instead limited in terms of quantity. It allows banks to invest in hedge funds and equity funds up to 3% of Tier 1 capital, which could also amount to 3% of the fund’s own capital.

Another compromise made was to introduce some exceptions to the

Volcker Rule to allow the banks to have a transition period before the rule went into effect. In fact, that period was much longer than the banking institutions had feared. The exemptions I am referring to cover a broad range of trading activities that banks can still undertake. For example, it excludes the trading of government obligations and hedging done for risk management purposes. It excludes insurance activities, market making activities, and underwriting. It also excludes investments in small business investment companies. These exceptions have been made, perhaps taking into consideration some of the advice from the industry itself, and there are still demands for more exceptions to be made. I do not think the final form has yet been reached.

The time line is another challenge. There is still between two to five years before the rule is implemented. First, there will be a period of study of the rules because they are incredibly complex. The set was written quickly and many of the details are not specified. After the study period, set to conclude in January 2011, a set of recommendations for implementation will be made. Within 9 months, the regulators—the Office of the Currency Comptroller, the FDIC, the Federal Reserve Board, the SEC, and the Commodities Future Trading Commission (CFTC)—must adopt rules that will implement the provisions of the Volcker Rule. Within 12 months, or by July 21, 2012, whichever is earlier, the rules must go into effect. However, even after that there is a two year period until the institutions become subject to the restrictions. During that time further extensions and exceptions may be made.

The implications of the Volcker Rule are such that the profitability and earnings of certain types of institutions are going to be targeted and affected. It will primarily be those institutions with a significant investment banking focus. There have been some estimations and analysis on the effect of the

new rules, but there are significant data problems because no bank publicly publishes or announces how much prop trading they undertake. However, the estimations indicate that the prop trading share in total revenues of the institutions ranges from 1% to 5%. The highest is Goldman Sachs with about 10% of revenues coming from prop trading. While investment banking-type institutions will be most affected, other restrictions in terms of investing and sponsoring hedge funds and equity funds may be more significant. With these restrictions, banks will be forced to focus more on core banking activities. It will be not an end to the universal model, but the model will certainly be affected.

As with everything, there are pros and cons to the Volcker Rule. The proponents of the universal model will tell you that universal banking brings a lot of benefits in terms of diversification of risk, profitability, and revenues. Assuming that the banks have appropriate risk management capability in place, or that correlations across different types of activities are rather low, then it can be anticipated that universal banking is going to introduce more stability to the profits and revenues of a bank. The volatility in investment banking activities may be offset by more stable income from more traditional commercial banking activities. Similarly, in a period of economic downturn when lending slows significantly, the losses may be offset by income earned from trading activities.

Of course, diversification benefits will be dependent on the share of high volatility activities in the total revenues of the institution. It will also depend on the degree of correlation across different types of activities. So, if both investment bank revenues and interest rate revenues go down at the same time there is not much of a significant diversification benefit. The second benefit that universal banking is claimed to bring is increased synergies for the banks themselves. They benefit from cross-selling to the same client

list which can bring greater revenues, and they also experience cost savings because they offer multiple products through the same common branch. It also brings social benefits to the customers because universal banks are a one-stop center, introducing cost and time savings for the customers.

Of course, there are also costs and risks involved with universal banking. One risk is the infusion of risk into stable operations. Commercial banks involved in more investment or securities-type activities will introduce risks into a more stable part of the bank which may increase the risk of insolvency or losses for the bank as a whole. A very important cost of universal banking is that the increase in the size and complexity of the institutions involved complicates the supervision and regulation of the institutions. If a bank were to fail it would complicate the resolution process. There are some other costs in terms of the size and scale of the activities of the universal bank in inhibiting competition in the banking industry and also the conflict of interest arguments. This may be especially true if the firewalls across commercial banking and investment banking are not adequate. Practices of insider trading and shifting risks to the investors from the bank itself may increase.

These costs and benefits leave us with questions about the net benefit and net risk. Universal banking has come under a lot of pressure lately in many parts of the world, and one reason that it came under pressure is the Basel regulation that requires a higher level and higher quality of capital. Universal banks and investment banks that carry out a lot of trading activities are going to be affected most by Basel III's tighter capital requirements. One reason for this is that universal banks do trading-type activities which are subject to higher risk weights under the Basel requirements. It is also because the universal banks are involved in various parts of the world through their subsidiaries. In addition, they carry out insurance operations and provide

more services to their customers. All of these elements are going to be subject to deductions from Tier 1 capital when Basel III comes into effect. However, it is not only Basel III which will affect the universal banks. There are other types of regulatory initiatives that are being considered for systemically important financial institutions (SIFIs).

The Volcker Rule is certainly one element that will affect universal banking revenues and activities. Proposals to completely break up banks along the lines of commercial banks and investment banks are still being considered in the United Kingdom. Living wills—which are resolution and recovery plans for large, complex financial institutions—are basically plans that require these banks to develop some kind of plan to show how they would wind down their activities if they were to fail. Implementation of living wills means that banking groups will need to develop simpler corporate structures to make implementation easier. This will likely greatly reduce the diversification benefits gained from being engaged in a variety of different activities. A similar regulation that has implications for universal banking is the stand alone subsidiarization proposal which requires affiliates of a banking group in most countries to stand on their own and be reliant only on local funding sources rather than on the parent bank itself. This introduces some significant firewalls across different types of institutions and requires that banking groups become much simpler, streamlined institutions.

All of these regulations are going to have a significant cumulative impact on the profitability and earning capacity of the banking institutions. As banks are required to hold more capital, or higher quality capital, restrictions will limit them in terms of their ability to generate capital and retain earnings. Policy makers will need to take this into consideration when they introduce measures. Secondly, diversification benefits will be

reduced and maybe even lost. This means banks will have a much reduced ability to compensate the weaker parts of their revenues with stronger earnings capacity from investment activities.

Banking institutions, especially those with significant investment activities, have very flexible business models and can adjust their strategies easily—either by eliminating some of the activities or switching jurisdictions. These adjustments in strategy may mean that some of the riskier activities will move into the shadows. In fact, there are some indications that some of the most prominent banks in the United States have already started reducing and closing their prop trading activities. However, no one believes that they will disappear.

As long as there are differences in regulatory regimes across countries some of the banking institutions that are subject to the Volcker Rule, or some other restrictions, will move their activities into less regulated parts of the world. Policy makers need to think in much more comprehensive terms in order to limit the implications of the regulations that are being introduced on the financial system. The challenge is to limit the chance that new regulations increase systemic risk rather than reduce systemic risk. Policy makers have to be much more proactive and careful in terms of supervising the institutions, and they have to pay extra attention to the business models of the institutions themselves and what kinds of risks they are taking in order to avoid these regulations. Thus, proactive, intensive supervision is an absolute necessity for the new financial architecture.

Second, there is a need to widen the regulatory parameters into the non-bank or shadow banking sector. This does not necessarily mean that all the institutions in the non-bank sector should be regulated like banks, but at the minimum it means that policy makers need to intensify their monitoring

and analyzing capacity of this part of the financial sector in order to capture the risks that may emerge from the shadow banking sector. It also means that the systemically important non-banks need to be subject to tighter regulations. The policy makers also need to closely monitor the instruments and markets where these kinds of bubbles may develop. One of the most important things that policy makers need to do is to make sure that the institutions themselves have proper risk management capacity. When they become too complex they can lose control over what is happening within their own institution.

This, of course, has to be combined with strengthening the market infrastructure so that costs can be reduced when a crisis emerges. The regulators need to pay much more attention to systemic risk rather than focusing on individual institutions which also means that they must coordinate policies to reduce the risk of regulatory arbitrage. While there is no right or wrong model when it comes to banking, policy makers need to pay extra attention to ensuring that the system is resilient, not only to reduce the risks of failure, but to deal with failure when it happens.

Panelist**Tab Bowers**

Director, McKinsey and Company, Inc., Tokyo

I have some perspective on how participants in the industry are thinking about these issues because I have been in Asia for the last 15 years, working with banks and insurance companies across the region. In terms of the impact of the Volcker Rule it is important to recognize that it is still not in its final form. Therefore, the final impact is still unclear. In fact, last October (2010) Paul Volcker called for further clarification and definition of the rules, especially for what qualifies as proprietary trading versus what

qualifies as for-client market making. I think the banks, quite legitimately, are pushing to try to get that clear because much of their business relies on that. However, I think many people in the industry believe that if this set of rules is well-implemented it will actually be a benefit to the industry.

There has been a lot of media attention given to those who have lobbied against this, but there are an awful lot of executives caught in organizations which have been hurt by the recent crises. Executives in an organization like AIG feel quite pained by what has happened, and I think they are encouraged by something like the Volcker Rule.

The impact, I would argue, is going to be rather limited. One percent to 5% of revenues, on average across the major banks, come from areas that will be affected by the Volcker Rule. In terms of exposure, Goldman Sachs has the largest with \$23 billion in their principal investment unit, representing 8% of their revenues. They did have a proprietary trading desk, but that has been shut down. Yet, a lot of fuzziness remains about how this will play out and to what extent it will actually hurt Goldman. But, it is on the high end of the spectrum. For most institutions, in terms of volatility, revenues, and business, this is relatively small of change for them. For institutions like Citigroup or JP Morgan, very little of their remaining business is actually tied to activities directly affected by the Volcker Rule.

I would argue that in Asia broadly, and in Korea in particular, something like the Volcker Rule is a small issue if implemented in the exact same form. Most banks in Asian markets are on balance sheet, corporate banking businesses. Capital markets-related business is still relatively small. The principal investment business is a smaller part of that yet still. So, at this stage the Volcker Rule, if implemented here, would have a small affect on most of the major banks in a market like Korea.

The bigger issue is the new capital rules. Most of the major banking and

insurance institutions are focused on how to meet the Basel III rules for capital and liquidity. One thing that has not been focused on is the effect on profitability. The effect will be quite significant. Looking at the profit structure of the top 100 banks in the world, in the period before 15 years ago, average return on equities (ROEs) in this industry were generally in the 10% to 12% range, much like other industries. However, in this past 15 years, ROEs peaked above 20%. In the last five or six years much of that has been driven by leverage. If that leverage is taken out of the system ROEs would be about 15%. Then, if you overlay the new capital regulations, there will be a 25% hit to the banks' profit structure. This is a massive change. For a capital markets-focused player the impact of this is at least double because there are very stringent rules for capital market activities. Things like derivatives books are getting higher risk weights due to the exposure to market risk and counterparty risk. So for a capital markets investment banking-type player this is a much more severe issue.

So, the Volcker Rule is like a small injury—yes, it hurts and does a bit of damage—but the capital restrictions and funding requirements of Basel III are like a very serious chronic disease. This is not something which will go away. It will force restructuring of business models in quite major ways for many of the major banks, especially in the capital markets areas.

In the markets there is a strong move towards universal banks. First, the capital and liquidity rules favor these more diversified banks. They have funding sources through deposits, they have broader mixes of businesses which they can reshuffle, and they can adjust their balance sheets in many more ways because of their scale and diversity. We estimate that a large, diversified universal bank can offset at least 50% of the hit to their profits that the regulations will bring. That is much less possible for a pure-play institution focused on capital markets and investment banking.

If an investment banking player is trying to get the business of a corporate client, the client will often demand a credit facility. If that credit facility is offered, then the client will give the bank the investment banking revenue stream to go with it. The reason for this is that the client has been shut out of the credit markets. That has created real problems, and many corporate clients are now turning to universal banks that have balance sheet lending capability as well as investment banking and capital markets capability.

On the financial institutions side, counterparty risk is a major concern. They want strength of institution, and universal banks are generally better off with better credit ratings. Over the past few years, looking at actual profitability, returns on the balance sheet side of the business have increased in most cases. The problems that have gone on in terms of scarcity and access to capital have allowed banks to raise their spreads. Also, the stimulus that was going into the market benefitted investment banks, creating a big surge in their fixed-income businesses in 2009 as volatility in the system pushed people into government bonds. This renormalized in 2010. So, there is strength of profitability on the balance sheet side and continual pressure on the sales and trading side.

There is a very significant trend, which we do not expect to reverse for quite some time, where structured products have been suppressed. We do not expect the structured side of the business to come back for a long time, if ever, and at the same time the flow business is increasing quite a bit. The flow business generally goes to larger players who have more scale and more liquidity. So again, the universal banks are the ones that have the large flow books. In general, there are many things that are favoring universal banks. As a result, many of the global investment banks have now become actual banks. They have been forced to do this in the United States. The few that have not done this are really struggling with how to

revive their business models. Nomura Securities is probably the largest of the remaining stand alone players. It has major issues because it does not have the implicit backing of a government, and its credit rating is arguably a notch or two below where it would be if it were a bank or affiliated with a major bank. That directly affects its ability to do business. Institutions like that are quite seriously wondering what they should do. Should they join a bank or change into a bank?

There is a lot of pressure in the system now for universal banking, and these are not temporary pressures. My conclusion is that a healthy financial system can survive with strong universal banks. But, at the same time, separation of true proprietary business from the client driven business is arguably a good thing, and so a Volcker Rule can coexist with universal banking. I certainly do not see this as a direct trade off. They are two different issues which can coexist.

Panelist

Hyong-Tae Kim

President, Korea Capital Market Institute

While I agree with the idea of the Volcker Rule, my opinion is slightly different on how to implement it in different countries. Each country has different economic circumstances, and striking a balance will reflect each nation's economic situation. It is a very tricky policy problem.

If we take a look at the global financial industry we can see two totally different animals. One is the universal bank and the other is, what I call, the specialized banking system. My definition of the universal bank is slightly different from most, being a little stricter. Under my definition, financial institutions engaging in commercial banking and investment banking under

the same roof, in the same house, are universal banks. For example, Bank of America took over Merrill Lynch but they do different kinds of business as separate banking entities. So, according to my definition, they are not a universal bank.

From the policy maker's perspective, the Volcker Rule—the separation of investment and commercial banking—is the best. From the business standpoint, commercial banking needs to expand its business scope in order to diversify risk. So, too, from a banker's perspective universal banking might be the best.

The business model of the universal banking system is to finance activities through deficit taking from unsophisticated retail investors. Through that scheme they invest in high risk and exotic products. I think this is a very attractive model to financial institutions and bankers. But when it comes to the financial system as a whole, if all the banks carry out this kind of model, it increases systemic risk. This is the typical example of the fallacy of composition and market failure. So, handling this policy issue is very tricky.

In other parts of the world the problem is that large investment banks take too much risk. In this sense, the separation of commercial banking from investment banking is highly desirable. However, in Korea the problem is very different. Korean investment banks take too little risk. The policy direction should be to make them take more risk, with appropriate risk management, of course. One of the important points I want to make is that we must distinguish between two types of integration. One is chemical fusion, which is the typical example of universal banking—the same business entity engaged in multiple activities. The other is fiscal integration. The typical example of this is the financial holding company. A financial

holding company has multiple activities, but under the Volcker Rule the restrictions are placed not only on commercial banks but also on securities companies affiliated with commercial banks.

I think the main source of systemic risk in Korea is different. The Too Big To Fail problem is not that serious. The main source of systemic risk in Korea is the sudden stop of capital inflows and outflows. To take care of the systemic risk in Korea, stabilizing capital inflows and outflows is more important than to impose more restrictions.

So from the perspective of Korean policy makers the best way to move forward is to come up with a regulatory paradigm which can strike a balance between these international standards and Korea’s economic properties. In this sense, I think financial holding companies are a very appropriate business model for Korea. They maintain the business scope necessary to diversify risk, but if there is a problem they can spin off troublesome business entities.

Panelist

Dominique Dwor-Frecaut

Royal Bank of Scotland, Singapore

My opinion on this is that the government should not be telling banks how to run their business. The government should not be directly involved in finance, and I am getting the sense that we are going overboard with new regulations. Three years ago investments banks were the heroes, but they are now the villains. It should be remembered that banks do some useful business, and not all complex products are evil. The risk of complex products is not in the products themselves but in how they are being used. I find Volcker’s quip that the most valuable financial innovation is the ATM

to be throwing the baby out with the bath water. Complex products are the scapegoat for a set of very wide-ranging market and regulatory failures that involved many more people than only the now notorious bankers.

I also think that the Volcker Rule is not going to make that much of a difference. Finance has changed a lot since the 1930s, when Glass-Steagall came into effect. In practice, it is going to be very difficult to distinguish between proprietary trading and treasury or client related activities. Also, looking at the crisis, the bank losses were not mainly the result of investment banking activity or proprietary trading but more the result of non-traditional commercial banking. For instance, banks had to repatriate to their balance sheets assets that were held by special purpose vehicles when they could no longer get funding.

Banks securitized all sorts of loans and they kept some of those securities on their books. I would also say that even Glass-Steagall, which was meant to prevent banks from sticking their customers with worthless paper, did not prevent this from happening during the IT bubble when Glass-Steagall was still on the books. So, I think governments need to get out of financial markets and out of banking, and I think the most practical way to achieve this would be through narrow banking.

A narrow bank is a type of financial institution that has a monopoly on deposit taking, on access to the payment system, and on deposit insurance. In exchange for that it has to hold all of its deposits in safe assets. With this, the banking business is broken into two parts—systemic importance and the payment system and the rest. The rest can be left largely alone and lightly regulated. I think the advantage of doing this would be first, the taxpayer liabilities would be limited. Narrow banks would be much less risky, and the cost of narrow bank failure would be much smaller than

the cost of the failure of a universal bank. Banks and financial institutions would have much more freedom to develop a business model which suits them best without government interference. As a society, we would get a much more dynamic, creative, and efficient financial sector. Market discipline needs to be allowed to work. Financial institutions should be allowed to fail because this is the process of creative destruction through which we get innovation and improvements in efficiencies. At the moment, we have a very distorted system where the worst bank receives the largest subsidy. It would be better if no bank benefited from free government guarantees.

If we look at industry, innovation never comes from big firms. It is always the new entrant that brings about innovation. On current trend, we are coming out of this crisis with a U.S. banking system that is much more concentrated than before. I think we would be better off with a more diversified financial system. We would certainly get less herding and more innovation.

So as Asia is facing record capital inflows, and will have tremendous difficulties in absorbing these inflows without getting into serious financial instability, I think that narrow banking is worth considering.

Panelist

Jong-Wha Lee

Professor, Korea University

One lesson from this crisis, looking at the long-term history of the financial markets, is that there is no one optimal financial system or structure. In Korea, the discussion is how to make the size of the financial system bigger, how to enlarge the scope, and then how to globalize the

system. In the past, Korea followed the Japanese financial system until its collapse, and then switched to the global standard, which is understood to be the U.S. model. But now the U.S. system has created problems and ways to reform this system are now under discussion. The question for Korea is if it should change its direction to follow the United States. If the system is like that in the United States, can it be resilient, efficient, and immune to shocks?

Korea's shocks come from volatile capital flows, and this is not related to whether or not the system is based on universal banking or specialized banking. I want to make it clear that I do not think we should just follow what other countries do. Korea should certainly be following the discussion on regulatory reform and should adopt some global standards, but it is more important that Korea build up its own financial system.

This crisis illustrated that there are penalties and costs of creating larger and larger financial institutions with systemic risk being the key point. Financial institutions become too large, too complex, too interconnected, and then 'too big to fail'. That needs to be prevented. In the context of Korea, it is emphasized that it is too bank-dominated. However, while merging the old banks to make much bigger banks may help improve competitiveness, it cannot guarantee financial market stability.

Korea needs to develop its capital markets, and I support developing local-currency bond markets—especially corporate bond markets. Diversification is important, but that does not mean that the focus should only be on building investment banking. It is important to strike a balance between financial development and stability.

Clearly, there is no one-size-fits-all regulation. Each country has

different characteristics—industrial structures, financial systems, etc.—and the global regulatory framework cannot be adopted as a whole. The key is that it is not only financial structure, but an improved regulatory and supervisory framework which will make the financial system more resilient.

Finally, I would like to mention the importance of improving human capacity. A lot of discussions suggest that if Korea makes complete changes in terms of regulatory framework then all other things could change quickly. But, at the end of the day the system relies on people. Individuals still have to implement the regulations and individuals still have to follow the regulations. We all saw what happened in the United States. People are short-sighted which leads to excessive risk-taking, and this makes human capacity on the regulatory side, as well as on the institution side, important.

APPENDIX





Welcoming Remarks

Chong-Hyun Nam

President, Institute for Global Economics

Good evening ladies and gentlemen. I am pleased to be able to meet you all in person after many months of preparation. Let me extend my warmest welcome to every one of you for joining our conference organized jointly by the IGE and the IMF. I would like to express my special thanks to those participants who have made long distance flights from Washington D.C. or elsewhere.

We have gathered tonight to have another very interesting conference after many previous successes. This is in fact our third joint conference with the IMF. Thanks are due to the IMF for becoming such a wonderful partner of IGE over the past three years. Thanks also go to Dr. Il SaKong who initiated this series, the International Finance Conference, some five years ago, long before the recent global financial crisis was even suspected. I believe that the results of these series of conferences have made a great many contributions to the financial reform proposals under the leadership of the G20 Summits, where the IMF and Dr. SaKong have played a major role.

The theme of the current conference, “Reshaping the Global Financial

Landscape: An Asian Perspective,” seems very timely indeed. The G20 leaders are busy in producing a number of financial reform proposals and new global standards, and financial reforms are being enacted into law in some countries. However, we do not yet know the full implications of these ongoing changes in the global financial architecture, especially for Asian economies which were largely an innocent victim of the recent global financial crisis. I have no doubt that this conference will make another important contribution to making the global economy safer in the future.

Before closing my remarks, let me make a couple of important acknowledgements. I would like to first extend my sincere thanks to the co-organizers of this conference, Dr. Cheng-Hoon Lim from the IMF and Dr. Yoon-Je Cho from IGE. This program is the result of their well-coordinated efforts. I must tell you, however, that Dr. Cheng-Hoon Lim cannot be with us for this event because of her duties with her family. So I hope you all convey our thanks and appreciation for what she has done for us over the past three years when you happen to have the chance. Finally, and most importantly, I would like to express my deepest gratitude to Shinhan Financial Group who has supported this conference for the past four years. Without its generous support, the Korean academic community would be much smaller than what it is now. Thanks again to all the participants for being a part of this meaningful conference.



Welcoming Remarks

Axel Bertuch-Samuels

Deputy Director, Monetary & Capital Markets Dept.,
the International Monetary Fund

The global crisis has many aspects that are ongoing, and the reform effort that this crisis has triggered is also ongoing. Much progress has already been made, so it is a good time to take a step back and consider the way forward.

The reforms previously undertaken in this region of the world, including in Korea, considerably strengthened the resilience of domestic financial markets. Thus, nations in this region were less affected than would have otherwise been the case. This current crisis has brought to the fore the importance of taking better account of the various channels of the interconnectedness between financial systems, of economies in the global market, the interconnectedness between markets and institutions, and of the impact of macroeconomic policy on financial sectors and vice versa.

The crisis has already provided tremendous impetus for regulatory oversight reform across the entire spectrum, and under the leadership of the G-20, Korea played a major role in moving this agenda ahead. Thus, the world owes Korea a debt of gratitude.

The IMF is very pleased to be co-hosting this conference. We believe that we can play a very useful role in promoting financial sector reform. Not only because the IMF is a truly global institution with universal membership, which sets the IMF apart from many other groups and institutions, but also because I think we do have a strong track record in economic and financial sector surveillance, both from bilateral and multilateral perspectives. The IMF also has a strong capability for assessing the implementation of financial standards and disseminating good practices.

Of course, the IMF has extensive experience in dealing with countries in crisis. It is worth pointing out that only 5 years ago it would have been unthinkable that the IMF, as an institution, would suddenly be called to assist countries in Europe. Taking all of this experience into consideration it is clear that the IMF has important input to provide in the reform effort.

This conference does indeed provide a valuable forum to discuss the problems mentioned from an Asian perspective. I look forward to learning from the other speakers, the lively discussion, and I hope it is valuable for everyone who attends.



Congratulatory Remarks

The Honorable Il SaKong

Chairman, The Presidential Committee for the G20 Summit

Let me first extend a warm welcome to all of the participants, particularly those coming from abroad. I must congratulate IGE and the IMF for co-organizing this very timely conference, and also I would like to thank Shinhan Financial Group for its support. As I am here in my capacity as the Chairman of Korea's G-20 Presidential Committee I just want to say a few things on the very subject that this conference will deal with, that is, reshaping the global financial landscape from the perspective of the G-20. I would like to highlight a few of the achievements.

First, there has been a substantial enhancement of the international financial institution resource base. Second, was the major reform in the IMF quota and governance, which was accomplished at the Seoul Summit. Then, there was the adoption of Basel III. I know some are not satisfied with Basel III, but it must be remembered that it took almost 10 years to agree on Basel II, but only 18 months to agree to Basel III. This was primarily driven by the G-20. Finally, the leaders agreed on the principles for dealing with SIFIs—systemically important financial institutions. Thus, in my view, the G-20 has been quite successful in delivering reform.

At this point, I would personally like to see the global community begin to further institutionalize the G-20. As I told my colleagues in the past, including Larry Summers when I last met him at the White House, what other options do we have? Should we go back to the G-7 or should we rely on G-192? Some people thought the G-20 would be unwieldy because 20 nations are just too many to find compromise. But, I think the G-20 has a track record and needs to continue to move forward. This was part of the inspiration for all of the hard work that went into making the Seoul Summit a success. Now, because the Seoul Summit had a positive outcome I think it is the appropriate time to get serious about the institutionalization of the G-20.

I emphasize this at this dinner because there are many more things to be done, not only in the area macroeconomic cooperation, but in the very area of reshaping the global financial landscape. There are so many things that have never been experienced, and we just do not know how they are going to develop. There are so many uncertainties, but in times of uncertainty it is important to bring the best ideas and the best minds together to find a way forward. The G-20 is a forum that does exactly that.

Again, thank you to everyone in attendance and to all of the participants. This conference will be an important forum to share ideas and to move the conversation forward regarding reshaping the global financial landscape.



Luncheon Speech

The Honorable Dong-Soo Chin

Chairman, Financial Services Commission (FSC)

Good afternoon, ladies and gentlemen.

Let me first thank Chairman Kim Pyung-Joo and President Nam Chong-Hyun from the Institute for Global Economics (IGE), as well as Mr. Axel Bertuch-Samuels from the IMF, for inviting me to this occasion. I also wish to welcome all of you from Korea and abroad who have given your valuable time to attend this conference.

With November now over, early winter is suddenly here and the end of 2010 is fast approaching. It's fair to say that it has been quite a momentous year for Korea. In addition to the recent G20 Seoul Summit, Korea has played host to many important events in 2010, such as the FSB Plenary Meeting and the G20 Finance Ministers Meeting. I feel a tremendous sense of pride as a member of the Korean government that we successfully hosted these events of great importance for the global economy.

However, the conclusion of the G20 Seoul Summit does not mean our business is finished. There remain many tasks ahead for us to resolve. In this respect, I would like to speak today about what has been achieved at the Seoul Summit and what is left to do, particularly from Asia's perspective.

Achievements of the G20 Seoul Summit

Do all of you recall the slogan of the G20 Seoul Summit? Let me remind you: the theme of the Seoul meeting was “Shared Growth Beyond Crisis”.

Conclusion of Financial Regulatory Reforms

This slogan contains many meanings, but “beyond crisis” especially symbolizes the significance of the timing of the Seoul Summit. The Seoul summit was held in a period of transition, in which the global economy got out of the crisis and moved on to the post-crisis era. We have also been in a period of some skepticism as to whether the G20 Framework can remain relevant in normal times as it did during the crisis.

However, the Seoul Summit eased such concerns by reaffirming the credibility and sustainability of the G20. Above all, the Summit finalized the core elements of the financial reform that have been labored over for the past two years. These core elements for preventing the next crisis include tighter soundness requirements for banks and stricter regulation and supervision of SIFIs.

Finding agreement on such issues was a major challenge. We had to overcome fierce lobbying by the financial sector, as well as country-level differences. In fact, the initially proposed deadline for establishing the Basel III standards was not the Seoul Summit, but the end of 2010. However, the Korean government pushed hard to reach an agreement in a shorter period of time than scheduled, and we were able to finalize a global financial regulatory reform package at the Seoul Summit that eased market uncertainty and maintained momentum for the G20 process.

How G20 Members View the Outcome of the Seoul Summit

G20 member countries have given the Seoul Summit high marks. Next

year's host, France, stated that the Summit helped overcome differences of opinion, and solidified the co-operative spirit for strong and sustainable balanced growth. China voiced that the Summit provided momentum for the G20 to go from a "crisis response mechanism" to a lasting "economic governance" body. And the UK praised the Summit for helping ease international tensions by offering a multilateral platform to discuss the issue of global imbalances.

Achievements of the Seoul Summit from Asia's Perspective

The Seoul Summit was particularly meaningful to the Asian region. It was the fifth G20 summit, but the first to be held in a non-G8, non-Western country. Important and constructive agreements were reached that involved the perspective of Asian and other emerging economies.

The fact is, previously, G20 discussions on financial reform had been mostly conducted from advanced economies' perspectives. This did make some sense. Since the recent crisis began in such economies, the response also logically focused on the problems with their financial systems.

However, as chair of this year's G20, Korea tried hard to convey the positions and interests of emerging market countries at the G20 and FSB. A representative example was the initiative for a global financial safety net to secure stability in emerging economies' foreign exchange markets. Emerging markets' perspectives were also reflected in the move to strengthen information sharing between supervisory authorities about global financial companies. It was also seen in the move to differentiate global SIFIs and national SIFIs.

The Korean government also pushed for certain tasks of great interest for emerging markets to be put on the G20 agenda. Establishing a

macroprudential supervisory framework and conducting reform from an emerging market perspective were both adopted as tasks that the G20 and FSB will put front and center. Specifically, issues of great interest to emerging markets, such as excessive capital flows, FX risk management, and trade finance, were put on the summits' communiqués.

Future Tasks: Financial Reform from an Emerging Market Perspective

Such accomplishments were significant in shifting the discussions from a focus on advanced economies to including the interests of Asian and other emerging markets. The task now remaining is to produce concrete outcomes that can be of real help to the Asian economies. We must all think hard about the proper financial reforms that the FSB should pursue from an emerging market perspective.

As you well know, the characteristics and level of competitiveness of Asian and other emerging markets somewhat differ from advanced economies. The recent crisis spread quickly from advanced to emerging economies, and emerging markets experienced severe volatility in capital flows regardless of their economic fundamentals. This means that systemic risk in emerging economies stems from external shocks in capital and foreign exchange markets, rather than from the unhealthy domestic financial sector. In other words, the cause of systemic risk and the way it spread was quite different from what happened in advanced economies. Also, in terms of the development of financial markets, emerging markets are still at an early stage and are mostly hosts of SIFIs, rather than their home countries. While it's hard to say this is true of all Asian countries, it's quite universal. All these factors, therefore, must be taken into account in order for financial reform to well address emerging economies' issues.

Nonetheless, advanced and emerging economies do share the same goals of building a healthy and robust financial system.

Financial reform from an emerging market perspective, therefore, naturally needs to be carried out under the broad global financial reform framework. However, to make emerging financial systems more stable, their unique characteristics, such as vulnerability to capital flows, need to be discussed in depth. At the same time, we also have to make effort to build emerging economies' capacity in the financial sector such as making their financial system more efficient.

Now, Korea has both experiences as an emerging market and in operating a relatively developed financial market. As such, we will be more actively involved in global discussions of financial reform to bridge the gap between emerging and advanced economies.

Concluding Remarks

Not many will deny that this crisis has raised Asia's standing in the world. However, this means that Asia's roles and responsibilities in the global economy will also grow heavier. Asia will have to display a certain degree of global leadership by taking responsibility for the operation of the global economy.

In this respect, the meaning held by the "shared growth" part of the Seoul Summit's slogan is very important. Apart from merely raising the Asian voice, I hope this conference will be able to find wisdom for both Asia and other regions to grow together. And I look forward to today's conference serving as a golden opportunity to share our insights and experiences as we move towards a new financial order.

Program

Wednesday, December 1, 2010

- 6:30 p.m. Reception and Dinner (Cosmos Room, 2nd Floor)
- Welcoming Remarks
- Chong-Hyun Nam*, President, Institute for Global Economics
- Axel Bertuch-Saumuels*, Deputy Director, Monetary & Capital Markets Dept., the International Monetary Fund
- Congratulatory Remarks
- The Honorable Il SaKong*, Chairman, The Presidential Committee for the G20 Summit

Thursday, December 2, 2010

- 8:30-9:00 a.m. Registration (Grand Ballroom, 1st Floor)
- A. Morning Session**
- Chair: *Pyung-Joo Kim*, Chairman, Institute for Global Economics
- 9:00-9:10 a.m. Opening Remarks
- Shee Yul Ryoo*, Chairman, Shinhan Financial Group
- 9:10-9:40 a.m. Keynote Address: The New Global Financial Landscape: Asia Beware?
- Andrew Sheng*, Chief Advisor to the China Banking Regulatory Commission / Former Chairman of the Hong Kong Securities and Futures Commission
- 9:40-9:50 a.m. Q&A
- 9:50-10:20 a.m. The Global Financial Outlook: The IMF's Perspective
- Axel Bertuch-Saumuels*, Deputy Director, International Monetary Fund
- 10:20-10:30 a.m. Q&A
- 10:30-10:50 a.m. Coffee Break

I. MANAGING BOOM AND BUST CYCLES IN CAPITAL FLOWS, CREDIT AND ASSET PRICES

- 10:50-11:20 a.m. Detecting Asset Bubbles
Dosoung Choi, Member, Monetary Policy Committee, Bank of Korea
- 11:20-11:50 a.m. Macro-Prudential Measures to Reduce Systemic Risk
Masahiro Kawai, Dean, Asian Development Bank Institute
- 11:50-12:05 p.m. Q&A
- 12:10-2:00 p.m. Lunch (Orchid Room, 2nd Floor)
Guest Speaker: *The Honorable Dong-Soo Chin*
Chairman Financial Services Commission (FSC)

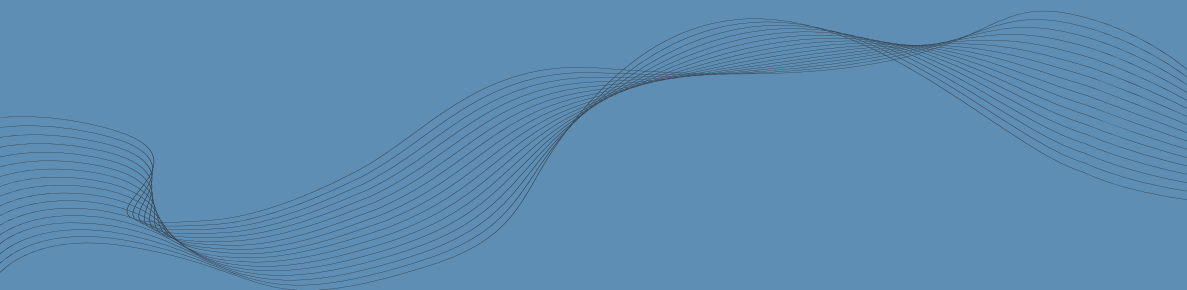
B. Afternoon Session

Chair: *Axel Bertuch-Saumuels*, Deputy Director, International Monetary Fund

II. IMPLICATIONS OF GLOBAL FINANCIAL REFORM FOR ASIA

- 2:00-2:30 p.m. Bank Levies: A Crisis Management Tool?
Hyun-Song Shin, Professor of Economics, Princeton University
- 2:30-3:00 p.m. Dealing with Pro-cyclicality
Eli Remolona, Chief Representative for Asia and Pacific, Bank for International Settlements (BIS)
- 3:00-3:15 p.m. Q&A
- 3:15-3:30 p.m. Coffee Break
- 3:30-5:00 p.m. Panel Discussion: Universal Banking or “Volcker Rule”?
Moderator: *Yoon-Je Cho*, Professor, Sogang University /
Senior Advisor, IGE
- Presenter: *Inci Otker-Robe*, Division Chief, Monetary & Capital Markets Dept., International Monetary Fund
- Panelists: *Tab Bowers*, Director, McKinsey and Company, Inc., Tokyo
Hyong-Tae Kim, President, Korea Capital Market Institute
Dominique Dwor-Frecaut, Royal Bank of Scotland, Singapore
Jong-Wha Lee, Professor, Korea University

번역문



개 회 사

류 시 열

신한금융지주회사 회장

여러분 안녕하십니까?

오늘 이렇게 IGE와 IMF가 주최한 국제 컨퍼런스에서 개회사를 맡게 되어 매우 기쁘게 생각하며, 저희 신한금융그룹이 이 컨퍼런스에 참여하게 된 것에 대해서도 큰 영광으로 생각하고 있습니다. 또한, 훌륭한 발표자 및 패널 여러분들을 모실 수 있는 기회를 가지게 된 것도 매우 기쁘게 생각합니다.

2009년 11월 IGE 컨퍼런스 이후, 글로벌 금융환경은 상당한 변화를 겪었습니다. 당시 우리는 시급히 글로벌 경기침체에서 벗어나기 위한 방안을 모색하기에 급급했습니다. 그러나 눈 앞의 위기를 극복하고 난 지금 시점에서, 우리는 변화된 글로벌 금융환경을 어렵פות이나마 살피볼 수 있게 되었습니다.

새로운 글로벌 금융환경하에서는 금융규제 개혁에 대한 목소리가 높아지는 가운데, 전세계 금융 산업에 대한 감독당국의 감시의 눈초리가 집중되고 있으며, 과거에는 허용되거나 때로는 장려되고 있던 관행들이

이제는 금기시 되고 있습니다. 그리고 선진국에서는 과도한 민간 부채가 공공부문으로 전이되는 상황이 전개되었습니다.

이러한 새로운 세계환경하에서 국가간 적정환율에 대한 논쟁이 격렬해지고 있는 가운데, 각국의 양적완화 정책으로 인해 풍부해진 유동성이 신흥국으로 유입되고 있습니다. 원치 않는 유동성 유입은 자산버블에 대한 우려를 낳고 있으며, 신흥국들 사이에서는 이를 차단하기 위해 공식적으로 국경간 자본통제 논의가 진행되고 있습니다.

이제 기존의 전통적인 경제대국들이 더 이상 큰 힘을 발휘하지 못하게 된 것 또한 명확해졌습니다. 뿐만 아니라, 새로운 환경하에서 경제 및 금융 부문의 성과를 바탕으로 힘을 얻게 된 아시아 국가들이 금융규제 및 감독기준을 구축하는데 있어서도 목소리를 높여갈 것이 확실시됩니다.

금번 서울 G20 재무장관회의에서 아시아 및 신흥국들의 높아진 경제력을 반영해 IMF의 지분율이 재조정된 바 있습니다. 또한, G20 서울정상회의의 성공은 세계경제 현안을 조정해 나가는데 있어 아시아 국가들의 역할중대를 반영하는 증거가 된 바 있습니다. 이러한 아시아 국가들의 부상은 궁극적으로 글로벌 금융 지형도의 변화에 반영될 것으로 예상됩니다. 그러나, 이러한 금융환경 변화가 대립을 야기해서는 안 된다고 생각합니다. 그보다는 각국이 모여 글로벌 공조의 기초를 쌓으며 컨센서스를 형성해 나가는 과정이 되어야 할 것입니다. 그리고 저는 그 과정에 있어 글로벌 금융기관들이 광범위한 주제에 대한 국가들 간에 협력과 공조를 이끌어 내는데 핵심적인 역할을 할 수 있다고 생각합니다.

저는 오늘 세계경제연구원의 컨퍼런스가 최근 글로벌 금융환경의 변화와 관련하여 다양한 토론과 아이디어 교환이 이루어지는 좋은 장이 될 것이라고 생각합니다. 이처럼 좋은 기회를 제공해주신 데 대해 세계경제연구원의 김병주 이사장님과 남종현 원장님께 다시 한 번 감사의 말씀을 드립니다.

오늘 컨퍼런스가 여러분 모두에게 좋은 통찰력을 제공해 주길 바랍니다.

감사합니다.

기조연설: 세계금융질서의 개편과 아시아

Andrew Sheng

중국 금융감독위원회 수석고문/ 前 홍콩 증권선물위원회 위원장

세계경제연구원과 IMF가 공동으로 주최하는 이 뜻있는 회의에서 세계금융질서의 개편을 주제로 기조연설을 하게 되어 매우 영광스럽다. 나는 오늘 2007~2009 세계금융위기 이후 세계금융질서가 어떻게 개편될 것 인지, 그리고 그것이 아시아에 미치는 영향이 무엇일지에 대한 소견을 말씀 드리고자 한다. 이 강연에서 말씀 드린 견해는 오로지 내 개인의 의견이며 내가 관련된 기관들과는 아무런 관련이 없음을 밝혀두는 바이다.

자본주의의 근본적 위기

금번 경제위기를 단순히 1930년대 대공황 이후 가장 심각한 위기라고 말하는 것은 이번 경제위기가 경제학의 지적인 뿌리를 얼마나 흔들어 놓았는지를 과소평가하는 것이다. 나는 노벨상 수상자인 Paul Krugman이, 거시경제학이 금번 위기를 예측하고 관리하는데 있어서 우리를 얼마나 실망시켰는가에 대해 말할 때까지는 지적인 절망감의 깊이를 인식하지

못하였다. Hyman Minsky의 1986년 저서 “Stabilizing an Unstable Economy”를 최근에서야 읽었다는 것이 몹시도 후회스럽다. Minsky는 신자유주의 패러다임에 대한 불만으로 신자유주의를 준열하게 매도하고 있는데, 긴 문장이지만 인용해 볼 가치가 있다.

“기본적으로 신고전파적 이론을 보면, 재정 · 금융 정책수단을 통하여 장기적 실업을 제거할 수 있을 뿐 아니라 분권화된 시장 내에는 경제를 완전 고용상태로 이끌어가는 스스로의 교정력이 있다고 주장한다. 신고전파적 이론은 한 입으로 두 얘기를 하고 있는 셈이다. 즉, 개입주의적 정책으로 장기적 실업이나 만성적 인플레이를 제거할 수 있다고 하면서, 다른 한편으로는 그대로 놓아두면 시간이 지나면서 경제는 스스로의 작용에 의해서 가격안정과 완전고용을 유지시킨다고 한다.

이러한 신고전파적 이론은 별로 쓸모가 없다. 이 이론은 경제의 내부적 작용의 결과로서 나타나는, 즉 우리가 경험하고 있는 초기적 위기와 함께 발생하는 경기변동을 설명하지 못한다. 무엇이 경제와 금융의 불안정을 일으키는지를 알지 못한다면, 불안정을 완화하거나 제거할 정책수단도 도출할 수 없을 것이다.”¹⁾

Minsky는 신고전파/통화론자의 이론을 부정하는 케인즈 경제학에 대한 재해석을 제시하고 있다. Minsky는 “우리는 불확실성의 세계에 살고 있으며 미래에 대한 현재의 평가가 자본-자산가격에 영향을 주기 때문에 금융조건을 결정하는 메커니즘은 흔히 균형을 교란하고

1) Minsky (1986, 2008 edition), McGraw-Hill, p.111.

증폭시키는 피드백에 의해 지배되고 있다.”²⁾고 이해하였다. 그는 돈, 은행과 금융규제의 역사는 경제불안정을 제거하는 구조를 탐색해가는 과정으로 해석될 수 있다고 보았다.

본 강연의 기조는 Minsky가 금융은 공짜점심(free lunch)을 제공한다는 신고전파적 이론이 왜 한입으로 두 가지 얘기를 하는 것이라고 생각하는가 하는 이유와 상통하고 있다. Minsky의 주장대로 만약 금융에는 결함이 있고 공짜점심이 없다면, 지금까지와는 근본적으로 다르게 경제이론과 시장구조를 재구성해야 할 것이다. 이는 아시아 금융의 미래에 엄청난 의미를 부여하고 있다.

이것이 새로운 세계금융질서나 체제와 어떤 관계가 있을까? 그 해답은 지금의 우리가 겪고 있는 혼란은 현재의 금융질서를 만드는데 신고전파적 자유시장의 신학(theology)체제가 결정적 역할을 담당했다는 점에 있다. 지난 30년간 금융전문가들(financial engineers)은 신고전파적 자유시장이론을 원용하여 고빈도의 거래, 고차입비율의 복잡한 시장을 만들어 냈는데, 이러한 금융시장은 고도로 집중되고 상호연결되어 서로 영향을 미침으로써, 시스템적으로 취약한 것으로 판명되었다. 금융전문가들은 중앙은행으로 하여금 규제금융을 사용토록 하여 도덕적 해이를 부추겼을 뿐 아니라 규제당국과 회계기준을 보다 “시장친화적”으로 만드는데 성공하였다. 여기서 “시장친화적”이 된다는 것의 의미는 금융규제와 회계기준을 경기순응적인 것으로 만들어, 즉 이윤은 지금 계상하고 비용과 위험은 미래로 이연 시키는 것을 말한다.

2) Minsky, op.cit, p.255

우리는 지금 금융기법의 꿈이 악몽으로 드러난 결과를 목도하고 있다. 명시적 또는 암묵적 예금보호 하에서 발생한 은행의 모든 손실은 결국 준국가부채(quasi-fiscal deficits)로 귀결 된다. 구제금융을 통하여 결국은 은행손실이 국가채무가 되는 상황이 일어나고 있는 것이다. 지금의 아일랜드 부채위기는 다른 EU 회원국들에게 전염됨으로써 범(汎)유럽위기로 번졌다. 세계금융체제의 모습도 되돌릴 수 없게 변형되었는데, 그것은 은행부실의 문제가 누가 부실의 대가를 치루어야 하는가라는 정치경제적(political econmy) 문제로 변질되었기 때문이다. 미래의 금융체제는 금융위기의 결과로 발생한 손실을 부담하게 된 유권자들이 결정하게 됨에 따라 매우 가변적인 정치게임으로 변모되었고 예측하기가 어렵게 되었다.

결론적으로 “전략에 따라 구조가 결정된다”는 경영학의 위대한 거장 Peter Drucker의 말대로 세계금융질서는 실물경제의 미래가 어떻게 될 것인가에 대한 이론에 따라 결정되어야 한다. 만약 그 이론이 잘못된 것이라면 그 위에 세워진 체제는 더욱 잘못될 수 있다. 금번 금융위기의 아이러니는 실제 건물이 무너졌더라면 디자인을 한 엔지니어나 건축가가 감옥에 갇어야 했을 텐데, 지금까지 14조 달러의 구제비용을 치루고서도 금융전문가들은 위기 이전보다 더 높은 보너스를 받고 있는 상황이다.

선진시장국에서의 새로운 금융체제는 부채비율의 축소, 인구구조의 고령화에 따른 저성장, 규제 강화 그리고 지속적 금융혁신 등이 반영되어 만들어질 것이다. 신흥시장국에서는 젊은 연령층의 중산층 진입에 따른 고도성장, 국제적 기준에 맞는 상당한 규모의 규제개선 등에 따라 금융체제가 만들어지겠지만, 금융혁신은 실물경제의 요구를

충족시키는 것이라야 할 것이다. 내가 이런 말을 하는 이유는 선진경제권 국가들에서 금융이 너무 비대해지고 강력해졌다고 느끼기 때문이다.

아시아인으로서는 나는 개인적으로, 금융은 실물부문을 뒷받침하는 부차적인 것이며 주인은 아니라고 본다. 지금 선진국에서 발생한 금융위기의 정치경제적 핵심은 금융산업의 규모가 실물 GDP의 5배가 넘어 대마불사의 상황에 있다는 사실이다. 아이슬란드나 아일랜드의 경험에서 보면, 국내은행이 GDP의 5~7배 규모로 큰 상황하에서 부실비용은 너무나 엄청나기 때문에 국내적으로 감당할 수 없어 외부적 지원을 필요로 하고 있다.

결과적으로 오늘날 가장 시급한 이슈는 유럽의 부채위기 논쟁에서 드러난 것처럼 누가 손실을 부담할 것인가 하는 손실분담의 정치경제 문제이다. 유럽 내에서 적자국가들의 손실부담을 독일 같은 흑자국이 과도하게 저야만 할까? 세계를 놓고 볼 때, 아시아나 산유국 같은 흑자국가들이 적자국가들의 손실을 더 많이 떠안아야만 할까?

만약 아시아 시장이 핫머니의 유입을 허용해서 통제불가능한 자산 거품을 만들고, 이어서 은행위기로 이어진다면, 세계적 불균형은 전세계 모든 사람들이 가난해지는 경제위기를 통해서 해결되는 셈이 된다. 그것이 세계적 불균형을 해결하는 하나의 방안이 될 수도 있다.

나는 이 자리에 계신 아시아 청중들께 12년 전 우리 자신의 정책과오와 핫머니의 유입과 유출이 결합되어 어떻게 아시아 금융위기로 이어졌는가를 굳이 상기시키고자 하지는 않는다. 당시의 믿음은 “모든 잘못은 아시아 지역에 있다.”는 것이었다. 오늘날의 주문(mantra)은 “모든 잘못은

세계에 있다.”라는 것이다. 그것도 옳지 않을 수 있다. 신고전파적 이론의 오류는 한 국가나 시장의 활동으로부터 발생하는 외부경제 효과를 무시할 수 있을 만큼 작거나 없는 것으로 가정하는 것이다. 그것은 완전히 오류로 드러났다. 고도로 혼잡하고 상호연계된 세계에서는 한 나라의 행위가 엄청난 세계적 외부효과(그 반대의 경우도 있음)를 발생시킬 수 있다. 그래서 완전히 새로운 사고가 요구된다.

금융체제를 선도해야 하는 실물경제

아시아는 금번 경제위기 과정에서 교역경로를 통한 피해는 있었지만 금융경로를 통한 피해는 그리 크지 않았다는 것이 다행스럽다. 13년 전 아시아 경제위기라는 아픔을 겪은 이후 이곳 기업들은 부채를 줄였고, 재정적자도 축소되다. 우리는 금융산업이나 가계가 과도한 부채를 지는 것도 허용하지 않았다. 그러나 몇몇 국가에서는 과도한 부채가 재발하는 조짐을 보이고 있다.

그러나 아시다시피, 지금도 금융산업 특히 자본시장을 Wall Street 모델에 따라 자유화하고 개혁하라는 압력이 상존하고 있다. 아이러니하게도 아시아 전체로 볼 때, 자본시장 개방의 속도가 지나치게 느렸기 때문에 금융 쓰나미를 피할 수 있었다. 반면에 아직도 골수 신고전파는 지금 우리가 개방하지 않으면 장래 구조적 문제가 더 커질 것이라고 주장하고 있다. 과연 누가 옳을까?

내가 생각하기에 문제점은 아시아 국가들이 앞으로 어떻게 가는 것이 옳은가에 대한 지적인 합의나 방법론을 마련하지 못하고 있다는 것이다.

비록 매우 짧은 시간이지만, 앞으로 나아가야 할 올바른 방향과 그들의 윤곽에 대한 나의 생각을 제시해 보겠다.

지적인 토론의 주제는 화폐가 중립적인가 하는 것인데, 만약 중립적이라면 실물부문에만 집중하면 되는가 하는 것이다. 만약 실물부문이 안정되면 금융부문도 안정되어야 한다. 그것이 과거의 이론이었는데 우리는 그렇지 않다는 것을 배우고 있다. 화폐는 중립적이지 아니며 꼬리가 몸통을 흔들 수 있다는 것이다. 만약 금융이 불안정하면 실물부문도 불안정해진다. 중상주의자라고 매도를 당하면서도 아시아 국가들은 대체로 실물경제에 중점을 두고 소득증대로 이어지는 일자리창출 주도의 수출/제조업 육성 전략을 채택하여 왔다. 불행하게도 아시아의 과도한 저축은 선진국경제에 문제를 일으킨다고 비난 받고 있다. 자금수요가 있으면서도 적자를 시현하고 있는 아시아 국가들로 그 저축의 일부를 전환시킨다면 하나의 가능한 해법이 될 수도 있을 것이다. 그러나 지금의 제도적 구조는 아시아 내에서의 저축순환을 원활하게 하지 못하고 있다. 현실은 아시아의 과잉저축이 세계금융체제에서 탈출할 수 없도록 연결되어 있어 세계 정치경제에 엄청난 결과를 초래하지 않고서는 줄이거나 빼내올 수가 없는 것이다.

그래서 아시아의 정책담당자들은 두 가지 이슈를 동시에 다루어야 한다. 첫째로 실물생산을 수출 위주에서 국내소비 쪽으로 전환시키면서 동시에 국내소득을 보다 균형 있게 향상시켜야 한다. 둘째는 세계금융 질서를 아시아의 저축이 인질로 잡히지 않도록 재편하여 세계자원의 안정적이고 효율적인 배분에 기여하도록 해야 한다. 내가 왜 인질이라는 용어를 쓰느냐 하면 Paul Krugman과 같이 영향력 있는 경제학자들도, 아시아의 저축을 서방국가들의 국채로 환류시키는 것이 그 국채를

발행한 국가들을 해치는 듯한 인식을 갖고 있기 때문이다. 첫 번째 과제는 비록 실물부문을 재조정하는데 시간이 걸리기는 하지만, 아시아 경제의 통제범위 내에 있다. 두 번째 과제는 현재의 금융질서가 선진국에 의해 지배되고 있기 때문에 훨씬 더 자유롭지 못하다. 투표권에서뿐만 아니라 아이디어의 힘에서도 밀린다. G20가 도움이 되지만 갈 길이 멀다. 금융질서 이슈에 들어가기에 앞서 실물부문 이슈에 대해 좀 더 언급하겠다.

녹색경제를 지향하는 아시아

나는 다른 자리에서³⁾ 지금의 세계적 위기는 사실상 금융위기와 지구온난화 위기의 쌍둥이 위기라고 말한 적이 있다. 금융위기는 이미 닥쳐와 있고 지구온난화 위기는 이제 시작이다. 두 위기는 과도한 차입에 의해 지탱되는 과소비라는 점에서 같은 뿌리를 가지고 있다. 과소비는 세계의 자원이 감당할 수 없는 고속성장을 유발한다. 다윈의 진화론에 따르면 자연의 균형은 감속을 요구하며, 아마도 위기를 통한 감속도 하나의 방법이 될 수 있겠지만, 그러나 우리는 인플레이션을 통하여 이를 모면하려 안간힘을 쓰고 있다. 지금까지 이들 이슈에 대한 전세계적인 협상이 다른 기구를 통하여 별개로 이루어져 왔지만, 이성적으로 보면 두 사안은 분리될 수 없는 문제이다. 통합적이고 체제 차원의 문제를 금융과 실물부문으로 쪼개서 다루는 것이 혼란과 오해와 양쪽 모두의 비극을 만들고 있다.

3) Sheng, Growth Commission Working Paper 67, World Bank, 2010.

지구온난화와 과소비에 대한 논쟁의 논리는 매우 간단하다. 미국인들은 정상수지적자를 일으킬 수 있기 때문에 그렇게 과소비를 할 수 있다. 만약 모든 중국인, 인도인과 신흥시장국 사람들이 오늘날 선진국 사람들 수준으로 1인당 지구의 자원을 사용한다면, 천연자원은 남아나지 않을 것이다. 그것이 현실이다. 아시아의 이슈는, 성장을 갈망하고 안락한 생활을 원하지만 그렇게 하려면 우리 생활방식을 근본적으로 바꾸어야만 한다는 것이다. 우리는 녹색경제를 지향해야 한다. 천연자원을 직접 쓰는 소비보다는 서비스의 소비가 증가되어야 한다. 이는 재정정책면에서나 구조정책면에서 급격한 재조정이 요구됨을 의미한다. 이는 엄청난 전환이며 비록 아이디어가 있어도 그것을 현실화하는데 엄청난 노력이 필요하게 될 것이다. 이러한 현실이 왜 금융제도와 연관성을 가지고 있을까?

Minsky의 말대로 현재의 소비와 미래의 소비(즉, 투자) 재원을 어떻게 조달하느냐에 따라 경제안정에 엄청난 결과를 가져오게 된다. 신흥시장국가들은 그들의 수출이 선진국시장의 변덕스러운 총수요에 종속되어있기 때문에 무역경기변동으로부터 벗어나지 못하고 있다. 그러므로 신흥국가들이 경기변동에 대응하여 대항력을 키울 수 있도록 어떻게 금융시스템을 디자인하느냐가 미래의 안정에 핵심이 된다.

사례를 들어보면, 캐나다와 호주가 어떻게 금번 금융위기를 모면할 수 있었는가에 대한 나의 생각은 두 나라가 역사적으로 1차산품 경기순환에 노출된 경제로서 매번 상품가격 하락시 은행이 망할 수 있다는 것을 배워왔기 때문이 아닌가 한다. 그래서 두 나라는 과점적 은행체제의 형성을 허용하였다. 비록 금융혁신에 개방되어 있었지만, 은행들 간 경쟁이 치열하지 않아 유독성 자산을 많이 보유하지 않았고, 또 다른

측면에서는 국내시장의 수익성이 높았기 때문이기도 하다. 따라서 실물부분의 필요에 맞게 금융부문을 디자인 하는 것이 매우 중요하며, 그것이 오늘 내 강연의 요점이다. 현재 선진국들이 갖고 있는 생각은, 금융은 무한정 확장될 수 있고 번영이 영원히 지속될 수 있다는 것이다. 하지만 지금의 위기는 그것이 가능하지 않다는 것을 보여주고 있다.

내 견해로는 자본시장이 기업부문에 자본이라는 쿼션을 제공해 준다는 점에서 중요하지만 Adair Turner⁴⁾와 Andrew Haldane⁵⁾의 주장대로 금융혁신이 사회적 가치를 창출하는 데에는 한계가 있다는 점을 나는 확신하고 있다. 오히려 금융혁신이 더 이상 진행되면 사회적 가치를 잃고 사회의 부담이 되는 임계점이 있다.

아시아 국가들의 금융체제는 대체적으로 몇 가지 핵심적 요소들에 의해 모습을 갖추어나갈 것이다. 첫째는 역사의 관성이다. 우리는 하루 저녁에 모든 것을 다 바꿀 수는 없다. 그렇게 간단하지가 않다. 둘째는 Basel III, 그리고 기타 관련된 국제적 개혁조치에 따른 규제의 대폭적 강화이다. 셋째는 인구구조의 변화이다. 넷째는 지구온난화의 충격이고, 마지막으로 은행과 자본시장의 관계에 대한 핵심적 정책결정들이다. 본 회의가 거품과 규제개혁, 그리고 유니버설 बैं킹의 영향에 대한 토의를 하는 것이기 때문에 우선 인구구조의 변화나 지구온난화 문제는 간단히 언급하고, 유니버설 बैं킹에 관련된 정책이슈에 대해 말하겠다.

4) Adair Turner, "What do banks do: Why do credit booms and busts occur and what can public policy do about it?" LSE Future of Finance, 14 July, 2010.

5) Andrew Haldane, "The Contribution of the Financial Sector Miracle or Mirage?" Bank of England, 14 July 2010.

첫째로, 북아시아에서는 고령화되는 인구와 넘치는 저축을 가지고 있으며, 남아시아와 동남아시아에서는 젊은 인구가 빠르게 늘어나면서 소득과 부도 상당히 빠르게 증가하고 있음을 염두에 두어야 할 것이다. 이러한 상황은 금융제도의 디자인에 중요한 의미를 가지고 있다. 왜냐하면 아시아는 곧 장기적인 연금/저축 문제에 당면하게 될 것이기 때문이다. 만약에 디자인이 잘못되면 연금의 가치가 상실되거나 기금 뒷받침이 되지 않는 연금채무가 아주 커져서 엄청난 사회적 파장이 일어나고 미래세대의 불안이 심각해질 것이다. 오늘날 진짜 문제는 선진국들의 연금기금이 금융기법을 통하여 아주 높게 레버리지 되어 있다는 것이다. 연금기금은 높은 수익률을 추구하고 있다. 고위험의 단기고수익을 추구하면서 명백한 위험을 제대로 인식하지 못하고 있는 것이다. 그래서 아시아 금융위기와 지금 위기와의 차이점은, 아시아 금융위기 시에는 차입자가 오버 레버리지 되었었는데 금변 위기에서는 1차적 차입자뿐 아니라 투자자도 오버 레버리지 되었다는 것이다. 발행자도 마찬가지이다. 이러한 이유로 파생상품가격은 모델이 가정하는 것보다 경기동행적 변동성에 훨씬 더 취약하게 되었다. 진짜 큰 문제는 선진국 연금기금에 미친 손실의 규모이다. 이 문제에 대하여는 연구가 미흡하며 많은 연구가 이루어져야 한다.

둘째로 미래의 물 부족사태, 자연재해 등 지구온난화가 아시아인들의 생활방식에 미칠 수 있는 엄청난 충격을 감안할 때, 차입수준의 증가나 빠른 대출증가가 지속가능한 것인지에 대하여 보다 보수적으로 생각해야 할 것이다. 우리가 물 부족을 포함한 자연재해로부터 오는 커다란 외부충격 하에서 이러한 충격을 감내할 만큼 충분한 보험기금이나 자본적 방어력을 가지고 있는가? 지진, 가뭄과 전쟁 등 경제활동을 중단시킬 수 있는 외부적 충격의 발생가능성은 이전에 생각했던 것보다

훨씬 높아졌다. 내가 해답을 갖고 있지는 않지만 심사숙고 해야 한다.

세 번째 이슈는 남아시아와 동남아시아에는 장기적 사회간접자본 건설을 위한 자금수요가 상당하다. 수요는 빠른 속도로 증가하고 있지만, 그러나 우리 모두가 원-원 할 수 있도록 자금을 뒷받침할 수 있는 금융메커니즘을 가지고 있는지는 불분명하다. 내 생각으로는 저축수준이 높고 연금에 의존하며 고령화 되고 있는 북아시아와, 인구가 젊고 자연자원이 풍부하며 장기적 사회간접 건설수요가 많은 남아시아 및 동남아시아 간에 금융중개를 개선할 수 있도록 기구와 경로에 대한 금융혁신이 필요하다.

나는 최근 말레이시아의 신경제모델 수립작업에 동참할 수 있는 행운을 가졌다.⁶⁾ 말레이시아 신경제모델은 아시아에서 절실하게 요구되는 세 가지 사항을 고려하여 만들어졌다. 첫째는 논란의 여지도 없이 소득의 증대이다. 둘째로 우리는 포용적 시스템이 필요하다. 그것은 보다 평등한 시스템을 의미하며 지금처럼 불평등을 키우는 시스템이 아니다. 마지막으로 우리는 환경적으로 지속가능한 성장을 만들어내는 시스템을 필요로 한다. 금융체제는 이러한 요구들을 충족시키는 방향으로 디자인되어야 하며, 그 반대가 되어서는 안 된다.

우리는 문제를 따로 따로 분리해서 생각할 수 없다는 점을 반드시 이해해야 한다. 우리는 이것이 거시건전성이고, 저것은 미시건전성이라고 말할 수는 없다. 두 개를 분리하는 것은 지적인 오류이며, 사실상 Minsky가 최초로 이런 말을 했다. 내가 왜 이 말을 하느냐 하면, 이미

6) see www.neac.gov.my

드러난 것처럼 하나의 시스템이 안정적이면 시스템의 구성원이 모두 안정적이라고 가정하는 것은 지적인 오류이기 때문이다. 이것이 구성의 오류이다. 상이한 구성원 간의 상호작용, 그리고 외부효과가 체제불안을 만들어낼 수 있는 것이다. 규율과 정부기능을 쪼개서 사일로(silos)에 넣는 것, 바로 그것이 체제의 문제를 오진하게 하고 단편적 시각을 만들어낸다.⁷⁾

세계적 차원에서의 금융질서

이제 세계적 차원으로 옮겨가 보겠다. 지난 2년간 발생한 사건들은 국내금융제도가 세계적 위험을 감안해야 한다는 것을 확실히 보여주었다. 양자는 상호의존적이고, 상호작용을 하며, 결코 상호배제적이지 않다. 내가 언급한 대로 진짜 이슈는, 특히 아일랜드의 사례에서 보듯이, 손실분담의 문제이다. 현재 이루어지고 있는 이러한 전세계적 논란은 아시아에 어떻게 적용될 수 있을까?

첫째로, 아시아는 기본적으로 은행에 기반을 두고 유럽에서보다 훨씬 단순한 금융제도를 가지고 있으며, 금융통합의 측면에서 볼 때에도 최소한 30년은 뒤져 있다. 나는 유럽국가들이 금번 부채위기를 어떻게든 수습할 것으로 확신하고 있지만, 그들이 지금 겪는 고통은 애초에 디자인에 결함이 있었음을 시사하고 있다. 유럽은 단일통화, 통일된 중앙은행, 공통의 규제구조를 가지고 있지만 승자와 패자를 지원하는 재정적 메커니즘을 가지고 있지 못하다. 그것은 만약 아시아에서

7) Minsky는 이러한 기본적 결함을 어느 누구보다 일찍 간파하였다, p.323.

금융통합을 시도할 경우 반드시 그러한 재정적 메커니즘을 갖추어야 한다는 것을 의미한다. 그것 없이는 안정적인 아시아 지역협정이란 있을 수 없다.

두 번째 교훈은 어느 한 나라의 통화가 전세계적인 준비통화의 역할을 담당할 경우 엄청난 위험이 따른다는 것이다. 미국의 경험에서 보듯이 준비통화국의 중앙은행은 소위 Triffin 딜레마에 빠지기 쉽다. 이 딜레마는, 준비통화국은 세계적 유동성 수요를 충족시켜주기 위해서 자국경제가 필요로 하는 것보다 훨씬 더 느슨한 통화정책을 운영해야 된다는 것이다. 정의에 따라, 그 나라는 경상수지적자를 겪어야 하고 그러한 적자는 세계적 불균형을 만들어 내게 된다. 이러한 상황은 정말 문제이다.

준비통화에 관한 전세계적인 합의를 할 수 없다면, 세계적 안정을 가져올 적당한 해법이 없다. 그러나 우리에게서 세계중앙은행도 없고, 세계적 금융감독 메커니즘도 없으며, 세계적 재정 메커니즘도 가지고 있지 못하다. 모두가 알다시피 이러한 세가지 전제조건을 충족시키기에는 우리는 너무나 먼 거리에 있다. 본질적으로 꼭 제기되어야 할 핵심적인 질문은 세계적 통화수요에 맞추어 세계적 화폐공급을 창출하는데 있어서 예산상의 제약은 무엇인가 하는 것이다. 세계의 금융 시스템은 예산상의 엄격한 통제가 없이 계속 돈을 찍어낼 수 있을까? 재정적 차원 이외에 금융적 차원에서 그것이 가능할까? 이러한 의문은 금변 위기에서 간과되고 있는 섀도우뱅크 시스템(shadow banking system)에 대한 논의로 이어지게 된다.

혹자는 이번 금융위기가 섀도우뱅크 시스템에 대한 인출 쇄도

라고 해석하고 있다. 2008년까지만 해도 사람들은 새도우뱅크 시스템이 뭔지를 알지도 못했다. 새도우뱅크의 규모가 얼마나 클까? 뉴욕 연준 은행의 자료에 의하면 21조 달러에 이른다고 한다. 전통적 은행체제의 규모는 얼마일까? 14조 달러 또는 미국 GDP의 100% 수준이다.⁸⁾ 21조 달러로 추정되는 새도우뱅크의 규모는 전세계 GDP의 30%에 해당한다. 새도우뱅크 시스템에 의해 창출된 신용이 선진국의 통화공급수치에 포함되어 있을까? 어디에도 포함되지 않는다. 여기에서 제기되는 의문은 새도우뱅크 시스템이 주는 통화적 함의는 무엇인가 하는 것이다. 새도우뱅크 시스템은 신용을 창출하고, 즉 통화를 공급하고 따라서 인플레이 가능성에 지대한 영향을 미친다. 새도우뱅크 시스템이 자산가격에 큰 영향을 미치는 것이 분명해졌음에도 불구하고, 금융적 통제는 고사하고 통화적 규제도 없다. 금융체제의 안정차원에서는 새도우뱅크에 대해 개혁을 얘기하고 있지만, 통화적 영향을 얘기하는 사람은 없다. 아무도 대답하지 않는다. 그래서 나는 이 시점에 정말 그것에 대해 말하고 싶다.

아시아에서의 새도우뱅크 시스템

메시지는 아주 분명하다. 우리 아시아 국가들은 알다시피 대규모 새도우뱅크 시스템 때문에 일어난 금융위기를 겪지 않았다. 하지만 아시아 국가들도 새도우뱅크에 대한 경험은 있다. 한국의 사채시장, 1980년대 말레이시아의 예금수취 협동조합, 아시아 금융위기 시 전혀 감독을 받지 않았던 금융회사와 상업은행 등이 그러한 사례들이다. 금융회사들에 대한 감독이 느슨했을 때, 이들은 해외에 나가 많은 돈을

8) For full description, see Shadow Banking, www.fcic.gov.

빌렸으며 이것이 터져서 은행체제를 감염시켰다. 감독당국이 면밀히 감시하지 않는 분야에서 금융위기가 발생한다는 것은 엄연한 사실이다. 다시 모델 문제로 돌아가보겠다.

아시아 경제에 제기하는 어려운 질문은, 아직 선진국에서도 완전히 답변이 이루어진 것은 아니지만, 소매은행과 자본시장이 한 기관으로서 한 지붕 밑에서 같이 살 수 있느냐 하는 것이다. 일본은행 부총재 Nishimura가 실감나게 묘사한 바대로, 우리가 육식성의 사자(투자은행)를 채식성의 코끼리(소매은행)와 같은 우리에 넣어 유니버설뱅크를 만들 수 있겠느냐 하는 것이다. 결국은 육식성 사자가 채식성 코끼리를 잡아먹을 것이고, 그것은 이번의 금융위기를 겪는 동안 여러 금융기관에서 실제로 일어났던 일이다. 매우 논란의 소지가 많은 분야에 관해서—이것은 다른 독립된 세션에서 다루어야 할 사항이지만—토론에 보탬이 될까 해서 몇 가지 견해를 제시하고자 한다.

첫째로, 나는 Volcker Rule을 지지하는데, 그 이유는 자기자본매매가 시장의 공정성이라는 첫 번째 원칙을 훼손하기 때문이다.⁹⁾ 예를 들어 보면 개인이나 헤지펀드가 프라임브로커(prime broker)를 상대로 거래를 한다면 결코 공정한 게임이라고 할 수 없다. 개인이 잃으면 단순히 운이 나빴다고 생각하며 꿈쩍없이 손해를 보게 된다. 그러나 프라임브로커가 손실을 입고 부실화되면 국가가 구제해주고 무이자로 자금을 대준다.

9) Minsky는 1986년 선견지명이 있는 언급을 했다: “은행의 수탁자적 측면과 이익추구자의 측면 간의 상충을 완화하기 위하여 상업은행, 투자은행, 저축은행 간의 경계가 그어졌다. 그러나 최근의 경험에서 보면, 거대한 이익의 기회 앞에서는 이러한 제도적 경계가 훼손되지 않고 그대로 존속될 수 없음을 보여주고 있다.” p. 350.

바꾸어 말하면 프라임브로커의 자기자본매매는 동전을 던져 뒷면이 나오면 네가 잃고, 앞면이 나오면 내가 따는 식이다. 이게 공정한 게임인가? 명백히 아니다.

둘째로, 소매금융을 겸영하는 프라임브로커의 규모는 엄청나게 크며 전체 파생금융상품의 거래에서 10대 프라임브로커 간의 거래가 차지하는 비중은 50~70%에 달한다. 이것이 과연 신고전파적 이론이 전제로 하고 있는 정상적인 시장인가? 신고전파적 이론은 구매자와 판매자가 독립하여 가격을 탐색해가는 수 많은 개인투자자들의 존재를 전제로 하고 있지 않은가?

셋째로, 유니버설뱅크가 소유하고 있는 자산운용사를 통한 일임 매매의 증가는 대형 자산운용사들의 모멘텀 거래(momentum trading) —변동환율제를 채택하고 있는 소규모국가들의 환율에 영향을 미치기도 하는—를 허용함으로써 대리인 문제를 유발한다. 이러한 자기자본매매는 중앙은행의 최종대부자 역할과 예금보호까지 결합하여 결코 잃을 수 없는 게임을 만들어내고 있다. 만약 그들이 모두 합해서 작은 나라의 외환시장에 투기를 하기 위하여 레버리지를 활용한다 해도 작은 나라의 중앙은행은 레버리지 수단이 없다. 작은 나라의 중앙은행을 공격하는데 투기꾼들이 얼마나 많은 실탄을 가지고 있을까? 이것은 아직까지 확인되지 못한 이슈이다.

넷째로, 위험을 회피하려는 성향을 가진 신중한 소매은행과 고위험 자기자본매매를 주로 하는 투자은행 간에는 문화적 충돌이 있게 마련이다. 따라서 둘을 묶는 데는 심각한 문제가 있다. 내가 이 문제에 대한 명확한 해답을 낼 수는 없지만, 내 본능적 생각으로는 Glass-Steagall

법이 원칙적으로 틀리지 않았다고 본다. 그러나 보다 근본적인 문제는 기본적으로 주인-대리인 문제의 성격을 지닌 자기자본매매 이슈에 있다고 본다. 원론적 차원에서 금융은 최종대부자를 필요로 하는데, 왜냐하면 중앙은행은 주인인 실물경제의 대리인이기 때문이다.

오늘날 금융산업은 GDP의 5배 수준으로 규모가 크며, 망하기에는 너무 크고 강력해졌다. 그래서 잘못을 저지르면 실물부문이 금융부문을 규제한다. 이는 옳지 않다. 금융업에서 누가 돈을 제일 많이 버는가? 대답은 경영진이다. 그들은 세전 순이익의 30~70%에 상당하는 보너스를 챙긴다. 경제 전체의 관점에서 볼 때 차입에 의존하는 제도화된 투기를 경제의 핵심역량으로 삼아야 할 것인지 또는 실패하는 경우에도 경제 전체를 물고 들어가지 않도록 전문화된 영역으로 제한할 것인지를 심도 있게 논의해야 한다. 금번 위기는 기관화된 투기가 대마불사의 상황이 되었음을 보여주었다.

맺는 말

지금까지 살펴본 것들은, 해서는 안 되는 것이 무엇인지는 알기 쉬워도 무엇을 해야 하는지는 알기가 어렵다는 점을 시사한다. 아시아 국가들은 실물경제에 보다 초점을 맞추고, 실물경제가 선진국 지위로 진화되는데 적합하도록 보조를 맞추어 금융산업을 디자인해야 한다. 비록 금융산업이 중요한 서비스 산업으로서 농업이나 제조업에 대해 상대적 중요성이 높아진다 하더라도, 내 생각으로는 금융이 몸통을 흔드는 꼬리가 되도록 놓아두어서는 안 된다고 본다.

내 말이 맞다면, 인플레이나 금융위기를 일으키지 않고 실물경제 수요에 맞추어 금융부문의 신용증가가 이루어지도록 통제하는 정책 수단과 메커니즘이 마련되어야 한다. 금융부문에 내재되어 있는 체제적 위험 때문에 금융산업에 대해서는 엄격한 예산통제가 부과되어야 한다.

아시아에서는 은행을 실질적 그리고 정치경제적 이유에서 하나의 공익기관으로 취급하여 규제하는데에 별 논란이 없다. 그러나 그 육식성 사자의 고삐를 어느 정도 풀어주느냐에 대하여는 논란이 많다. 투자 은행은 금융혁신을 만들어내지만 금융체제 전체를 날려버릴 수도 있다.

내 개인적 견해로는 모든 국가에 맞는 단일한 모델과 해법은 있을 수 없다고 본다. 모든 국가에게 맞는 싱글 사이즈의 기준과 규칙을 요구하는 것은 잘못이라고 생각한다. 체제의 취약성을 일으키는 장본인이 단일제도이기 때문에 옳지 않다. 단일제도가 잘못되면 전체 시스템이 붕괴된다. 우리는 보다 다양한 시스템, 기준, 상품과 기관을 필요로 한다. 다양한 원천으로부터 나온 아이디어, 의견, 기준 간에도 경쟁을 해야 체제의 대응력과 변화에 대한 개방성을 강화시킬 것이다. 금융체제를 어느 하나의 표준에만 맞춘다면 언젠가는 체제적 실패를 가져올 수 있는 폐쇄적 시스템을 만들어낼 것이다.

전세계 금융구조에 관하여 단기간에 구조를 바꿀 수 있느냐에 대해서는 유동적 견해를 갖고 있다. 우리는 지금도 현재 금융제도의 설계상 결함이 가져오는 결과를 지켜보고 있다. 설계상의 결함이 가져오는 비용이 완전히 드러날 때까지, 비록 치명적 위기가 일어나지는 말아야겠지만, 현 상황을 급격히 바꾸는 것은 어려울 것이다.

세계금융전망: IMF의 시각

Axel Bertuch-Samuels

IMF 통화 · 자본시장국 부국장

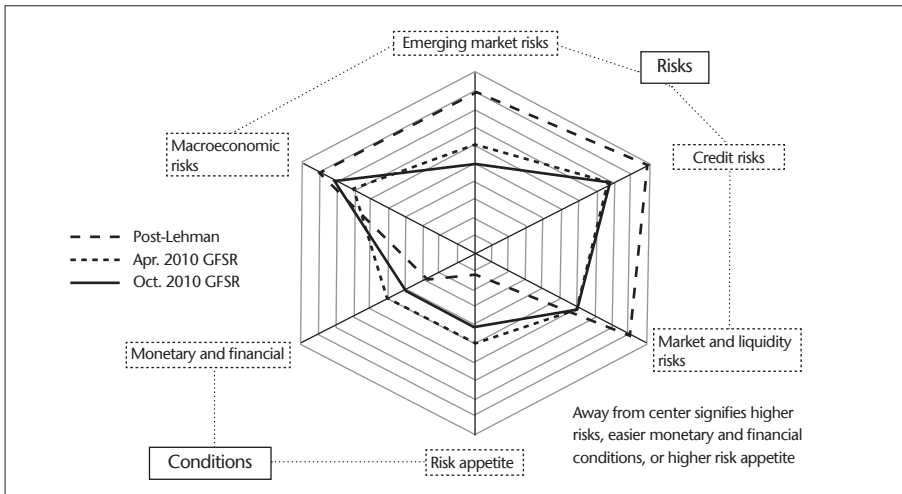
세계금융안정 현황

세계금융안정보고서(Global Financial Stability Report)는 봄, 가을로 1년에 두 차례 발간되는데, 6개월 동안에도 얼마나 많은 변화가 일어나는지 정말 놀랄 지경이다. 세계경제가 회복 중이라는 것은 희소식이며, 유럽대륙에서 온갖 나쁜 소식이 나오고 있음에도 불구하고, 미국, 영국, 중국에서는 성장이 나아지고 있음을 보여주는 긍정적 지표가 나오고 있다. 전세계적으로 경제회복이 진행되고 있는데 선진국보다는 신흥시장국과 개도국이 훨씬 빠른 속도를 보이고 있다.

나쁜 소식은 금융부문이 소위 대금융위기(Great Financial Crisis)로 부터 회복되는데 있어서 여전히 아킬레스건으로 남아있다는 것이다. 3년이 지났는데도 신뢰가 아직 완전히 회복되지 못했으며, 이러한 상황은 왜 금융시장이 아직도 나쁜 뉴스에 민감하게 반응하고 재빨리 위기모드로 되돌아가곤 하는지를 설명해주고 있다. 금융불안의 중심에는 2010년 4월과 5월, 그리고 최근 아일랜드 사태와 더불어 유로지역에서

보여주는 바와 같이 높아진 국가위험과 연관된 몇 가지 중대한 금융구조상의 취약성이 존재하고 있다. 은행산업의 고질적인 취약성도 문제이다. 그것들이 복합적으로—아직 남아있는 실질적 하방위험과 함께—금융안정에 대한 전망을 불투명하게 만들고 있다.

〈그림 1〉 GFSR Stability Map



IMF의 최근 세계안정지도(global stability map)는 〈그림 1〉에서 보는 바와 같이 지난 번 세계금융안정보고서 발간 이후 위험이 증가하고 있음을 분명히 보여주고 있다. 단기 경제성장전망이 약간 높아졌음에도 불구하고 거시경제위험은 국채시장의 소용돌이로 인해 더 고조되고 있다. 지난 봄 이후 금융시스템의 근간이 지속적인 신뢰충격과 이에 따른 국가부도위험의 확산에 취약하다는 점이 드러남에 따라, 신용위험이 낮아지던 추세는 오히려 후퇴를 겪고 있다. 이에 따라, 신용스프레드의 확대는 통화와 금융조건의 강화를 가져왔고, 금융시장에서도 위험선택성향의 하락을 가져왔다. 시장과

유동성 전체에 대한 위험을 억제하는 동시에 국채와 은행자금시장의 경색을 풀어보려는 정책대응은 아직 신뢰요인들에 결정적 변화를 가져오지는 못하고 있다. 안정지도에서 뚜렷한 개선을 보여주는 측면은 신흥시장인데 강력한 기초경제 체력과 낙관적 경제전망이 이를 뒷받침하고 있다.

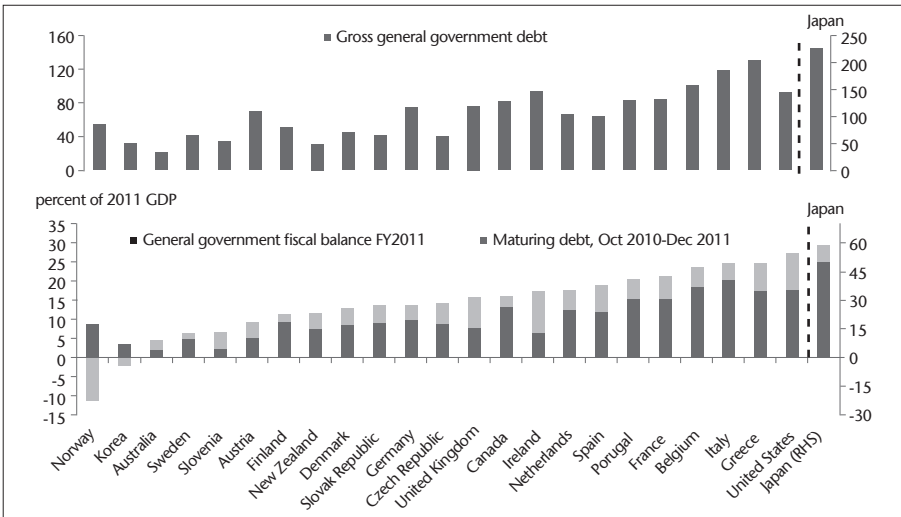
국가재정과 은행수지 취약성들 간의 연관관계

세계금융안정보고서의 초점은 국가위험과 은행체제의 위험 간의 양방향 연결관계, 그리고 그것이 금융안정에 미치는 영향에 두고 있다. 국가재정차원의 문제가 은행시스템에 영향을 미치는 데에는 세 가지 중요한 경로가 있다. 첫 번째 경로는 국채가산금리의 확대와 은행이 보유한 국채의 시장평가가치 하락이다. 두 번째 경로는 국가위험가산금리의 확대에 따라 은행의 자금조달비용이 높아지는 것이다. 세 번째 경로는 명시적이든 묵시적인 것이든 정부보증가치의 하락이다. 마지막 포인트를 명심하는 것이 중요하다. 이번 위기는 금융체제에서 시작하였으며 정부가 구조에 나섰고 그 손실이 정부재정수지로 전이되었다. 어느 시점에 가면 정부보증의 가치가 의문시되거나 상실되는 문제가 생긴다. 결과적으로 거기서 또 다른 부정적인 환류고리가 생겨나게 된다. 바이러스처럼 위험은 거래 상대방 경로를 따라 은행시스템 전체에 옮겨가게 된다. 이러한 전파는 반대방향으로 일어나기도 한다. 다시 말해서 위기에 처한 은행이 더 많은 정부의 우발적 채무를 만들어내고, 연이어 이러한 역학관계가 은행으로 하여금 부채비용을 낮추기 위하여 대출을 줄이게 하고, 이에 따라 실물경제도 위축시키게 된다.

성장전망을 둘러싼 하방위험은 부채비율이 아주 높은 국가들을 역방향의 “성장쇼크”에 노출시킨다. 각국 정부들은 중기 재정건전화 계획수립에 착수하고 있다. 책상 위에는 많은 제안들이 놓여있지만 아직 현실화하기에는 더 많은 작업이 필요하다. 아무튼 성장전망이 불확실한 와중에 높은 채무부담 문제를 다루어야 하는 과제는 엄청난 도전이다. 시장의 신뢰가 형성되려면 시간이 걸리며, 과감하고 믿을만한 성장친화적인 개혁프로그램을 구체화하는 추가적인 조치가 요구된다. 이와 동시에 성장전망이 낮아질 위험은 부채비율이 높은 국가재정을 역방향 쇼크에 노출시키게 된다.

2010~2015년 세계경제전망(World Economic Outlook)의 기본추세선보다 1% 정도라도 성장률이 지속적으로 낮게 유지되면 그 성장률 쇼크는 선진국의 GDP대비 부채비율에 상당한 충격을 주게 되며, 특히 기존의 고부채 국가들에게는 더욱 심각하다. 사태를 더욱 복잡하게 하는 것은, 높은 공공부채의 만기연장상의 애로는 중기적 부채유지 지속가능성에 대한 우려를 제기하고 당장의 국가차입 곤란 문제로 이어지는, 즉 중기문제가 단기문제화 한다는 것이다. <그림 2>에서 보는 바와 같이 많은 선진국가들의 기초재정수지가 적자이기 때문에 엄청난 기채수요를 안고 있다. 금융위기 중에 발행한 단기국채의 만기가 대부분 향후 18개월 이내에 도래한다. 더욱이 국가위험 가산금리의 상승과 유통성 상실은 유로 국채시장을 극도로 얼어붙게 만들었고, 투자자들은 주요 국채시장으로 옮겨갔다. 그래서 국가부도위험이 있는 것으로 생각되는 나라의 국채시장에서 빠져 나와 안전한 곳으로 도피하는 경향이 나타나고 있다. 연쇄적으로 이러한 자금이탈이 연장위험을 더 악화시킨다.

〈그림 2〉 Sovereign Debt and Gross Financing Needs Through 2011



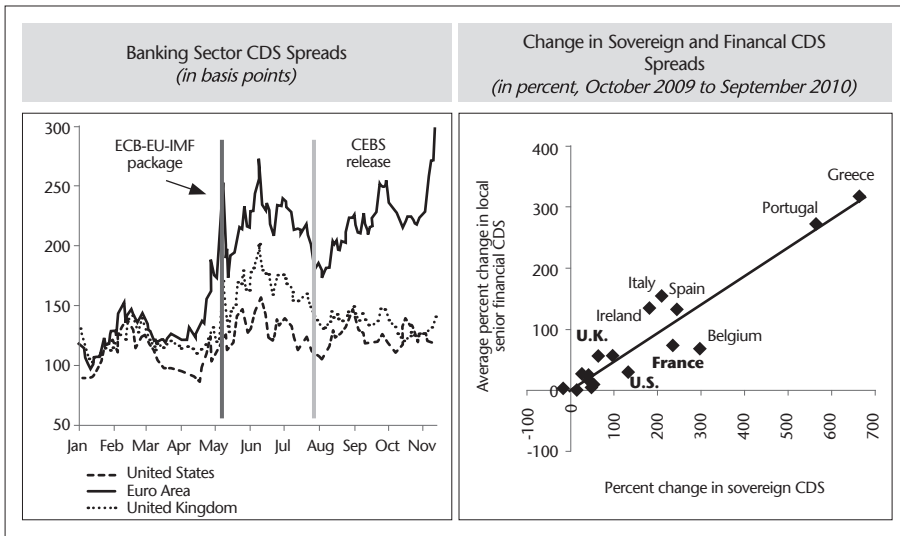
유로지역 국가들의 국가재정 조달위험이 발발하자, 시간이 좀 지체되기는 했지만 유럽 정부당국, EU의 기관들과 IMF가 강력히 협조하여 정책대응을 펼쳤다. 재정적자 축소를 위한 조치 등이 발표되자, 국가에 따라 크게 다르지만 국채시장의 상황이 상당히 개선되었다. 알다시피 어떤 나라들의 상황은 아직도 심각하다. 그 이유는 은행의 문제를 해결하는데 드는 비용이 증가하기도 하고, 부채의 지속가능성과 경쟁력에 의문이 계속되기 때문이기도 하다. 아일랜드가 최근의 사례이다.

국가재정건전성에 대한 우려와 지속되는 은행에 대한 우려가 결합하여 금융기관 부도방지비용이 높아지는 상황을 가져오고 있다. 이러한 우려는 국가위험으로 파급되어 채원조달의 어려움을 겪고 있는

유로지역에서 더 뚜렷한데, 이는 미국과 영국 간 국가 부도위험스와프 자산금리의 격차가 벌어지는 것으로 증명된다.

〈그림 3〉에서 오른쪽 패널은 은행의 부도위험스와프 스프레드와 국가부도위험스와프 스프레드 간의 상관적 움직임의 정도를 보여주고 있는데, 어떤 유럽국가들의 경우 특히 높게 나타난다. 이는 은행이 보유하는 국가부채의 수준이 높으며, 또 국가위험과 금융부문위험 간에 지속되는 부정적 환류고리가 위험을 증가시키고 있음을 반영한다.

〈그림 3〉 Legacy Problems and Sovereign Strains



지속되는 은행체제의 자금조달위험

은행자금을 조달하는데 있어서 어려운 점은, 특히 유럽의 경우

대규모 단기차입이 이루어져야 한다는 것이며, 국가에 대한 대출과 기타 과거의 부실자산으로 금융기관의 대차대조표에 대한 신뢰가 결여되어 있다는 것이다. 자금만기연장은 진전을 보이지 못하고 있다. 그 결과, 총은행부채잔액의 약 35%에 해당하는 4조 달러의 부채를 향후 24개월 이내에 차환하여야 한다. 이것 역시 앞으로 엄청난 과제가 놓여있음을 보여준다.

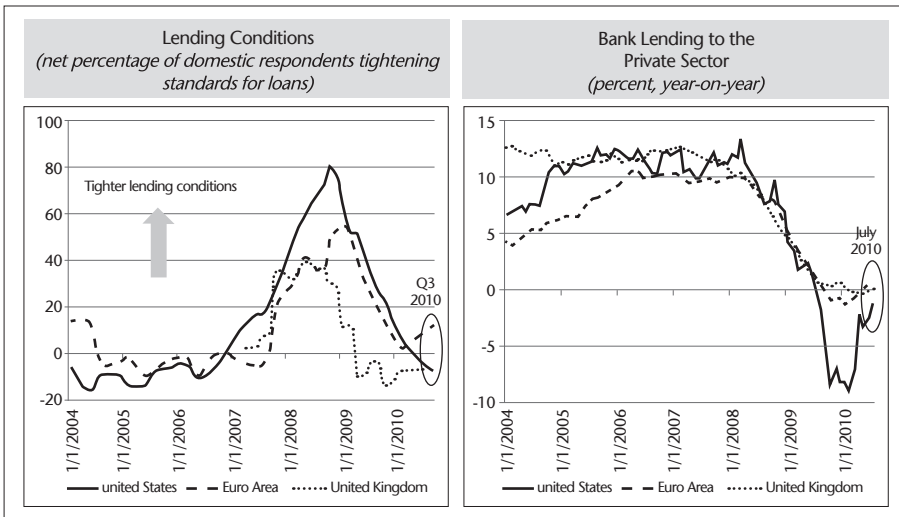
IMF가 추산한 2007~2010년 금융위기와 관련한 대손상각과 충당금 설정액은 지난 번 금융안정보고서의 2.3조 달러에서 최근 2.2조 달러로 줄어들었다. 은행들은 상각을 재무재표에 반영하여 왔는데 3/4 이상이 이미 반영되었으며, 이로써 약 5,500억 달러를 남겨놓고 있다. 은행의 자본적 토대도 강화되었다. 세계적 은행체제의 평균 기본자본비율(tier one capital ratios)은 2009년 말 10%를 넘어섰다. 물론 대부분의 자본확충이 정부의 출자 때문이라는 점은 잊어서는 안 된다. 불안한 소식은 취약한 은행들이 특히 유럽에서 상존하고 있다는 것이다.

91개 유럽은행들을 대상으로 대규모 스트레스 테스트(극한조건실험)를 시행한 결과, 자본증가가 필요한 은행은 극소수인 것으로 나타났다. 단순히 산술적 연습을 해보면, 만약 기본자본비율을 신(新)바젤자본 기준에서 제시하는 8%로 올릴 경우 자본요구에 미달하는 은행은 전체 91개의 은행 중 7개에서 31개로 갑자기 늘어난다. 이는 놀랍게도 스트레스 테스트 대상이 되었던 모든 은행의 1차 자산의 12%, 위험가중 자산의 약 15%에 달하는 수치이다.

〈그림 4〉에서 보는 바와 같이, 은행의 자금조달 압박은 부채 축소 과정을 가속화하고, 시작단계에 있는 신용완화를 통한 경기회복을

위협할 수 있다. 지금까지 국가재정위험은 1차적으로 금융부문에 전이되었었지만 이제는 경제회복을 위협할 수 있는 부정적 환류고리의 위험이 확실히 높아졌다.

〈그림 4〉 Credit Recovery at Risk



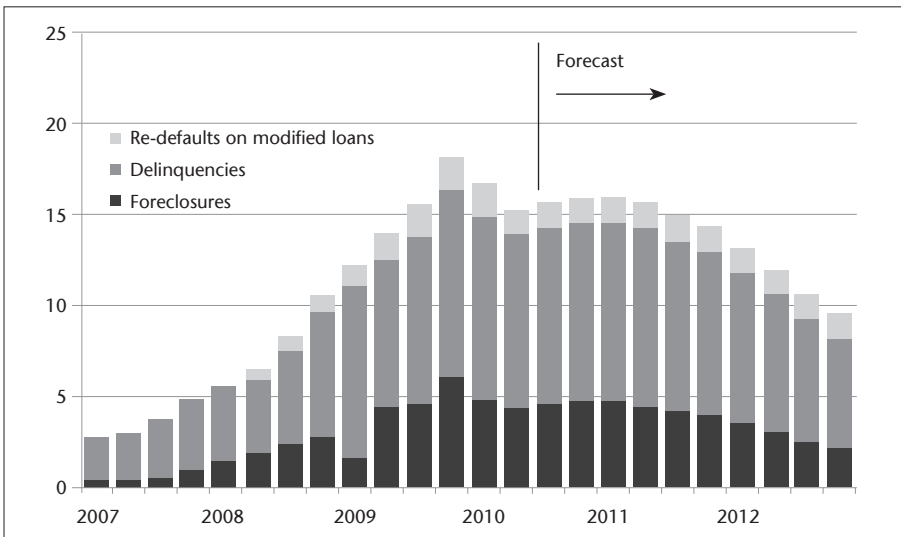
압력은 늘 국경을 넘나들며 작용해왔는데, 특히 중동부 유럽지역에서는 그러했다. 라틴아메리카나 아시아는 무역경로를 통하여 영향을 받았지만 중동부 유럽의 신흥시장국가들은 직접적인 금융충격을 경험하였다. 중동부 유럽국가들은 유럽의 모은행들이 이 지역에 대한 대출을 떨어냄에 따라 지속되는 은행 간 국제적 자금유출을 목격해야 했으며, 최대규모의 국제적 자금유출을 겪은 나라들에서는 신용증가가 위축되거나 낮은 상태에 머물러 있어야 했다.

추가적인 위험요인

아직도 치료를 요하는 또 다른 문제가 있는데, 미국의 부동산 부문은 여전히 취약하다. 미국에서는 실질성장면에서 긍정적 신호가 있고 소비자 심리도 좋아지고 있지만, 주택부문의 회복이 없이는 강한 성장기조로의 항구적 복귀가 가능하지 않을 것 같다. <그림 5>에서 보는 것처럼, 대출 조건의 변경과 최근 집값의 안정도 압류사태를 늦추는데는 별 효과가 없었으며, 장래의 엄청난 잠재적인 주택매물 재고를 만들어내고 있다. 만약 미국의 부동산시장이 더블 딥에 빠진다면 미국경제뿐 아니라 파급효과를 통하여 다른 나라들의 경제회복에 항구적인 악영향을 미치게 될 가능성이 있다. 그런 부정적 부동산시장 시나리오 하에서는, 40개 미국 금융지주사들 중 15개사가 6%의 1차 자본요구비율을 맞추기

〈그림 5〉 High Shadow Inventory of Foreclosed Homes

(in percent)



위하여 약 570억 달러의 추가자본이 필요하게 될 것이다. Fannie Mae나 Freddie Mac 같은 준정부기관들이 아니었더라면 미국은행들의 자본확충수요는 훨씬 더 커져야 했을 것이다.

일본의 경우 국채시장은 비교적 작은 스트레스의 위협에도 은행 부문을 통하여 전염될 수 있는 몇 가지 특징이 있다. 비교적 짧은 만기의 부채구조, 높은 자금조달수요, 국내은행에 의해 주도되는 구매자기반 등이 그것이며, 중기 국가재정의 문제가 단기적 자금조달문제로 급격하게 변화될 수 있다.

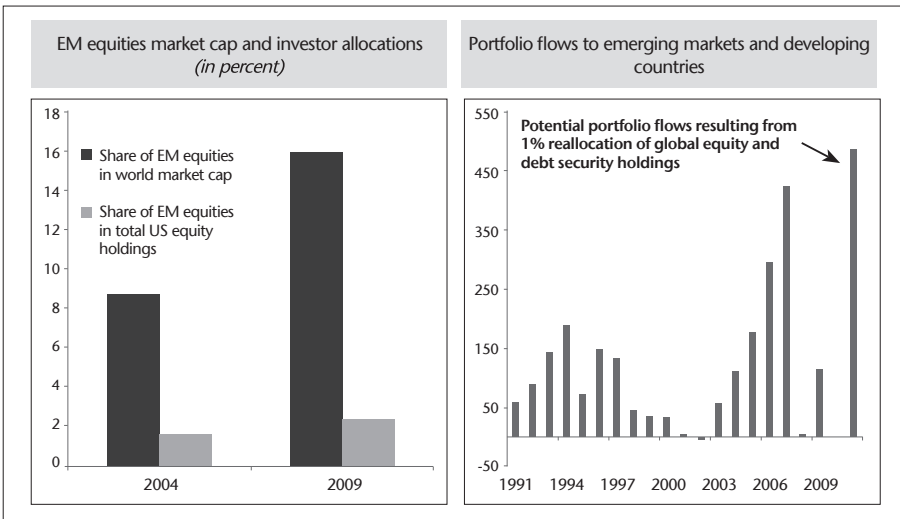
신흥시장에 미치는 영향

기초체력이 튼튼한 신흥시장국가들은 대규모 자본유입을 어떻게 관리해야 하느냐 하는 도전에 직면하고 있다. 신흥시장국가들에게 새로운 상황은 아니지만, 최근 IMF가 몇 가지 가정에 따라 계산한 분석 결과를 보여드리겠다.

장기연금기금과 세계적인 생명보험사 등 소위 기관투자자들의 총자산운용규모를 살펴보면, 범 세계적으로 운용하는 규모는 50조 달러에 달한다. 만약 이들 자산이 극히 일부라도 이전되면 어떤 효과가 나타날까? 우리는 G4 투자자들이 보유하고 있는 주식과 채권의 1%를 재배치한다고 가정했다. 그 결과는 〈그림 6〉에서 보는 바와 같이, 신흥시장으로 4,850억 달러의 추가적인 증권투자용 자금유입이 일어나게 된다. 이는 최고의 수준을 기록한 2007년 총규모를 능가하는 것이다. 이러한 상황은 국내시장규모에 비해 엄청난 자금유입을 받아들일

경우, 거시경제나 금융시장을 안정시키는 데는 훨씬 더 어려운 도전에 직면하게 될 것임을 보여준다.

〈그림 6〉 Portfolio Inflows to Emerging Markets



자산배분과 관련된 구조적 재배치에 추가하여 선진경제의 저금리와 양적완화조치를 통한 엄청난 유동성도 신흥시장국으로의 자금유입을 촉진하는 중요한 요인으로 작용한다. 선진국시장과 신흥시장의 정책 금리 차이는 최근 더 벌어졌으며, 금리선물동향만을 감안할 때 더 확대될 것으로 전망된다. 투자자금의 유입흐수는 주로 국내 채권시장을 겨냥하고 있다. 소매 및 신흥시장 채권시장투자용 자금유입은 지난 8월까지 과거 어느 해보다 몇 배 증가하였다. 이러한 상황은 당연히 증권투자용 자본흐름과 위축된 국내시장가격의 변동성을 높이게 된다.

신흥시장 채권으로 유입되는 자금의 충격은 채권수익률에도 극적인

영향을 미치고 있다. 최근 유로지역에서의 소용돌이로 그 곳 채권 수익률이 약간 높아졌음에도 불구하고 신흥시장의 채권수익률은 급격한 하락 추세를 나타내고 있다. 신흥시장의 정책금리가 올라가도 장기채권수익률은 하락하는 Greenspan 식의 수수께끼를 경험할 것이라는 얘기가 있다.

물론 그러한 자금유입의 홍수에 대처하기 위하여 어떤 정책수단을 동원할 것인가의 질문이 제기된다. 첫 번째 대응은 물론 거시경제 정책이며, 반드시 경제가 잘 돌아갈 때만 적용하라는 말은 아니지만, 특히 경제가 호황기에 있거나 과열의 위험이 있을 경우에 해당된다. 거시경제정책에는 환율이 아직 저평가 됐을 경우 환율절상을 허용한다든지, 외환보유고를 증가시킬 필요가 있을 경우 외환시장에 개입한다든지, 재정정책의 강화, 또는 인플레이 우려가 없을 경우 통화정책을 완화하는 등이 있다. 거시경제와 금융안정의 연계성을 감안할 때, 거시건전성 정책수단을 동원하여 금융규제와 감독을 강화하는 것도 권고할 만하다. 어떤 상황하에서는 자본유출입 통제도 사용될 수 있겠지만, 항상 기대효과와 다자적 파급, 예를 들면 경쟁적 자본통제가 유익한 국제금융통합을 저해한다든지 하는 문제를 충분히 고려해야 한다. IMF는 앞으로도 자본통제와 이에 관련된 이슈들을 새로운 시각에서 검토하고 생각을 정리해 나갈 것이다. 지난 2010년 2월 이미 IMF에서는 흥미로운 입장의 보고서가 나와 있는데, 자본통제를 도입할 것인지를 결정하는 단계에서 고려해야 할 이슈들을 짚 살피보고 있다.

결론 및 정책전망

현재의 정책과제는 선진시장과 신흥시장 간에 분명히 상당한 차이가 있다. 선진경제들은 분명히 아직도 대차대조표 개선모드 하에 있으며, 금융체제와 국가재정수지 측면에서 할 일이 많다. 그 결과, 선진국의 성장전망은 약세이고 이자율은 낮다. 신흥시장국은 이와 반대로 신흥시장국으로의 구조적 투자자금 재배치 때문에 일어나는 증권투자자금의 유입에 대처하고 있는 중이다. 그러나 만약 이러한 구조적 재배치가 앞으로 보다 일반적인 추세가 된다고 하더라도 나는 우려하지 않는다. 왜냐하면 자금이 유입되는 경제가 국제적 투자자들에 의해 건설한 경제전망을 가진 것으로 평가를 받거나 구조적 자산재배치를 불러올 만큼 튼튼하다면, 이것은 바람직한 현상이기 때문이다. 그러나 선진국의 저금리와 이에 따른 수익률 사냥과 같은 경기순환적 요인에 따른 경우가 있으며, 이러한 유입은 변덕스러워서 조류가 반대로 바뀌면 쉽게 빠져나갈 수 있다.

그렇다면 정책우선순위는 어떻게 될까? 물론 정책들은, 신뢰를 회복하기 위한 개혁은 물론 어려운 구조조정을 수행해야 하며, 금융체제의 체력을 보강하는데 기초에 두어야 한다. IMF는 이러한 정책요구를 다섯 가지 측면에서 요약 제시하고 있다.

- (1) 국가재정수지가 강화되어야 한다. 재정건전화의 과정이 시작되었는데, 많은 국가에서 중기 재정건전화 계획이 신뢰를 받을 수 있도록 세부적 사항들이 분명하게 구체적으로 제시될 것이 요망된다. 물론 그러한 계획은 각국의 특수사정을 감안하여야 하며, 필요한 경우 성장촉진적 구조개혁이 수반 되어야 한다.

우발채무는 중기적으로 감소 되도록 잘 관리되어야 하며, 중요한 공공 또는 민간금융기관이 암묵적인 세금지원을 받지 않도록 유의해야 한다.

- (2) 정책 담당자들은 은행시스템이 과거부터 안고 있는 문제를 잘 치유하고, 완충자본을 강화해야 한다. 세계금융안정보고서의 핵심 메시지는 여러 유럽은행들이 새로운 자금조달 어려움을 해소하고, 하방위험에 대처하기 위해 완충자본을 늘려야 한다는 것이다. 남아있는 금융기관들이 제대로 생존해 나갈 수 있도록 허약하고 생존가능성 없는 금융기관들은 완전히 정리되어야 하며, 과잉공급능력이 해소되도록 수익성이 없는 사업으로부터 철수 시켜야 한다.
- (3) 예외적 정책지원조치의 출구대책이 신중히 모색되어야 한다. 중앙은행이나 정부는 필요한 경우 재정지원을 계속할 수 있으며, 경제나 금융안정 측면에서 진척 상황에 맞게 출구전략을 마련해야 한다. 금융체제가 빨리 안정될 수 있도록 공공지원 조치들도 원상 조치될 수 있다.
- (4) 앞으로의 위기를 예방하기 위하여 추가적인 규정개혁, 그리고 조치에 대한 명확화가 요망된다. IMF는 은행자본의 건전화와 유동성 기준을 강화하는데 상당한 진전을 낳고 있는 바젤위원회 제안을 환영한다. 그러나 이 제안은 금융체제의 일부만을 대상으로 하기 때문에 좀 더 보완되어야 한다. 또 다른 위기의 씨앗을 뿌리지 않도록 광범위한 개혁의 토대가 마련되는 것이 중요하다. 이러한 측면에서 국제공공사회는 금융안정위원회(Financial Stability Board)와의 협조 하에 다음 몇 가지 사항에 대한 합의를 이루어내야 한다. 즉, 시스템적으로 중요한 대형금융기관(systemically important financial institutions)과 관련된 체제위험에

대한 대책수립, 감독의 강화, 국내 및 국제적으로 효과적인 부실은행 정리제도의 수립, 국제적으로 합의된 기준의 범 세계적 이행 확보 등이다. 강력하고 지속적인 경제성장을 지원할 수 있는, 진정으로 보다 안전한 금융시스템을 정착시키는 것이 필요하다.

- (5) 많은 신흥시장 정책담당자들의 과제는 상대적으로 안정적이고, 양호한 경제전망이 가져오는 효과를 다루는데 집중되어야 한다. 위기에 취약한 신흥시장국, 특히 서유럽위기에 악영향을 받고 있는 중동부 유럽국가들은 경제·금융 조정에 진력해야 한다. 아직까지는 아시아와 중남미의 신흥시장국들은 나쁜 영향을 받지 않았으며, 우량한 국가재정, 높은 성장전망, 선진국보다 높은 투자수익률 등의 요인으로 매력적인 자본투자처가 되어가고 있다. 그러나 대규모, 그리고 구조적으로 유입되는 증권투자자금과 관련된 위험을 관리하자면 정책수단에 스트레스를 가져오고 금융안정에 후유증을 일으키게 된다. 거시건전화 조치의 적절한 사용과 거시경제정책의 신축적 정책을 조합하여 운용하면 신용시장에 작용하는 압력을 줄여나갈 수 있다. 정책당국은 국내 자본시장을 지속적으로 육성해 나가고, 대규모 자본유입을 안전하고 효과적으로 중개하도록 국내 금융산업의 흡수능력을 제고시키는 방향으로 규정과 감독체제를 강화시켜 나가야 한다.

요약해보면, 세계는 계속해서 중대한 정책적 도전에 직면하고 있다. 앞으로의 경제전망은 개선될 것이라고 예측하고 있지만, 중요한 요소들의 수렴작용, 그리고 정부재정수지와 민간부문의 대차대조표의 상호작용을 둘러싼 하방위험이 분명히 존재한다. 이러한 문제들에

제대로 대처해 나가는 것은 쉽지 않으며, 전세계 정책담당자들 간의 더 많은 조정과 협력이 요구된다.



Session I

자본 유출입의 변동성 관리, 대출과 자산가격

자산버블의 진단
최도성

시스템 리스크를 줄이기 위한
거시건전성 감독수단
Masahiro Kawai



자산버블의 진단

최도성

한국은행 금융통화위원회 위원

자산버블에 대한 통화정책 수단이 별로 없기 때문에 나 같은 통화정책 담당자들에게 자산버블은 어려운 주제이다. 대응정책 수단이 있다고 하더라도 그 효과는 제한적일 것이다. 먼저 세 개의 잘 알려진 버블 사례, 즉 미국의 주택버블, 아일랜드의 버블 그리고 수십 년 전 일본의 자산버블을 되돌아보려 한다. 나는 세 경우 모두에 신용확대와 레버리지 증가, 자본유입 등에 의한 풍부한 유동성 공급 등의 공통요인이 있었으며 이들이 자산버블의 주요 요인이었음을 입증하고자 한다.

사례의 검토에 들어가기에 앞서 버블 관련 몇 가지 기본적인 배경 사항부터 살펴보겠다. 첫째로 버블은 붕괴되기 전까지는 버블이 아니라는 것이다. 높은 주가수준이나 주택가격에 대하여 불안을 느껴도 그것이 버블이라고 확신할 수는 없으며, 따라서 정책적으로 대응하는 것은 쉽지 않다. 둘째로 버블의 이력성(hysteresis) 때문에 버블이 확대되는 것을 방지하는 것도 매우 어렵다. 그래서 버블은 스스로 붕괴될 때까지 제 갈 길을 달리는 것이다. 비록 버블을 제때에 탐지한다고 하더라도 중단시키기는 쉽지 않다. 셋째로 신용증가로 인한

버블은 붕괴될 때 대차대조표 위축과 부채 축소를 동반하기 때문에 더 악성적이다. 우리는 세계금융위기의 여파로 이런 현상을 경험한 바 있다.

미국의 주택버블이 세계 금융위기를 촉발시켰으며 이에 대해서는 누구나 다 잘 알고 있을 것이므로 간단히 언급하겠다. 미국의 서브프라임 모기지 위기는 풍부한 유동성 공급 및 신용팽창에 주로 기인하여 발생하였다. 미국 연방준비제도이사회는 너무 낮은 이자율을 너무 오랫동안 유지하였으며 흑자는 연준이 정책금리 인상을 시작하는데 너무 오래 뜸을 들였다고 비난하기도 한다. 통화량의 증가가, 특히 M3는 신용증가의 유용한 척도인데 매우 빠르게 늘어난 것이 흥미롭다. 신용증가율 자체는 Bear Stearns가 파산한 2008년 초까지 꾸준히 높아져 왔다. 신용증가의 일부는 신흥시장으로부터의 자본유입 때문이었다. 여러 신흥시장국, 주로 아시아 신흥시장국 중앙은행의 풍부한 외환보유고 중 상당한 부분이 안전자산을 매입하는데 사용되었다. 물론 가장 안전한 자산은 미국 국채이다. 미국에 투자된 자금의 일부는 사모투자의 형태로 신흥시장국으로 다시 환류되어 결과적으로 신흥시장의 국내 유동성을 증가시켰다. 미국의 느슨한 통화정책은 대규모 자본유입과 주택저당증권(MBSs)이나 부채담보부증권(CDOs) 등 금융기법의 발전과 결합하여 미국 가계가 더 많이 차입할 수 있도록 조장하였다.

미국의 가계부채는 2004년부터 서브프라임 모기지 사태가 터진 2008년까지 지속적으로 증가하였다. 가계부채, 특히 모기지 부채가 가처분소득의 증가속도보다 더 빠르게 늘어났다. 지금은 우리 모두가 알게 되었지만 새도우 बैं킹이 유동성을 창출하고 신용팽창을 일으

키는데 주요 역할을 하였으며 신용팽창은 마침내 주택가격을 감당할 수 없는 수준으로 끌어올렸다.

나는 지난 8월 아일랜드 위기 발발 직전에 아일랜드 중앙은행의 Patrick Honohan 총재와 재미있는 대화를 나누었다. Patrick Honohan 총재에 의하면 흔히 켈틱 호랑이(Celtic tiger)라고 불리는 아일랜드의 경제성장은 2001년과 2002년까지는 매우 건실했다. 수출과 지식기반 산업을 중심으로 성장이 이루어졌다. 아일랜드 주택버블의 비극은 GDP가 10% 수준으로 성장모멘텀이 여전히 견고한 상황에서 시작되었다. 아일랜드의 지속적 성장은 외국으로부터 고급 숙련노동의 유입을 초래하였다. 노동유입과 더 나은 생활수준에 대한 열망은 더 많고 더 좋은 주택에 대한 수요를 가속하였으며 이것이 주택 붐을 일으켰다. 처음에는 주택소유자에 대한 대출이 증가하고, 이어서 국내외 상업은행들의 부동산 개발업자들에 대한 치열한 대출경쟁이 시작되었다. 많은 주택소유자들은 자신들의 주거용 주택뿐만 아니라 값이 더 오르기 전에 자녀들의 주택도 구입하기를 원했다. 이것은 전형적인 주택버블의 증상이다.

주택버블의 배경에는 아일랜드가 유로 회원국이 된 이후 느슨해진 통화정책체제가 있었다. 대출금리가 낮은 가운데 2002년부터 2008년까지 부채가 매우 빠르게 증가하였다. 자본유입, 특히 부동산 개발 대출을 위한 은행간 차입 증가로 장기금리가 낮아졌고 이로 인해 아일랜드의 부동산관련 대출이 크게 늘어났다. 이런 류의 주택버블은 영원히 지속될 수 없다. 붐의 종말은 2008년에 왔고 전국적으로 120만 가구인 나라에 30만 채 이상의 빈집이 생겼다. 은행은 부실자산으로 파국을 맞았으며 정부의 구제가 요청되었다. 이것이 뒤이어 아일랜드

정부재정을 고갈시키고 황폐화시켰으며 아일랜드는 국제사회의 구제 없이는 스스로 버틸 수 없는 지경에 이르렀다.

1990년과 1991년 일본도 버블이 붕괴되기 이전 몇 년 동안 가계 부채는 대략 75%나 증가하였다. 같은 기간 중 가처분소득은 겨우 25% 증가하였다. 이처럼 버블이 붕괴되기 직전 가계부채의 증가속도는 엄청나게 빨랐다. 이번에도 버블의 배후에는 느슨한 통화정책, 즉 낮은 금리와 대규모 가계부채의 누적이 있었다.

이상의 세 경우 모두 급격한 신용팽창에 의한 버블이었다. 버블이 붕괴되면서 경제가 크게 위축되고 체제상의 실패가 뒤따랐다. Reinhart와 Rogoff는 그들의 저서 “이번만은 다르다(This Time is Different)”에서 위기가 발생하고 나면 모두가 이번만은 다르다고 말한다고 지적하고 있다. 저자들의 결론대로 이번에도 다르지는 않았다. 위기의 근본원인을 고찰해 볼 때 모든 위기가 과거의 것과 비슷하다. 분명히 공통된 요인들이 있다.

공통된 요인들 중에서도 다음 두 가지 뚜렷한 요인이 빠지지 않는다. 첫 번째 요인은 느슨한 통화정책하에서 신용이 확대되고 부채가 증가하는 것이다. 특히 가계부채의 증가가 주요 요인으로 작용한다. 또 다른 하나는 풍부한 유동성의 존재다. 이는 때로는 과도한 해외 자본유입에 기인하기도 한다. 아일랜드에서는 해외에서 엄청난 자금이 은행간 차입을 통하여 유입되었다. 미국의 경우에는 경상수지는 적자였지만 자본수지 흑자, 특히 신흥시장국에 대한 흑자로 균형을 이루어왔다. 글로벌 불균형의 존재는 국가간 자본이동을 지속적으로 가속화시킬 것이며 정책담당자들은 이로 인해 어려운 상황에 직면할 것이다. 앞서

지적인 대로 정책대안이 별로 없다.

금년 초 미국경제학회에서 Bernanke 의장은 통화긴축이 버블의 형성을 방지하거나 확대되는 것을 막는데 별로 효과적이지 못하다고 언급한 바 있다. 이른바 바람에 거슬러가는 통화정책은 효과가 없는 것으로 이야기되고 있다. Greenspan 전 의장도 이 말에 동조했다. 담보조건 강화, 부채규제 강화, 경기대응적 부실채권 충당금 설정, 자본요건 강화 등 규제적 측면의 요법이 버블을 연착륙시키는데 보다 적합하고 효과를 발휘할 것이라고 주장한다. 반면 어떤 사람들은 신용버블이 붕괴되었을 때 수반되는 엄청난 비용을 생각할 때 중앙은행이 버블형성을 막기 위해서나 혹은 버블이 붕괴된다고 하더라도 경제가 연착륙 될 수 있도록 보다 선제적으로 행동할 필요가 있다고 주장한다.

두 가지의 대응방법론에 대해 약간 살펴보겠다. 첫 번째 대안은 우리가 할 수 있는 일이 별로 없다는 것이다. 규제적 처방이 자산버블에 대응하는데 더 나은 선택이라는 것이다. 두 번째 대안은 금리인상의 면에서 보다 선제적으로 대응하는 것이다. 비록 인플레이 갭이나 산출 갭이 아직 마이너스인 경우에도 말이다. 신용이 지나치게 확대되면 정책금리를 올리는 대응이 필요할 것이다. 유럽중앙은행의 두 기둥체제(two-pillar system)는 어떤 의미에서는 이런 입장을 수용하고 있다. 실물경제 기둥은 물가안정을 추구하며 통화기둥은 금융안정을 다룬다. 나는 한국은행에서 금리결정에 참여할 때 인플레이 갭과 산출 갭뿐만 아니라 신용 갭도 함께 검토한다. 그리고 나서 정책금리가 조정될 필요가 있는지를 알아보기 위해 서로 다른 가중치를 주어본다. 내가 개인적으로 사용하는 방법이다. 나는 자주 가중치를 바꾸어 보곤

한다. 하지만 정책결정에 있어서 신용 갭은 중요하게 검토되어야 할 사항이라고 확신한다.

내가 제시한 사례들로부터 특히 우리나라가 배워야 할 교훈들이 있다. 여기서 우리나라의 주택버블이나 가계부채 상황 등에 대하여 명시적인 언급은 하지 않겠다. 그럼에도 불구하고 낮은 금리가 지속되고 신용이 확대되는 가운데 가계부채가 증가하고 있어 앞서 이야기한 여러 경험들과 비교하여 볼 때 자산버블의 모든 전형적인 증상이 내재하고 있는 것으로 보인다. 이와 같은 점을 늘 염두에 두어야 할 것으로 생각된다.

시스템 리스크를 줄이기 위한 거시건전성 감독수단

Masahiro Kawai

아시아개발은행 연구원(ADB) 원장

머리말

거시건전성 정책은 금융쇼크나 거품의 형성과 붕괴 사이클에 따른 비용을 최소화함으로써 금융시스템 전체의 리스크 관리를 목표로 한다. 이 정책은 1997~1998년 아시아 금융위기나 2008~2009년 세계 금융위기를 유발한 병폐를 다스릴 수 있는 능력을 가지고 있다. 우리는 몇 가지 정책실수들이 복합적으로 세계금융위기를 가져왔음을 알고 있으며, 그러한 정책실패들은 (i) 유동성의 과잉팽창을 가져온 통화정책 (ii) 금융감독과 규제 (iii) 국제금융질서를 포함한다. 기존 정책의 틀이, 특히 미국에서 금융의 취약성과 시스템 리스크가 축적되는 것을 억제하지 못하였다.

과도한 통화팽창 정책이 신용의 급격한 증가를 가져왔으며, 특히 미국 주택시장의 경우가 그러했다. 금융규제나 감독도 몇 가지 현저한 결함을 가지고 있었는데, 금융규제의 틀 밖에 존재하는 새도우뱅크 시스템, 대마불사(too big to fail)이거나 퇴출시키기에는 너무 복잡하게

연계된(too-interconnected-to-fail) 금융기관들에 대한 정책의 한계, 불충분한 자본적합성 및 유동성 기준, 파생상품에 대한 투명성 결여, 경기변동 확대성에 대한 주의의 결여 등을 들 수 있다. 국제금융질서의 취약성으로 국제금융기구들이 전세계적 시스템 리스크가 생성되는 것을 찾아내는 능력의 한계를 보였으며, 위기의 예방, 관리, 해결을 위한 공동대응을 만들어 내는 데 실패하였다. 거시건전성 정책은 상기 두 번째 실패를 시정하며, 경제에 내재하는 시스템적 금융리스크를 줄이려고 시도한다.

거시건전성 정책의 중요성

시스템적 금융리스크란 금융시스템의 부분적 또는 전체적 손상에 의해 금융서비스가 마비될 수 있는 위험을 말하는데, 실물경제에 심각하게 부정적 결과를 초래할 가능성이 있다. 이러한 리스크가 금융정책 담당자의 주요한 관심사이다. 거시건전성 정책은 개별 금융회사의 건전성을 평가하는데 그치지 않고 금융시스템 전체에 적합한 정책대응수단을 개발함으로써 시스템 리스크의 억제를 추구한다. 우리는 미시건전성 정책, 상향식 접근방법에 한계가 있음을 알고 있으며, 비록 개별 금융회사가 건강하다고 할 수 있을 경우에도 시스템적(또는 경제 전반의) 금융 취약성은 축적될 가능성이 있다. 거시건전성 정책은 하향식 접근방법으로써 미시건전성 정책을 보완하고, 후자의 결함을 고칠 수 있다.

거시건전성 정책은 아시아의 상황에서 중요하다. 비록 대한민국(이하 한국이라 칭함)이 2008년 가을에 약간의 금융적 소용돌이와 소형

외환위기를 겪었지만 건실한 국제수지, 유독성 자산을 적게 보유한 점, 외화보유고 대비 낮은 대외채무, 낮은 인플레이와 건전한 재정상황 등의 덕택에 아시아 금융시스템은 세계금융위기의 발발에도 대체적으로 상당한 회복력을 보여 주었다. 이는 아시아 금융위기에서 교훈을 받은 바가 있기 때문이기도 하다. 그러나 이러한 회복력은 당연히 주어지는 것으로 생각해서는 안 된다. 지난 10년간 목격한 바와 같이, 경기변동 확대성의 문제, 자본 유출입에 대한 취약성, 신용팽창과 부동산 붐은 지속적으로 나타나기 때문이다. 더욱이 아시아에는 부동산 금융회사, 모기지 금융회사, 증권회사와 보험회사, 소비자 신용회사 등 많은 비은행 금융회사들이 존재한다. 아시아 경제들은 아시아에 진출한 시스템적으로 중요한 다국적 금융회사들의 영업활동에 노출되어 있으며, 금융시스템이 날이 갈수록 복잡하고 정교해지고 있는 듯 하다. 따라서 아시아의 정책담당자들은 만약에 생길 문제들에 대처하기 위하여 거시건전성 정책을 강화시켜야 한다.

나는 거시건전성 정책을 효과적으로 집행하기 위해서는 강력한 시스템안정 감독자의 설립이 필요하다고 주장한다. 아시아에서는 그러한 시스템안정 감독자가 출현할 기미가 보이는데, 이러한 움직임은 더 촉진되어야 한다.

거시건전성 정책을 담당하는 시스템안정 감독자

시스템안정 감독자의 기본적인 임무는 금융쇼크를 줄이고, 호황과 거품붕괴의 사이클을 예방하는 일이다. 시스템안정 감독자는 이 목적을 달성하기 위한 명확한 목표와 임무를 가져야 한다. 그 기관은

거시경제적 금융감시활동을 수행해야 하며(금융시스템 전체와 실물경제와의 상호작용에 대한 점검을 통하여), 시스템 리스크의 축적 가능성을 찾아내고, 위험관리 관행상 미비점을 평가하고, 금융회사 간 또는 금융회사와 금융시장 간 과급효과를 분석하고, 규제 갭의 가능성을 찾아내고, 시스템 리스크를 차단해야 한다. 그러한 시스템안정 감독자는 위험을 점검하고 경고를 발동하는 단순한 분석기관에 그쳐서는 안되며, 시스템적 리스크가 금융위기로 번지는 것을 예방하기 위하여 행동해야 한다. 그런 목적을 달성하기 위해서 시스템안정 감독자는 예산과 인력면에서 충분한 규제자원을 갖추어야 하며, 폭넓은 권한과 집행수단을 가져야만 한다. 인적자원은 금융감독의 이슈, 주요 금융기관의 운영, 법률적 그리고 입법적 이슈, 거시경제와 금융의 연관관계에 정통한 다방면의 전문가들을 망라하여야 한다.

시스템안정 감독자는 정치적 과정에서 독립되어야 이상적일 것이다. 그러나 여러 국가들, 특히 최근 미국과 영국에서 보여주고 있는 경험에서 보면, 정치적 독립성을 달성하기는 어려워 보인다. 시스템안정 감독자가 효율적이고 신뢰를 받기 위해서는, 특히 금융시스템이나 금융과 실물경제 간의 상호작용을 객관적으로 평가할 수 있는 능력을 포함한 실무적 차원에서 운영상의 독립성은 최소한 보장되는 것이 바람직하다. 또한 높은 투명성이 요구 된다.

시스템안정 감독자의 조직화

시스템안정 감독자를 조직화하는데 있어서 여러 가지 방안이 있다. 첫째는 단일기관 접근방법이다. 가장 훌륭한 사례는 싱가포르에서 볼

수 있는데, 재무부가 재정기능에 초점을 맞추면서 동시에 중앙은행의 기능, 감독책임 그리고 거시건전성 임무를 감독한다. 필요한 모든 것을 가지고 있다. 신흥시장경제에서도 중앙은행은 정부로부터 점점 더 독립되어 가고 있으며, 최소한 운영상 독립이 진행되고 있다. 싱가포르 중앙은행은 싱가포르의 통화당국으로서 운영상으로는 독립적이다. 두 번째 접근방법은 중앙은행 주도 모델인데, 그 나라의 중앙은행이 금융안정과 거시건전성 관리의 책임을 담당한다. 미국이나 영국이 현재 지향하는 모델과 같은 것이다. 세 번째 접근방법은 감독자 주도 모델인데, 통합된 금융감독기관이 거시건전성뿐 아니라 거시건전성, 감독과 규제를 관장하며, 반면에 중앙은행은 그런 권한이 없다. 일본이 이 모델의 사례이다. 네 번째 접근방법은 합의제 모델인데, 여러 기관들이 거시건전성 관리의 책임을 분담한다. 내가 잘못 이해하지 않았다면, 한국은 이 모델에 가까우며, 중앙은행과 감독기관이 거시건전성 책임을 분담한다. 합의제 접근방법에서는 재무부, 중앙은행, 규제기관, 그리고 감독기관 모두가 하나의 기관처럼 협력하고 있다.

내 생각으로는 제2 또는 제3의 접근방법에서도 합의제형 접근방법이 요구된다고 보는데, 중앙은행이나 감독기관도 단독으로는 시스템 리스크에 효과적으로 대처할 수 없기 때문이다. 정보교환이나 합동정책을 포함한 여러 가지 형태의 협조가 필요하다. 미국에서는 시스템 리스크를 찾아내고, 상이한 기관간 협조를 증진하기 위하여 금융산업감시위원회(Financial Services Oversight Council)가 설립, 운영되어 왔다. 어떤 조직형태를 선택하든, 중앙은행의 역할은 상당히 중요하다. 내 의견으로는 거시경제적 금융감시를 수행하는데 있어서 중앙은행이 가장 적합하다. 중앙은행은 이 분야에 분명히 비교우위가 있다. 그러나 중앙은행이 미국과 영국이 현재 지향하는 것처럼 물가

안정과 금융안정 모두를 책임지게 될 경우 생길 수 있는 위험은 위기 관리와 부실금융기관 정리가 독립성과 상충될 수도 있다는 것이다. 아시아를 보면, 동남아 경제권의 많은 중앙은행들이 금융안정 기능을 가지고 있으며, 지금까지는 상황을 잘 관리해오고 있다.

거시건전성 관리가 중앙은행의 임무로 명시되어 있지 않은 경우에, 중앙은행이 금융안정의 달성을 위해 어떻게 할 것인가가 주요한 이슈이다. 낮은 인플레이 환경하에서 자산가격 거품이 나타나는 조짐이 있을 때, 중앙은행이 어떻게 해야 하는가? 내 의견으로는 비록 물가안정이 유일한 임무인 경우에도 중앙은행은 보다 신축적으로 행동해야 한다. 궁극적으로 경제 전체를 위하여 거시경제와 금융안정을 유지시키는 것은 물가안정의 목적과도 일치한다. 특히 거시건전성 정책이 자산가격 붐을 억제하는데 충분치 않을 경우, 통화정책도 자산가격 거품을 완화하는 것을 지원하는데 동원될 필요가 있다. 본질적으로 중앙은행은 금융불안정, 호황과 거품붕괴 사이클의 위험을 감소시킴으로써 안정적인 경제 및 금융여건을 유지할 것으로 기대되고 있다.

아시아에서의 거시건전성 정책 시행

아시아의 정책담당자들은 총량적 또는 시스템적 금융위험을 관리하기 위해 최근 몇몇 거시건전성 정책들을 실시해 오고 있다. 경기대항적 충당금 설정, 주택담보비율 상한제, 특정부문에서의 직접 대출제한, 감독의 강화, 유동성 기준 도입, 그리고 예금·대출 비율 강화 등이 바로 그것이다. 과거에는 정책담당자들이 이러한 조치들을 임시적 방편으로 사용해 오곤 했는데, 예를 들자면 일본은행은 신용 증가를

억제하기 위하여 창구지도나 행정조치를 구사하곤 했다. 이제는 그러한 조치들을 종합적이고 보다 잘 조직화된 방식으로 본격적으로 운용할 때가 되었다.

세계금융위기는 시스템적으로 중요한 대형금융기관이 망할 경우, 정리권한의 이슈가 전면에 부각된다는 교훈을 우리에게 가르쳐 주었다. 이 문제에 대한 국제적 공조가 없이는 대마불사나 너무 많이 연계된 금융회사의 문제에 대처할 수 없다. 더욱이 규제의 매개변수는 시스템적으로 중요한 비은행 금융기관에까지 연장될 필요가 있다. 아시아의 정책담당자들은 이러한 교훈을 내재화해서 거시건전성 감독과 규제를 강화할 것이 요망된다. 몇 가지 방안들이 제시되고 있는데, 은행간 거래제한, 시스템적 자본부과금 부과, 주택시장의 투명성 제고, 외국 금융회사 지사의 현지 법인화, 파생상품거래가 활발한 국가의 경우 중앙결제제도의 이용을 촉진한다든지 하는 것을 들 수 있다.

최근 몇 달 동안 자본유입을 통제하기 위한 다양한 조치들이 도입되고 있다. 인도네시아에서는 중앙은행 단기채권을 한 달 이상 보유하도록 요구하는 조치가 시도되었다. 대만에서는 외국 회사들의 정기에금 이용에 대해 충당금을 설정하도록 하였다. 태국에서는 칠레형 자본유입통제 조치가 시행되었는데, 대출, 채권, 뮤추얼 펀드, 스와프의 비거주자 바트화 계정에 대하여 30%의 무이자 준비금을 부과하였으며, 태국 정부는 이제 막 외국인 투자자들의 자본 이득과 채권이자 소득에 대하여 15%의 원천소득세를 도입하였다. 한국에서도 이와 유사한 조치가 취해진 것으로 알고 있다.

거시건전성 정책수단의 효과

거시건전성 정책의 효과는 실제로 어떻게 나타났을까? 정책 조치들이 효과적이었는지 여부를 입증하려 할 경우, 결정적 평가를 내리는 일이 쉽지는 않다. 거시건전성 조치가 취해질 경우, 대개 다른 정책조치들이 동시에 도입된다. 이것이 효과를 추정하는데 어려움을 가져다 주는 중요한 원인이다. 그러나 비록 증거가 제한적이긴 하지만, 이러한 조치들이 은행들의 행동에 영향을 미치고 금융시스템이 더 깊은 하강으로 빠지는 것을 방지하는데 도움이 되었다. 그러나 거시건전성 조치들이 금융·경제의 사이클을 완화하는데 있어서는 별로 기여를 하지 못했으며, 특히 호황기에 더욱 그렇다. 호황기에 엄격한 거시건전성 수단들이 붐의 세력을 꺾는데 늘 효과적인 것은 아니었다. 스페인이 동태적 충당금의 옹호자가 된 것은 자랑할 만하다. 금융당국은 일찍이 스페인이 유로에 가입한 직후, 거품 리스크를 인식하였으며, 스페인은행은 호황기 중에 은행들이 충당금을 더 쌓도록 밀어 부치는데 성공하였다. 대출증가가 완화되었고, 은행의 회복력이 강화되었다는 증거가 있다. 그러나 스페인도 결국 부동산의 호황과 거품붕괴의 사이클은 예방할 수는 없었다.

또 다른 연구들에 의하면, 주택담보비율(*loan to value ratios*) 한도제가 더 효과적임을 보여주고 있다. 일반적으로 이러한 조치들을 회피해가는 능력이 과소평가되어서는 안 된다. 자본유입규제의 측면에서 보면, 칠레와 몇몇 다른 중남미 국가들에서는 칠레형 접근방법이 성공적이었는데, 그것은 유입자본의 만기를 장기화할 수 있었고, 단기자본유입의 규모를 줄일 수 있었다. 그러나 동일한 조치가 태국에서는 성공을 거두지 못했으며, 따라서 효과에 대한

증거는 반반이다. 해외차입 한도제는 국내금리와 역외금리 간 차이의 확대를 가져왔다는 점에서 효과가 나타난 신호로 볼 수 있다. 아시아 경제에서 정책효과를 거양하기 위해서는, 변덕스러운 해외자금 유출입, 환율변동이 국내신용 사이클, 인플레이, 자산가격, 국제수지에 미치는 영향을 축소하기 위한 포괄적인 정책체계가 요망된다.

결론

효과적인 거시건전성 관리를 위해서는 강력한 시스템안정 감독자를 필요로 한다. 시스템안정 감독자는 명확한 임무와 목표를 가져야 하며, 효과적인 조직구조, 충분한 자원, 그리고 다양한 정책수단을 갖추어야 한다. 싱가포르와 달리 그 나라의 안정을 위한 규제기능이 중앙은행, 금융규제당국 그리고 재무부 등 상이한 기관으로 분산되어 있는 경우에는, 관계기관들이 면밀히 협조하고, 행동을 통일해야 한다.

시스템적으로 중요한 대형금융기관들에 대한 대책, 금융의 경기변동 확대성, 상호연계성과 관련된 리스크, 유동성 및 통화 리스크, 통화 정책 틀 등에 대한 규제적, 입법적 환경이 강화되어야 한다. 중요한 재량적 규제관리 정책으로는 신용확대, 부채비율, 자본유입에 대한 한도설정을 들 수 있다. 거시건전성 정책의 효과에 대한 증거는 제한적이고 반반이다. 건전성 정책은 대출 및 경제 붐을 완화시키는 측면에서보다는, 은행부문을 강화시키고 금융시스템이 수렁에 빠지는 것을 예방하는 측면에서 보다 성공적이었다고 보고되고 있다. 그러나 나는 이 분야에 보다 많은 경험적 연구가 필요하다고 본다. 거시건전성 정책과 통화정책을 조화시키는 것은 여전히 중요한 과제로 남아 있다.



Session II

세계금융개혁이 아시아 국가에 주는 함의

은행세: 위기관리수단?
신현송

금융의 경기변동 확대성에 대한 대처
Eli Remolona



은행세: 위기관리수단?

신 현 송

Princeton대 교수

바젤Ⅲ라고 알려진 은행의 새로운 자본 및 유동성체제에서 가장 중요한 항목은 새로 도입된 유동성 기준과 부채한도, 그리고 이와 더불어 강화된 7%의 완충적 보통자본인데, 이는 향후 2019년까지 점차적으로 도입될 예정이다.

그 중에서도 규제개혁의 거시건전성 목표에 가장 잘 부합할 것으로 기대되는 경기대항적 완충자본과 시스템적으로 중요한 대형금융기관에 대한 자본과징금이 가장 논란이 많으며, 아직도 종결을 짓지 못하고 있다.

지금까지 합의된 바젤Ⅲ는 거의가 금융시스템 전체의 회복력에 관심을 갖는 거시건전성보다는 미시건전성에 초점을 맞추고 있으며, 개별은행의 지불능력에 관심을 갖고 있다. 이는 바젤Ⅲ에서 사용되는 용어에서도 나타나는데, 은행자본의 손실흡수 능력의 확대가 반복하여 언급되고 있다. 그러나 다음의 두 가지 이유로, 손실흡수능력의 확대를 달성한다고 해서 그 자체로 금융시스템의 안정이 확보된다고는 결코 말할 수 없다.

- 손실흡수능력은 호황기에 발생하는 자산의 과도한 증가문제를 직접적으로 다루지는 않는다.
- 손실흡수능력에만 집중을 하다 보면, 은행 대차대조표의 부채측면과 단기 자금조달이나 단기 외화부채에 의존함으로써 생기는 취약성을 간과하게 된다.

앞으로 더 서술하겠지만, 은행간 상호연계성에서 오는 시스템 리스크는 과도한 자산증가의 필연적인 결과물이다. 거시건전성 정책체제가 효과적이기 위해서는 과도한 자산증가와 은행부채의 취약성을 다루어야 한다.

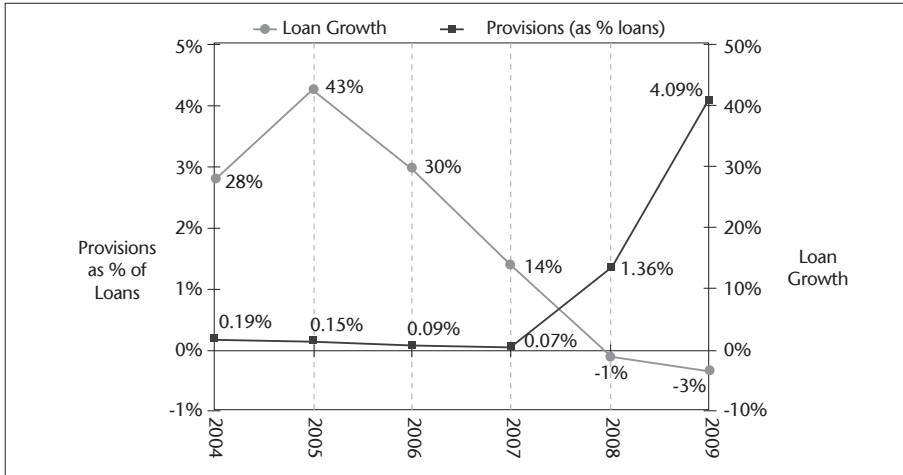
호황기의 자산증가

대출붐 시기에는 은행의 높은 이익률과 낮게 추정된 위험이 은행의 자본비율을 튼튼하게 만들어 주는 경향이 있다. 그러나 경험적으로 보면, 급속한 대출증가는 매번 대출의 질을 떨어뜨리는 대가를 지불해야 한다는 것이다. 아일랜드 경제가 어려운 가운데, Allied Irish Banks(AIB)의 사례는 화제거리가 되어있으며, 최근 세계금융의 위기상황 하에서 유사한 사례가 끊이지 않고 있다.

〈그림 1〉은 2004년부터 2009년까지 AIB의 대출증가와 대손충당금을 나타내준다. AIB의 대출금액은 2005년 43%, 2006년 30% 증가하다가 세계금융위기를 맞아 대출증가가 갑자기 중단되었다. 대출호황기 중에 충당금은 낮은 수준이었으며, 내내 낮아지고 있었다. 그러나 불황이 닥쳐오자 잠복되어 있던 대출의 취약성이 노출되었으며, 대손충당금은

총대출금액의 4% 이상으로 경중 뛰었다.

〈그림 1〉 Loan Growth and Provisions for AIB



AIB의 자본비율은 봄이 정점에 달했던 2006년에 가장 높았으며, 〈표 1〉에서 보는 것처럼 제때에 경보를 발동하지 못하였다. 이어서 터져버린 거품의 엄청난 위력은 자산의 증가 자체를 경시한 채, 자본비율에만 의존하는 감독철학에 의문을 불러왔다. 미래지향적인 충당금 같은 추가적인 조치가 있었더라면 그러한 붕괴를 막을 수 있었을까? 보다 큰 자본쿠션이 실물경제에 주는 충격을 완화했을 것은 의문의 여지가 없지만, 미래지향적 충당금제도를 이미 도입했었던 스페인의 경험으로 보면, 미래지향적 충당금도 충분치 않았음을 시사하고 있다.

〈표 1〉 Capital Ratios for AIB

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Tier 1 capital ratio (%)	7.9	7.2	8.2	7.5	7.4	7.2
Total capital ratio (%)	10.7	10.7	11.1	10.1	10.5	10.2

아일랜드나 스페인 양국의 경우, 유로존의 회원국으로서 국내유동성 증가를 통제할 수 있는 독립적인 통화정책수단이 없었다. 그러나 통화정책에 대한 주권의 상실은 유로존 국가에만 국한된 것이 아니라, 많은 나라들이 영향을 받고 있는 일반화된 주제이다. 자본시장을 개방한 신흥경제국들은 국가간 금리차이를 이용하기 위한 거래, 즉 캐리 트레이드(carry trade) 자금유입으로 통화정책면에서 제약을 받고 있다. 선진국의 저금리 때문에 국내금리의 인상은 더 많은 캐리 트레이드 자금유입을 유발하고, 국내금융조건이 완화됨으로써 좌절을 겪게 된다. 한국에서의 경험을 보면, 2010년 여름 한국은행이 정책금리인상을 시작했는데, 실제로 시장금리는 오히려 하락하였다.

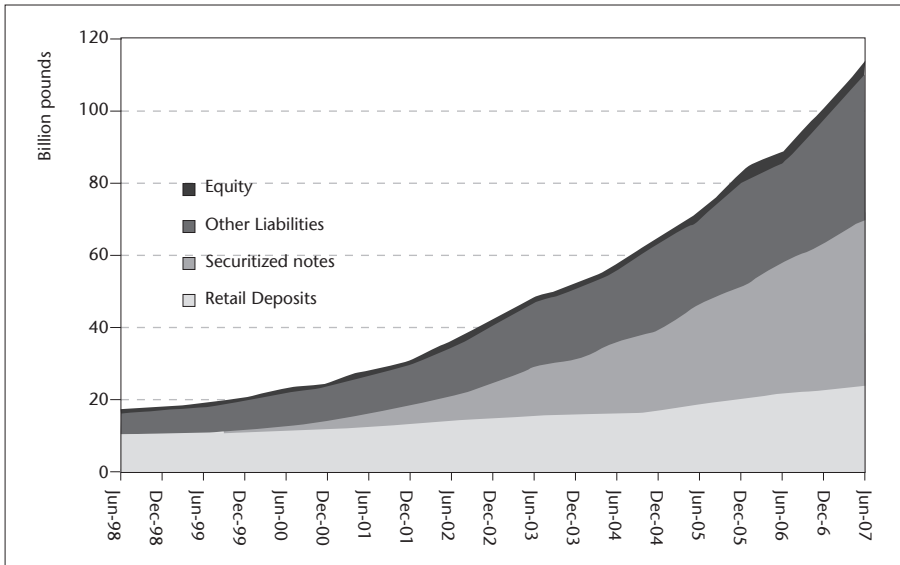
이완된 금융상황에 의해 자산이 과도하게 늘어나는 경우에, 취약성의 누적에 맞서 대응하는 다른 정책수단들이 필요하다. 주택 담보대출 비율이나 총부채상환비율(debt service to income)에 대한 한도설정과 같은 행정조치는 거시건전성 정책체제의 추가적인 중요한 구성요소가 될 수 있다. 총부채상환비율 규정은 대출증가를 임금수준과 연계시키는 앵커역할을 한다. 한국이나 다른 아시아 경제들의 경험에서 보면, 총부채상환비율 규정은 전통적인 은행감독수단들을 보완하는 유용한 수단이 될 수 있다.

비핵심부채(Non-Core Liabilities)의 추적

과도한 자산증가는 대차대조표 부채란에 반영되는데, 은행자금조달 구성의 변화로 나타난다. 은행의 핵심적인 자금원천은 가계 저축자들의 소매예금(retail deposit)이다. 소매예금도 가계부문의 전체적 부의 증가에 따라 증가하기 마련이다. 신용이 매우 빠르게 증가하는 대출붐 시기에는 늘어나는 은행대출재원을 소매예금만으로는 충분히 감당할 수 없다. 급증하는 은행대출에 필요한 자금조달을 위해 다른 자금원을 찾게 된다. 그래서 금융사이클의 진행상태가 은행부채의 구성에 반영되게 된다.

〈그림 2〉는 2007년에 도산으로 세계금융위기의 시작을 알렸던 영국 Northern Rock 은행의 부채구성을 보여주고 있다. 1998년부터 2007년까지 9년 동안 Northern Rock 은행의 대출은 6.5배 증가하였다. 대출 증가가 소매예금으로부터 조달한 자금을 훨씬 능가하였고, 자금의 부족은 증권화된 어음이나 다른 부채 등 대규모 자금조달로 메워나갔다. Northern Rock 은행이 보여주는 일반적 교훈은, 신용 호황기에는 은행의 대출증가가 은행의 예금을 통한 핵심적 자금조달을 초과하게 된다는 것이다. 호황기가 진행되면서 은행은 대체적인 비핵심부채(비예금성 부채)를 통해 대출재원을 조달하게 된다. 그러므로 은행의 비핵심부채의 비중은 금융사이클이 어느 단계에 와있는지를 파악하고, 또한 금융사이클이 하강으로 돌아섰을 때 은행시스템의 취약성의 정도를 파악하는데 유용한 지표가 된다.

〈그림 2〉 Northern Rock's Liabilities (1998-2007)



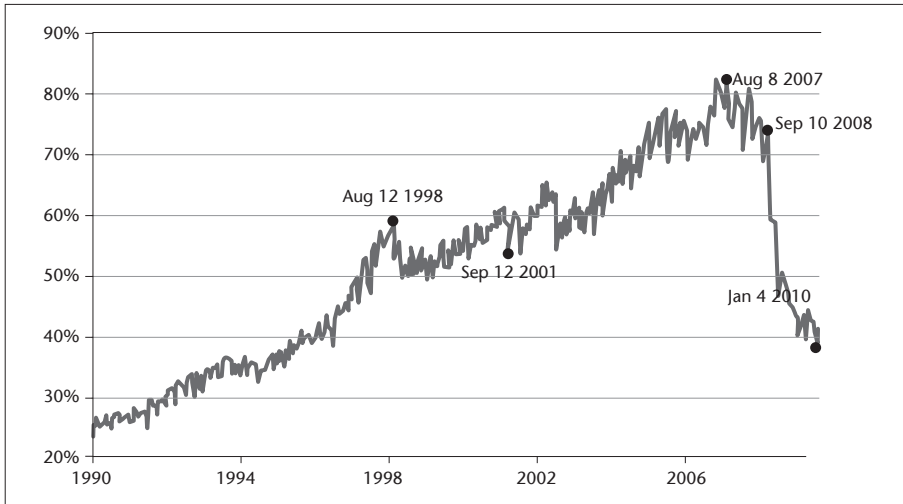
비핵심부채가 금융사이클의 단계를 보여주는 것은 총계적 수준에서도 관찰된다. 〈그림 3〉은 미국의 프라이머리 딜러¹⁾의 환매협약 잔액, 그리고 금융채(CP) 잔액의 합계액이 M2에서 차지하는 비중을 나타낸 것이다.

M2는 소매예금과 자금시장펀드 보유액으로 구성되기 때문에, 광의의 은행시스템에 대한 소매예금자들의 청구권이라고 간주될 수 있다. 최근 1990년까지만 해도 환매협약과 금융CP는 M2의 1/4에 불과했다. 그러나 그 비율은 급속도로 올라가서 2007년 8월에는 80%를 넘어섰고,

1) 미국에서 프라이머리 딜러는 미 연방준비제도이사회와 매일 거래하는 관계를 가진 은행과 증권회사들이며, 이들에게 미국은 국채경매에 참가할 자격을 부여한다.

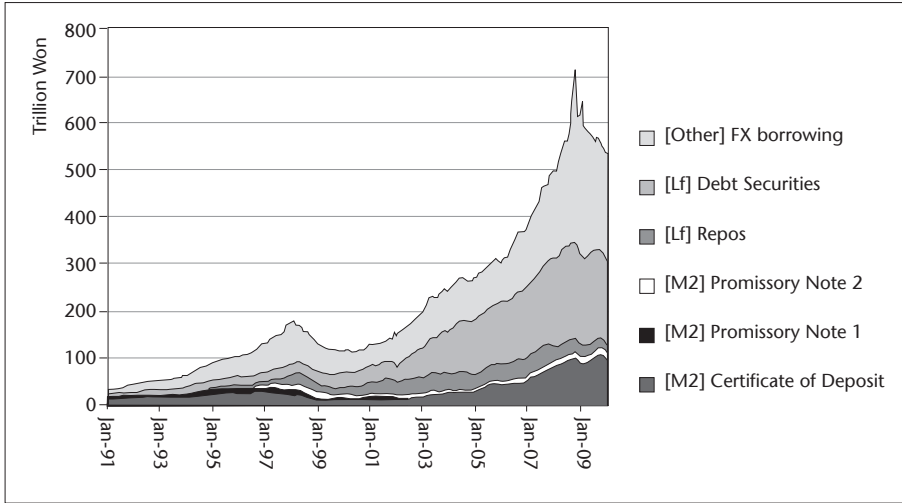
금융위기가 발발하고서야 추세가 꺾였다.

〈그림 3〉 Repos and Financial CP as Proportion of M2 (Source: US Federal Reserve)²⁾

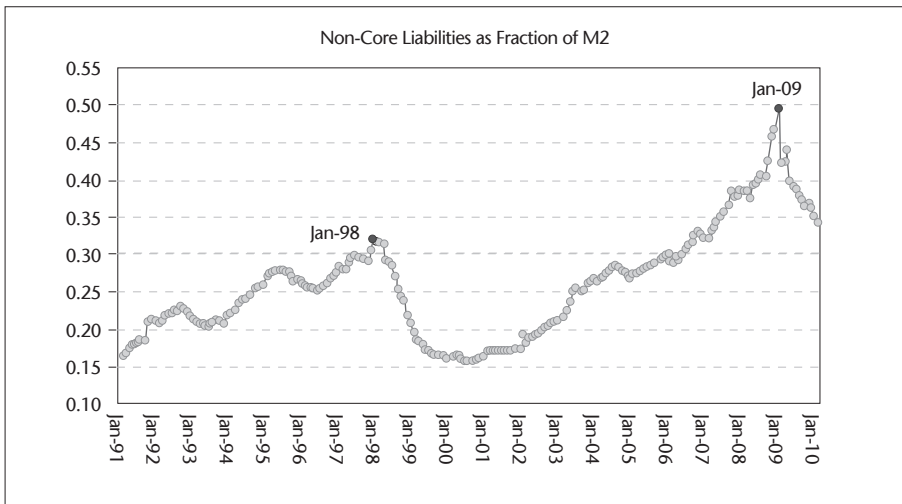


개방된 신흥경제국에서는 은행시스템의 외화표시부채의 증가를 통한 자본유입으로 은행시스템의 비핵심부채가 급속히 증가하고 있다. 〈그림 4〉는 한국의 은행들이 보유한 비핵심부채를 나타내며, 외화부채는 차트의 맨 위쪽에 표시되어 있다.

2) See Adrian and Shin (2010) “The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09” <http://www.princeton.edu/~hsshin/www/ar2010.pdf>

〈그림 4〉 Non-Core Liabilities of Korean Banking Sector³⁾

〈그림 5〉 Non-Core Liabilities of Korean Banking Sector as a Proportion of M2



3) Source: Shin and Shin (2010) "Procyclicality and Monetary Aggregates" paper for Bank of Korea 2010 conference, <http://www.princeton.edu/~hsshin/www/BOK2010.pdf>

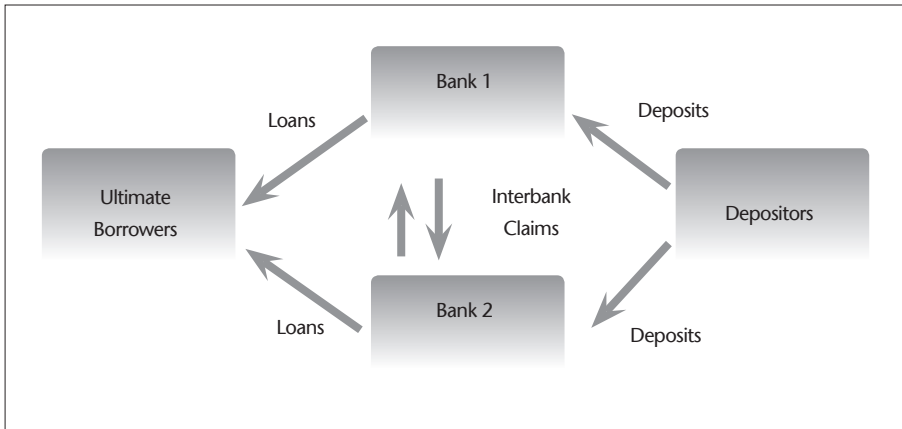
비핵심부채가 첫 번째 정점에 다다른 때와 1997년 한국 금융위기가 일치하는 것에 주목하라. 2000년대 초반 잠시 동안의 휴면기를 지나 2008년 금융위기 시까지 비핵심부채는 급속한 증가로 치달고 있다. <그림 5>는 M2에서 비핵심부채가 차지하는 비율을 나타내준다. 우리는 M2의 15% 수준에서 Lehman Brothers 사태 시 50% 꼭지점까지 비핵심 부채비율이 상당한 변동폭을 보이고 있음을 관찰할 수 있다.

상호연계성과 시스템 리스크

과도한 자산증가 및 비핵심부채에의 의존도 심화는 시스템 리스크나 은행간 상호연계성과 상관관계가 높다. 여신이 급속히 증가하는 호황기에는 은행 대차대조표 상의 규모증가가 핵심적 자금조달을 초과하게 되며, 이러한 자산의 증가는 은행간 상호거래의 증가로 반영된다. <그림 6>은 은행 1과 은행 2의 두 개 은행으로 구성된 전형적인 은행산업을 고려하고 있다. 두 은행은 모두 최종 차입자에 빌려주기 위해 소매예금에 의존하고 있다. 또한 서로 채권자 관계에 있다.

호황기가 와서 두 은행 모두의 자산이 두 배가 되고, 소매예금의 총액은 늘어나지 않는다고 가정해보자. 그렇게 되면 은행부문의 부채에서 소매예금이 차지하는 비중은 떨어지게 마련이고, 은행간 상호거래는 늘어날 수 밖에 없다. 그런 의미에서 은행자산의 증가와 연계성의 심화는 동전의 양면이라고 할 수 있다.

〈그림 6〉 Stylized Financial System



은행부문 자산과 은행간 상호거래 증가와의 관계는 보다 일반적인 회계상의 대차균형원칙으로도 설명될 수 있다. 은행의 핵심부채를 금융중개기관 자신들이 아닌 예금자 등에 대한 부채로 정의하는데, 핵심부채의 대표적 항목은 소매예금이다. 연금기관이 보유한 보증채권도 핵심부채로 계산될 수 있다. 그러나 금융중개기관이 보유한 다른 금융중개기관의 부채는 비핵심부채로 취급된다. 이러한 정의 하에서 은행부문의 핵심부채총액은 아래의 회계학적 동일성으로 나타낼 수 있다.

$$\text{핵심부채총액} = \sum_{i=1}^n e_i z_i (\lambda_i - 1)$$

여기서 e_i 는 i 은행의 자본이며, λ_i 는 i 은행의 부채비율(leverage), z_i 는 i 은행의 총부채에 대한 핵심부채의 비율, n 은 은행부문에 있는 은행의 개수이다. 총핵심부채(소매예금)는 변동성이 작으므로 은행 총자산의 급격한 증가(자본×레버리지 비율)는 z_i 값을 낮추게 되고, 이는 비핵심적

자금조달에의 의존도가 높아짐을 의미한다.

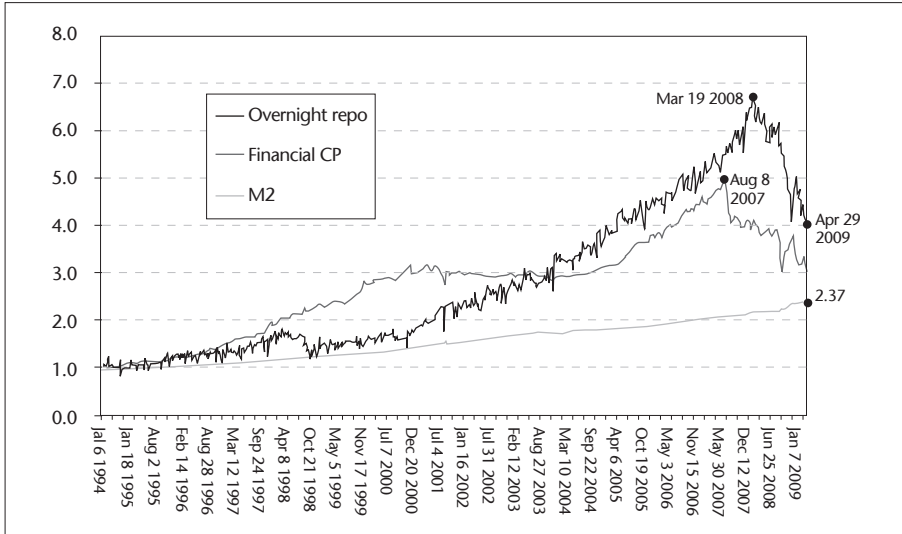
이러한 방식으로 경기변동 확대성, 상호연계 그리고 은행시스템의 비핵심부채 잔액 간에는 일정한 개념적 연계가 존재한다. 호황기에는 다음과 같은 세 가지 연관된 모습이 나타난다.

- 대출총액이 급속히 증가한다.
- 비핵심(외화부채 포함)부채는 총부채증가와 더불어 늘어난다.
- 금융중개기관 간 상호거래가 높아짐으로써 시스템 리스크도 증가한다.

그러한 의미에서 시스템 리스크는 경기와 같은 방향으로 움직이며, 과도한 자산증가는 은행시스템의 상호연계성 증가의 핵심적 위치를 차지하고 있다. 따라서 호황기에 지나친 자산증가를 관리하는 것은 시스템 리스크와 은행 간 상호거래를 완화하는데 크게 도움이 될 것이다.

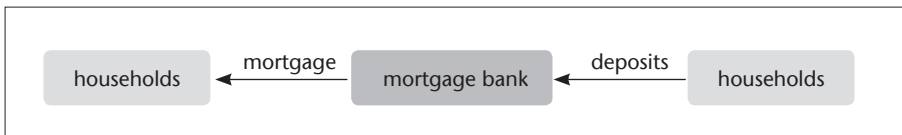
비핵심부채의 증가는 부채만기의 단기화를 동반하고 있다. 〈그림 7〉은 미국에서 3개의 추세를 그린 것이다. 즉, 1일물 환매차입(overnight repo) 잔고, 금융CP의 총잔액, 그리고 M2인데, 1994년 7월 6일을 1로 해서 지수화한 것이다. 〈그림 7〉에서 보면 M2는 2009년 4월 29일까지 2.4배 증가에 그친 반면, 1일물 환매채는 2008년 금융대위기가 발발하여 무너지기 직전까지 7배나 증가하였다.

〈그림 7〉 Overnight Repos and M2 (weekly data)
(Normalized to 1 on July 6th 1994, Source: US Federal Reserve)



단기부채가 성행하는 것은 자금중개의 체인이 길어지고, 체인의 각 고리마다 대여금리차(lending spread)를 유지해야만 하는 요구에 따른 결과이다. 〈그림 8〉은 예금을 수취하고, 담보를 취득하는 전통적인 예금수취은행의 모습을 보여준다.

〈그림 8〉 Short Intermediation Chain

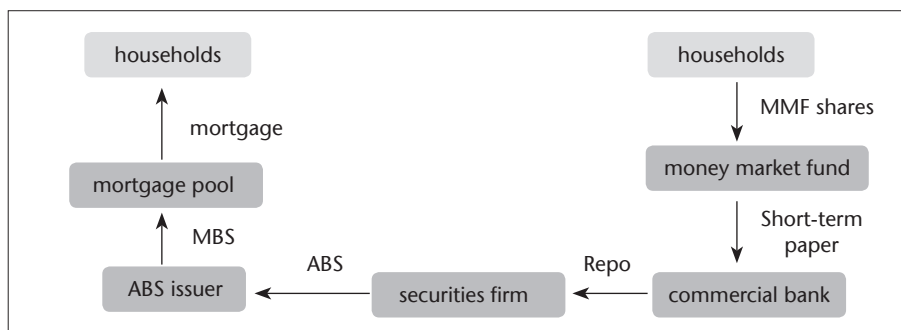


그러나 중개체인이 길어짐에 따라 중개금융기관 간 교차거래도 증가한다. 〈그림 9〉에서 보면 담보자산은 담보자산 풀에 편입되지만

주택담보부증권(MBS)은 자산담보증권(ABS) 발행자가 소유한다. ABS 발행자는 MBS를 부채담보증권(CDOs)과 같은 다른 계열의 청구권과 섞어서 위험등급별로 쪼갬다. 그리고 나면 증권회사는 CDO를 자체적으로 보유하기도 하고, 상업은행에 환매조건부 계약을 통하여 담보로 제공한다. 상업은행은 이를 또 다시 금융CP와 같은 단기부채를 발행하여 증권회사에서 자금을 빌린다. 자금시장 뮤추얼펀드는 이러한 자금순환의 마지막 단계이며, 가계저축자들은 이러한 펀드의 지분을 보유하게 된다.

〈그림 9〉는 훨씬 더 복잡하고 서로 엉킨 관계를 단순화하여 보여주고 있다. 금융중개 체인의 각 단계마다 자금조달금리는 자산(대출)금리보다 낮아야 한다. 금융중개 체인이 길어질수록 그 체인을 지탱하기 위해서는 더 단기화된 자금조달이 이용되어야 한다. 왜냐하면 단기자금 조달일수록 금리가 낮은 경향이 있기 때문이다. 그렇게 해서 단기부채의 성행은 비핵심부채의 비중이 높아진 것의 자연스러운 귀결이다.

〈그림 9〉 Long Intermediation Chain



〈그림 9〉에 게재된 금융기관들로부터 주목할 점은 바로 그들이 최근 금융위기의 맨 끝자락에 놓여있었다는 것이다. 서브프라임모기지 문제가 이러한 자금채널에서 등장하고 있으며, Bear Stearns나 Lehman Brothers의 도산은 이러한 체인이 순조롭게 작동하지 못하고 문제가 터진 데서 기인한다.

증권화는 금융중개기관들이 증권을 발행해서 이를 담보로 제공하는 방식으로 비예금성 자금조달을 모색한 방안이다. 담보자산의 수요는 따라서 레버리지의 수요이다. 이러한 측면에서 미국의 서브프라임 대출은 비핵심적 자금조달의 증가가 대출호황기에 과도하게 자산이 증가하는 신호라는 일반적 원리를 반영하고 있는 것으로 보인다.

거시건전성 정책의 틀

거시건전성 정책의 틀은 금융안정의 취약성 증가를 나타내주는 조기경보 지표체계와 높아진 취약성을 초기단계에서 치료할 수 있는 관련 정책수단들을 포함하여야 한다.

1. **거시건전성 지표.** 과도한 자산증가는 금융부문 취약성 증가의 중심에 자리잡고 있다. 과제는 자산증가가 “과도하게”되는 때를 알아내는 것이다. GDP에 대한 총여신비율 같은 주먹구구식의 간단한 법칙이 유용할 수도 있다. 그러나 은행부문 대차대조표의 부채란에서 산출한 지표들이 보다 유용할 수 있다. 은행부문 핵심부채와 비핵심부채의 비율이 금융사이클의 현 단계를 파악하는데 특히 유용할 수 있다. 은행부문의 통화성자산 총계치나

기타 부채지표들이 금융 취약성을 추적하는데 유용한 지표로 개발될 수도 있다. 통화성자산 총계치의 전통적 역할은 그것이 인플레이션에 미치는 효과를 통해서 유용했던 반면, 그것의 거시건전성 상의 역할은 그러한 총계치가 가지는 행태 및 안정성 속성과 관련이 있다. 채권의 법률적 형태는 행태적 속성과 일치하지 않을 수도 있다. 예를 들면, 가계저축과 은행간의 저축은 비록 청구권 상의 법적 성격은 동일하지만 경험적 성격은 상이하다. 중개기관 간의 상호거래는 경기순응적이고, 비핵심부채를 중심으로 이루어진다는 점을 상기하면, 중개기관 간 상호거래에 관한 지표(예컨대 CoVaR)는 보조적 지표로서 유용할 수 있다.

2. **거시건전성의 정책수단.** 취약성을 완화하기 위한 거시건전성 정책수단들은, 조기경보 지표들과 잘 들어맞고, 또 관련 경제적 외부효과의 개념적 기초를 반영할 수 있도록 디자인하는 것이 이상적이다. 거시건전성 정책수단의 예를 들어보면 아래와 같은 것들이 있다.

- **주택담보대출비율(LTV)과 총부채상환비율(DTI) 상한제(caps).** 통화정책 사용이 곤란하다면, 담보비율이나 소득대비 부채상환율의 상한을 설정함으로써 은행대출을 제한하는 행정 조치는 전통적 은행감독수단을 보완하는 유용한 수단이 될 수 있다.
- **레버리지 상한제(Leverage caps).** 은행의 레버리지에 대한 한도 설정은 총자산을 은행자본에 연계시킴으로써 자산증가를 제한하는 방안으로 사용될 수 있다. 레버리지 상한제의 이론적 근거는, 은행자본의 역할을 바젤협약 방식인 은행의 손실에

대비하기 위한 완충으로 보는 것은 아니며, 새로운 대출을 억제하는 역할에 초점이 놓여 있다. 2010년 6월 한국이 도입한 외환과생상품에 기초한 레버리지의 한도설정은 단기 달러 부채로 한국 원화에 베팅하는, 캐리트레이드를 통한 선물환 헷지를 제한하기 위한 것이다. 그러한 레버리지 한도제는 한국으로의 캐리트레이드 자본유입을 완화시켰는데, 레버리지 한도제의 주된 존립근거는 자본통제의 수단이라는 차원보다는 금융안정을 겨냥한 거시건전성 조치의 일환이었다.

- **비핵심부채에 대한 과징금(Levy on Non-Core Liabilities).** 비핵심부채의 잔액규모는 금융사이클의 위치를 나타내주며, 금융시스템에서 위험의 과소평가 정도를 파악할 수 있게 해준다. 비핵심부채에 대한 과징금이나 세금은 과도한 자산 증가로 이어지는 가격왜곡을 완화하는 역할을 할 수 있다. 금융안정 위원회(Financial Stability Committee)가 IMF의 은행과징금에 대한 보고서를 받아 G20 정상들에게 권고한 것이 바로 그러한 교정적 조세의 사례이다.

비핵심부채에 대한 과징금은 여러 가지 바람직한 측면을 가지고 있다. 첫째로, 과징금의 부과대상기초(base) 자체가 금융사이클 상황에 따라 변동하게 된다. 비핵심부채가 커지는 호황기에 과징금이 가장 많이 부과되며, 그래서 과징금은 과징금률이 일정하다 하더라도 자동적 안정자의 성격을 가지게 된다. 규제당국이 재량적 조치를 취할 경우, 정치경제적 비판이 많다는 것은 잘 알려진 사실이지만, 과징금의 자동적 안정자로서의 성격은 아주 중요한 장점을 지니고 있는 것 같다.

둘째로, 비핵심부채에 대한 과징금은 은행시스템의 핵심적 기능, 즉 저축자에서 차입자로 자금을 연결해주는 핵심적 기능에 영향을 주지 않고 금융의 취약성을 치유할 수 있다. 비핵심부채만을 겨냥함으로써 과징금은 과도한 자산증가에 따른 부정적 외부경제효과와 은행간 연계성으로부터 오는 시스템적 리스크를 다스릴 수 있다.

셋째로, 비핵심부채를 표적으로 함으로써, 은행의 부채축소에 의한 갑작스런 자본흐름의 역류현상으로부터 개방된 신흥시장경제의 취약한 문제점을 해결해준다. 진정으로 신흥시장경제를 위해서 비핵심부채에 대한 과징금을 외화표시부채에 한정하도록 범위를 좁혀 운용할 수도 있다. 은행부문의 외화표시부채에 대한 과징금은 외화흐름에 영향을 주겠지만, 그러한 정책은 어디까지나 금융안정을 겨냥한 거시건전성 정책수단이며, 자본이동을 통제하거나 환율을 관리하기 위한 정책수단이 아니다.

과징금에 의해 징수된 수입은 부차적인 이슈이다. 과징금의 주목적은 인센티브를 일치화시키는 것이다. 이것의 좋은 비유는 런던에서 교통통제를 위해 시내에 진입하는 차량에 혼잡세를 부과하는 조치이다. 이 조치에 따라 런던시내 중심에 진입하는 차량은 하루에 8 파운드를 내야 한다. 부과금의 주목적은 자동차를 가지고 시내에 들어오는 것을 억제하려는 것이고, 이에 따라 교통혼잡에 관련된 외부효과를 완화시키고자 하는 것이다. 마찬가지로 비핵심부채에 대한 과징금은 은행들의 인센티브를 사회적 적정치로 맞추는 수단으로 인식되어야 한다. 거두어들이는 과징금 수입도 유용하겠지만(시장안정기금으로 사용될 수도 있을 것임), 그것은 어디까지나 부차적 이슈이다.

금융의 경기변동 확대성에 대한 대처

Eli Remolona

국제결제은행(BIS) 아·태지역 대표

내 발표의 주제는 금융의 경기변동 확대성과 통화정책의 역할이다. 나는 통화정책이 경기변동 확대성에 대처하는 수단이 될 수 있다는 주장을 펼 것이며, 그 역할은 바로 스피드 브레이크(과속방지턱)이다. 스피드 브레이크 얘기를 하는 것은 최근의 금융위기가 고속도로 상에서의 대형사고와 같다고 생각하기 때문이다. 대형사고가 발생하면 사고의 원인 규명을 위해 조사관들이 현장에 파견된다. 이번 경우에 조사관들은 사고의 원인이 대형트럭이라는 것을 알아냈다. 그 트럭은 서브프라임 모기지일 수도 있고, 새도우뱅크 시스템 또는 구조화된 신용파생상품(structured credit)을 가리킬 수도 있다. 그러한 대형사고에 대한 새로운 대책이 절실하며, 아마도 대형트럭에 대한 통제를 강화하는 조치가 필요할 것 같다. 그러나 그 때 조사관들 중의 하나가 대형사고가 고속도로의 동일한 특정구간에서 자주 일어나고 있으며, 사고는 꼭 대형트럭에 의해 일어나는 것은 아니라는 점을 지적하였다. 단지 고속도로의 그 구간에서 차들이 과속주행을 하는 것으로 보였다. 이것이 경기변동 확대성의 본질적 이슈이며, 차들이 너무 빨리 달린다는 것이다.

세계의 금융위기 역사는 오래되었으며, 세세한 내용은 다를지라도 근본적으로는 동일하다. Liaquat Ahamed의 *Lords of Finance*라는 책에서 저자는 1930년대 금융위기의 축적과정을 자세히 설명하고 있는데, 요모조모로 최근의 금융위기와 닮은 점이 많다. 공통된 요소는 금융의 경기변동 확대성이다. 위험선택이 축적되고, 그것이 너무 멀리 진행되면 늘 어김없이 눈물로 끝장이 난다. 대형트럭에 대한 엄격한 통제만으론 충분하지 않으며, 양호한 스피드 범프가 필요하다. 그러한 스피드 범프는 거시건전성 규제의 형태로 나타날 수 있지만, “그것으로 충분할까?” 하는 질문은 아무도 제기하지 않는다.

경기변동 확대성을 다루는데 있어서 두 가지 사항이 중요하다. 첫째는 이번 금융위기 이전에 무슨 일이 일어났는지를 이해하는 것이다. 2002년부터 2007년까지 전세계에서 가장 거래가 활발한 신용상품인 DJ CDX와 iTraxx 유럽 간 금리차이는 꾸준히 좁아져 왔다. 2007년 여름에 이르러 두 상품 간에 평균 금리차이는 2002년 10월의 1/7 수준으로 좁혀졌다. 이렇게 5년 동안 전세계적 신용거품이 만들어지고 있었다. 어떻게 하면 거품이 너무 커지기 전에 대처할 수 있느냐가 쟁점이다. 두 번째로 금리차이의 움직임 뒤에 무엇이 있는가를 이해해야 한다. 데이터를 면밀히 살펴보면, 부도위험 자체는 원인행위자가 아니며, 부도위험은 금융위기 이전 기간 중에 별로 변동이 없었다. 리스크의 가격(price of risk)이 범인이다. 리스크의 가격이 중요한데, 그 이유는 시가평가가 통용되는 세상에서 자산가치평가는 은행을 망하게도 하기 때문이다.

리스크의 가격은 리스크 회피성향을 반영하는 지표로도 중요하다. 내가 이 점을 강조하는 이유는, 경기변동 확대성의 근저에는 내생적으로 변동하는 위험회피 성향이 자리잡고 있기 때문이다. 위험회피가 줄어

들면 은행을 포함한 경제주체들은 더 많은 위험을 부담하고, 이는 자산의 증가와 레버리지로 나타나게 된다. 위험의 선택은 경기변동 확대성의 첫 번째 기본적 특징이다. 경기변동 확대성의 두 번째 기본적 특징은 유동성의 움직임이다.

Citigroup의 전임 CEO인 Chunk Prince는 다음과 같이 말했다. “음악이 멈추면(유동성이 말라버리면) 상황이 복잡해지지만, 음악이 계속되는 한 일어나서 춤을 추어야 한다.” 2007년 7월의 얘기였는데, 우리는 그 다음에 무슨 일이 일어났는지 알고 있다. 대형거품이 붕괴되고 동시에 유동성도 사라졌다. 앞으로는 광란의 춤이 되기 전에 음악을 끄는 것이 중요하다. 우리 모두가 아이디어는 알지만, 어떻게 그것을 실행할 수 있을까? 기본적으로 우리는 위험선택을 제어할 수 있는 양호한 스피드 브레이크를 필요로 하는데, 세상에는 여기 저기 스피드 브레이크가 많다.

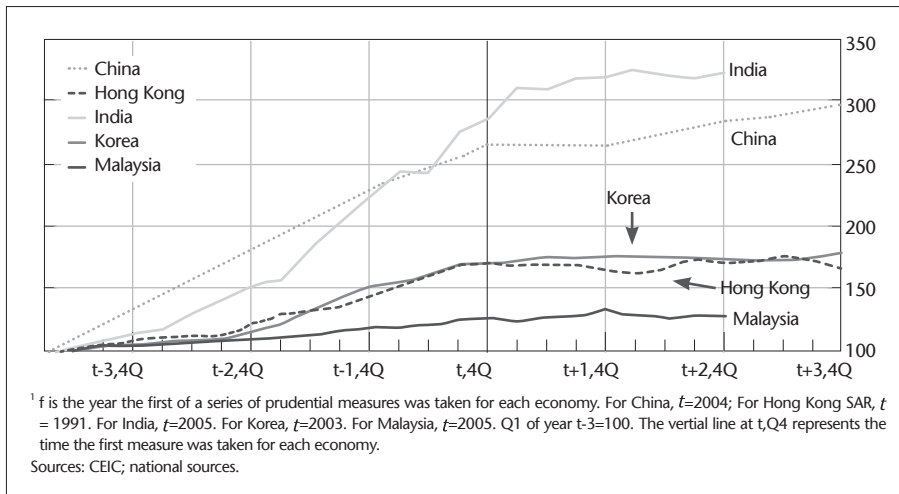
스피드 브레이크의 하나로 은행의 자본요건이 있다. 바젤위원회는 위와 관련하여 강화된 새로운 기준에 합의한 바 있다. 양질의 자본을 더 많이 요구하게 되며, 은행들은 위험가중자산의 7%를 보통자본의 형태로 보유해야 한다. 종전에는 2%에 불과했다. 바젤위원회는 은행들로부터 금융시스템을 어떻게 보호할 것 인가보다는 금융시스템으로부터 은행들을 어떻게 보호할 것인가의 시각에서 손실흡수능력(loss absorbency)에 초점을 맞추어 왔다.

거시건전성 정책은 시간적 측면과 업종간 측면을 모두 가지고 있다. 업종간 측면은 시스템적으로 중요한 대형금융기관에 관한 것인데, 그것에 대해 아직 명확한 기준이 없다. 시간적 측면은 경기변동 확대성에 대한 완충장치에 관한 것인데, 즉 스피드 브레이크를 말한다.

완충자본은 2.5%까지 높아질 수 있는데, 각국 금융감독당국의 재량에 맡겨져 있다. 그래서 만약 차가 빨리 달리면 완충자본수준을 높이고, 너무 천천히 달리면 낮출 수 있다. 문제는 그것이 성공할 수 있느냐 하는 것이다. 그러나 지금까지의 경험으로 보면, 자본비율 자체만으로는 충분해 보이지 않는다.

이 문제를 좀 더 명백히 하기 위해서, 우리는 다른 거시건전성 정책수단들의 운용성과를 돌아볼 수 있을 것이다. 사실상 아시아에서는 거시건전성 정책이 오래 전부터 시행돼 오고 있다. 제2차 세계대전 이후, 일본은행은 소위 “창구지도”를 사용했다. 창구지도의 현대적 이름이 바로 거시건전성 규제이다.

〈그림 1〉 Housing loans to GDP¹
t-3, 1Q=100



〈그림 1〉에서 가로줄은 GDP에 대한 가계대출의 비율을 표시한다.

그림中间的 세로줄은 스피드 댐프이며, 거시건전성 조치가 시행된 시기를 나타내준다. 예를 들면, 중국은 2004년에 대출기준을 시행하였고, 인도는 2005년에 주택대출에 대한 위험 가중치를 높였으며, 한국은 2003년에 주택담보대출비율(LTV)을 낮추었다. <그림 1>을 보면, 거시건전성 조치들만으로는 효과가 있어 보이지 않는다. 조금은 도움이 됐겠지만 충분한 효과는 나타내지 못한다. 경기변동 확대성의 세력이 너무 세기 때문에, 거시건전성 조치들은 다른 도움이 필요해 보인다.

통화정책이 도우미의 역할을 할 수 있을까? 혹자는 분업이 필요하다고 주장한다. 그들은 통화정책이 물가안정에 초점을 두어야 하며, 거시건전성 정책은 금융안정 또는 자산거품에 초점을 두어야 한다고 한다. 이 말은 이해가 된다. 왜냐하면 통화정책과 인플레이의 관계에 대해서는 매우 훌륭한 모델들이 이미 많이 정립되어 있기 때문이다. 금융안정을 우려하는 다른 사람들의 경우에는, 다 좋은데 거기에는 우아한 모델(통화정책과 인플레이)을 혼란 시키지 말고 거시건전성 수단이 사용되어야 한다고 주장한다. 여기서 우리는 통화정책을 금융안정 정책수단으로 활용할 것인지 여부(lean versus clean)에 대한 논쟁에 마주하게 된다.

Alan Greenspan은 한 때 통화정책을 자산거품대책으로 써서는 안 된다는(clean) 주장을 옹호하였는데, 다음과 같은 이유를 들고 있다. 첫째, 거품이 존재하는 시기를 알기가 매우 어렵기 때문에 통화정책이 거품대책으로 사용되어서는 안 된다고 주장했다. 둘째, 비록 거품의 존재가 확인된다고 하더라도 통화정책은 거품대책에 사용하기에는 너무 투박한 수단이라는 것이다. 거품은 터지고 나서야 진짜 거품인 것을 알 수 있다. 그 단계에서야 통화정책이 사용될 수 있다고 주장한다.

통화정책의 역할은 사태를 수습하는 것이다. 실제로 Greenspan은 청소부의 역할을 했다. 1987년, 1988년 그리고 2001년에도 그랬다. 그때는 청소역할이 잘 수행되는 듯 했다. 그리고 나서 2008~2009년에 금융 위기가 왔다.

금융위기 이전에도 국제결제은행의 Bill White 총재는 통화정책이 거품대책에 동원되어야 한다(lean)고 주장하면서, 다음과 같은 이유를 내세웠다. 첫째로, 그는 거품의 쓰레기(mess)가 때로는 너무 커서 통화정책으로 청소하지 못할 수 있다고 주장한다. 두말할 나위도 없이 금번 세계금융위기를 통하여 수습이 어렵다는 것이 고통스럽지만 명백한 현실로 드러났다. 둘째로, 비록 거품이 있는지 여부가 확실하지 않더라도, 그 대응수위를 조절할 수 있다. 거품의 존재가 약간 불확실할 때에는 약간만 거스르고(lean), 거품의 존재가 상당히 확실할 때에는 더 세게 거스르는 것이다. 이렇게 해서 스피드 댐프의 크기를 조절할 수 있다.

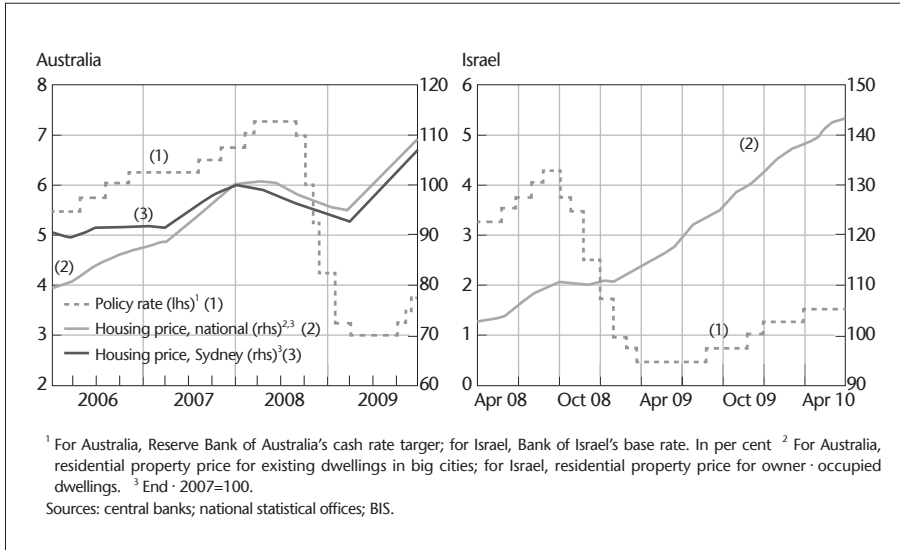
Greenspan이 통화정책이 너무 투박하다고 언급했을 때, 그는 주식거품을 마음에 두고 있었다. 그러나 실제로 우리는 신용거품이나 주택거품을 더 우려하고 있다. 따라서 질문은 통화정책이 이런 종류의 거품에 효력을 발휘할 수 있을까 하는 것이다. 이 문제에 대한 답을 위해서 자료를 살펴볼 필요가 있다.

〈그림 2〉는 호주와 이스라엘의 뚜렷한 두 가지 사례를 보여준다. 양국의 중앙은행들은 모두 공식적으로 인플레이션 억제목표를 설정(inflation targeting)하고 있는데, 그것은 중앙은행이 물가안정 하나에만 초점을 맞추려고 한다는 의미이다. 그러나 최근에는 두 은행

모두 부동산 거품에 관심을 가져왔다. 호주은행의 Stevens 총재나 이스라엘은행의 Fischer 총재가 바보들이 아니다. 그들은 거시건전성 정책에만 의존하지는 않는다. 땅 위의 현실은 소위 신축적(flexible) 인플레이션 목표제라고 불리는 개념을 낳았다. 신축적 인플레이션 목표제는 인플레이션 억제목표를 중기적으로 설정하고, 주택가격이나 금융안정 등에 단기적 초점을 맞춘다. <그림 2>를 보면, 호주에서는 2008년까지 효과를 보고 있는 듯 하다. 호주 중앙은행이 정책금리를 올린 이후, 주택가격 상승률이 둔화되기 시작했다. 그리고 나서는 위기가 닥쳤다. 위기의 파급효과 때문에 호주은행은 정책을 완화할 수 밖에 없었는데, 그러자 주택가격은 다시 회복하였다. 이스라엘의 주택거품은 좀 더 최근에 발생했으며, 이스라엘은행은 아직도 이 문제와 씨름하고 있다.

이제 만약 통화정책을 스피드 댐프로 활용해야 한다는 생각을 심각하게 고려한다면 이론적 틀이 필요하다. 그 이론적 틀의 하나는 Minsky가 제시한 것이다. Minsky가 금융위기에 관하여 얼마나 선견 지명이 있었는지는 놀랄 정도이다. 아무튼 우리가 여기서 새로운 틀을 개발하려면, 그 이론적 틀의 핵심은 위험회피 행위를 고려하는 것이다. 거시적 모델에서 위험회피 성향은 불변이다. 위험회피 성향은 일정하다고 가정하며, Lucas의 비판에도 아무런 영향을 받지 않는다. 금융의 경기변동 확대성을 다루는데 있어서 우리는 위험회피 성향이 달라지는 것을 인식하여야 한다. 위험성향은 급격하게 변할 수 있으며, 아주 요란하게 달라질 수 있고, 자생적으로 변한다.

〈그림 2〉 Policy rates and housing prices

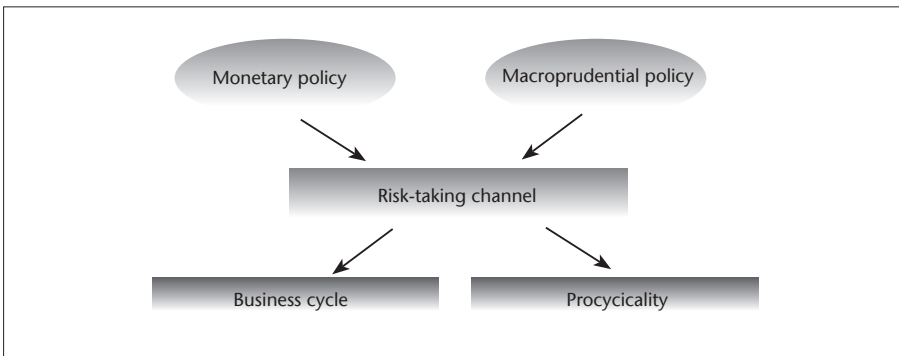


전망이론(prospect theory)은 위험회피 성향의 변화가 어떻게 일어나는지를 설명하는 이론 중의 하나이다. 이 이론은 수 많은 실험적 증거에 기초하고 있다. Daniel Kahneman은 이에 관한 업적으로 2002년도 노벨 경제학상을 받았는데, 거시적 모델들은 아직도 이를 무시하고 있다. 내 생각으로는 전망이론이 투자자 행태의 두 가지 중요한 모습, 즉 사람들이 쉽게 번 돈을 쉽게 쓰는 효과(house money effect)와 손실회피의 양쪽을 포괄하고 있어 쓸모가 있다. 하우스머니 효과는, 만약 플레이어가 돈을 따면 이제부터는 카지노의 돈으로 도박을 하기 때문에 위험회피 성향이 낮아진다고 얘기한다. 그래서 플레이어는 더 공격적이 된다. 위험회피는 플레이어가 일단 돈을 잃으면 갑자기 위험회피 성향이 높아진다고 한다. 실제로 나는 그리스와 아일랜드에서의 시장과 은행들이 아직도 과거의 손실로 고통을 받고 있기 때문에 경제위기에 대한 반응이 이처럼 강력하다고 생각한다.

이렇게 해서 이제는 이 두 가지 특징이 거품의 형성과 붕괴를 가져오는 자산가격의 동력을 어떻게 일으키는지가 분명해졌다.

위험회피를 확실히 이해하면, 통화정책을 위한 위험선택 경로를 고안할 수 있다. 은행자본 경로라는 것이 있으며, 바젤위원회가 이를 기초로 작업을 해오고 있다. 또 다른 경로는 수익률을 통하는 것인데 “수익률의 추구”로 알려진 현상을 거치는 것이다. 또한 유동성 경로가 있는데, 이것은 위험선택 경로이다. 이들을 모두 고려하여 <그림 3>과 같은 통화정책 틀을 그릴 수 있다.

<그림 3> Monetary Policy as a Speed Bump



통화정책과 거시건전성 정책 모두가 위험의 축적을 완화하기 위한 스피드 브레이크로 사용될 수 있다. 대부분의 환경하에서 이 두 가지 정책은 상호강화적이다. 거품은 과열된 경제에서 더 쉽게 발생한다. 두 가지 수단 모두 경제를 냉각시키기 위해 사용될 수 있다. 상호 상충되는 목표를 가진 경제상황도 있을 수 있는데, 경제가 허약한 경우에서도 과도한 위험선택 성향이 발생하는 것을 생각할 수 있다. 2008년 호주

중앙은행이 처했던 딜레마와 같은 것이다. 이러한 경우에 중앙은행은 상쇄효과와 위험을 동시에 직면하게 되고, 어려운 선택을 해야만 한다. 그래서 중앙은행은 그렇게 많은 박사들을 고용한다. 요약하면, 나는 경기변동 확대성은 매우 강력한 적수라고 생각한다. 이에 맞서 싸우자면 통화정책을 포함하여 도움이 되는 모든 수단을 총동원해야 한다.



패널토론

검업화와 “볼커 룰” - 어디로 갈 것인가?

발제

Inci Otker-Robe

패널

Tab Bowers

김형태

Dominique Dwor-Frecaut

이종화



패널토론: 겸업화와 “볼커 룰” - 어디로 갈 것인가?

발제

Inci Otker-Robe

IMF 통화 · 자본시장국 과장

유니버설 बैं킹(universal banking)과 볼커 룰(Volcker Rule)에 관한 쟁점들은 그것들만 가지고 전체회의의 주제로 삼아도 충분할 것이다. 쟁점들은 매우 복잡하며, 지금으로서는 무엇이 옳고 그르다 할 해답도 없다. 먼저 나는 투자은행(investment banks)과 상업은행(commercial banks)을 효과적으로 분리시킨 Glass-Steagall법에서부터, 그 법의 정신을 다시 세우는 것을 목적으로 하는 볼커 룰에 이르기까지 미국의 역사를 되돌아보고자 한다. 그리고 나서 나는 유니버설 बैं킹에 대한 찬 · 반 양론을 살펴보고, 마지막으로 볼커 룰이 유니버설 बैं킹의 미래에 어떤 의미를 가지고 있는지에 대해 살펴보겠다.

유니버설 बैं킹이란 은행의 기업구조가 대출에서 예금수취, 보험의 인수에서 설비대여(leasing), 그리고 각종의 투자활동에 이르기까지 다양한 영업활동을 수행할 수 있도록 허용하는 은행제도이다. 유니버설

뱅크는 영국과 미국에 가장 관련이 있는 개념인데, 그것은 유니버설 뱅크가 두 나라에만 존재하기 때문이 아니고, 영국과 미국에서 상업은행과 투자은행을 달리 취급해온 역사 때문이다. 유럽대륙 여러 국가 등 다른 나라에서도 유니버설 뱅킹은 아주 중요한 개념이다. 실제로 은행이나 규제당국자들과 얘기해 보면, 그들은 유니버설 뱅킹은 유럽의 모델이라고 할 것이며 다른 형태의 은행은 생각할 수 없다.

1930년대 초 미국에서는 유니버설 뱅킹이 상당히 일반적이었다. 투자업무에 관여하는 상업은행이 많이 있었으며, 다만 투자은행 업무는 법적으로 분리된 계열사에 의해 수행되었다. 물론 이러한 구조는 도덕적 해이나 대리인문제를 유발했는데, 왜냐하면 은행이 회사주식을 인수할 수 있고, 만약 그것이 잘 팔리지 않는다면, 은행들이 투자상품에 대한 지식이 전혀 없을 수도 있는 예금자의 계정에서 자금을 빼내어 사용할 수도 있기 때문이다.

물론 이런 식의 영업전략은 1929년 주식시장 붕괴 이후 은행시스템에 엄청난 비용을 유발하는 결과를 가져왔다. 미국의 대다수 은행에 엄청난 손실이 발생하였고, 여기에 대응하여 정책당국자들은 「1933년 은행법」을 제정하였다. 이에 따라 미국 연방예금보험공사(FDIC)가 설립되었고, 소위 Glass-Steagall법도 포함하고 있다. 동법은 상업은행과 투자은행 간에 장벽을 설치하였으며, 은행들로 하여금 중개 및 투자업무를 분리시키거나 중단하도록 요구했다.

유럽에서도 많은 은행들이 유니버설 뱅킹 업무를 하고 있었으며, 이들도 역시 대공황(Great Depression)시 어려움에 봉착하였다. 그러나 유럽의 정책대응은 상당히 달랐다. 정책당국자들은 유니버설

뱅크 개념을 근절하기보다는 은행들에 대한 감시를 잘 할 수 있도록 감독체제를 강화하였다. 한편 미국에서는 Glass-Steagall법에 의해 은행예금을 자본시장으로부터 안전한 거리에 떼어 놓았다. 그렇지만 결국, 금융시장이 발전하고 규제완화가 속도를 얻어가면서 Glass-Steagall은 종말을 고하였다.

1999년에 Glass-Steagall법을 폐지한 Gramm-Leach-Bliley법을 지지하는 주장들이 많이 있다. 첫째로 예금수취기관들은 증권회사나 비슷한 형태의 영업을 하면서도 동일한 제한을 받지 않는 외국 금융기관들과 치열한 경쟁을 하게 되었다. 그래서 GLB법은 경쟁여건을 공평화하려는 것이 고려된 것이다. 또한 상업은행을 담당하는 부문과 투자은행을 담당하는 부문 간에 방화벽 같은 것을 설치하면 이해의 상충은 최소화될 수 있다는 주장도 제기되었다. 또한 다각화의 이점도 제기되었다. 당시에 증권업무는 은행들에게 과도한 위험을 일으키지 않고 추가적으로 수익성을 제고하는 수단으로 인식되었다. 또 다른 주장은 국제적으로 볼 때, 유니버설 뱅킹이 동일한 규칙하에서 성공적으로 운영되었다는 것이다.

그렇게 해서 미국의 상업은행들이 복잡한 투자상품들의 인수를 포함한 다양한 투자은행 업무에 참여하게 되었다. 물론 종착역은 바로 그 서브프라임 론이었다. 전체 대출에서 서브프라임 론이 차지하는 비중이 Glass-Steagall법 철폐 직전에는 불과 5%였으나 위기의 정점에서는 30%까지 올라갔다. 금융위기는 정책당국자들로 하여금 GLB를 다시 생각하기 시작하게 만들었고, 2009년 5월부터 12월 사이에 Glass-Steagall을 다시 살려내자는 제안들이 나타났다. 2010년 1월 미국 행정부는 개혁조치의 일환으로 상업은행의 투자은행 업무권한을

제한하는 등 일련의 은행규제 강화를 제안하였다. 2010년 7월 볼커 룰을 포함한 개혁조치가 통과되었으며, 모든 투자은행은 아니지만 특정 형태의 투자은행에 제한조치가 도입되었다.

볼커 룰은 사실상 매우 복잡한 규정들의 조합이며, 문서들을 읽어보면 어떤 개념들은 무척 이해하기 어렵다. 가장 간단하게 요약해 말씀드리자면, 볼커 룰은 은행과 은행지주회사의 자기자본매매(proprietary trading)를 금지한다. 다시 말해서 은행과 은행지주회사는 자기의 이익을 위하여 거래행위를 할 수 없게 된다. 처음에 볼커 룰은 은행과 은행지주회사가 지분투자펀드(equity fund), 헷지펀드 그리고 다른 대체투자펀드(alternative investment funds)에 투자하거나 추천하는 행위를 금지시키자고 제안하였다. 그 목적은 여러 가지이지만, 은행들이 수행하는 업무의 범위와 규모에 영향을 미치는 것을 주요 목표로 하고 있었다.

기본적인 논거는 투기적 투자가 국민세금을 축낼 위험이 있고, 은행의 예금을 위협하게 하며, 은행을 구제하기 위해 공적자금의 사용을 요구하게 될 수 있다는 것이다. 비록 볼커 룰의 정신은 Glass-Steagall과 유사하지만, 볼커 룰이 은행과 은행지주회사의 모든 투자업무를 금지하는 것은 아니라는 측면에서 대상의 폭이 훨씬 좁다. 실제로 볼커 룰은 투자업무의 일부만 금지한다. 그러나 한편으로는 자기자본매매를 억제하기 위하여 자본기준 강화를 근간으로 하는 G30가 검토했던 제안들보다는 더 폭 넓고 엄격하다고 할 수도 있다.

볼커 룰의 시행은 아직도 상당한 도전에 직면하고 있다. 최종적으로 통과된 모습은 처음에 제안된 것보다 훨씬 완화되었다. 실제로 은행의

헷지펀드나 지분투자펀드에 투자하거나 주선하는 행위가 금지된 것은 아니며, 다만 양적인 측면에서 제한하고 있다. 통과된 볼커 룰은 은행이 헷지펀드나 지분투자펀드에 투자할 수 있는 한도를 기본자본(Tier 1 capital)의 3%로 제한하며, 또한 펀드자본의 3%를 한도로 하고 있다.

또 다른 타협은 볼커 룰이 발효되기 전에 은행들에게 유예기간을 허용하는 것이다. 실제로 그 기간은 은행들이 우려했던 기간보다 훨씬 길었다. 내가 언급하는 예외 조치들은 은행들이 계속 수행할 수 있는 광범위한 투자업무를 포함하고 있다. 예를 들면, 볼커 룰은 정부채무의 거래, 위험관리목적의 헷지거래는 예외로 하고 있다. 보험영업, 시장조성활동 그리고 인수업무를 제외한다. 또한 중소기업 투자회사에 대한 투자업무도 예외로 한다. 대개 금융산업의 건의를 고려해서 이러한 예외조치가 도입되었는데, 아직도 예외조치에 대한 요구가 많다. 나는 볼커 룰이 아직도 최종적인 모습에 도달했다고 생각하지 않는다.

시행일정이 또 다른 과제이다. 법이 시행되자면 아직도 2년 내지 5년이 남아 있다. 첫째로 볼커 룰은 너무나 복잡하기 때문에 연구할 기간이 필요할 것이다. 일련의 규정들이 서둘러 작성되었으며 아직도 세부적 사항이 마련되지 못했다. 2011년 1월로 설정된 연구기간이 끝나면 시행을 위한 권고사항들이 제정될 것이다. 9개월 이내에 통화감독청(Office of the Currency Comptroller), 연방예금보험공사(FDIC), 연방준비제도이사회(FRB), 증권거래위원회(SEC), 선물거래위원회(CFTC) 등 규제기관들은 볼커 룰의 규정들을 시행하기 위한 규칙을 제정해야 한다. 12개월 이내 또는 2012년 7월 21일 중 빠른 시점에 볼커 룰이 공포되어야 한다. 그 이후에도 금융기관들이 제한조치를 적용받는 데는 2년의 유예기간이 있다. 그 기간 중에도 유예기간 연장이나 예외

조치가 도입될 수 있다.

볼커 룰은 그런 의미를 가지고 있기 때문에 어떤 형태의 금융기관의 수익성이나 수익은 표적이 되고, 영향을 받게 될 것이다. 투자은행 업무에 중점을 두는 금융기관들이 주로 영향을 받을 것이다. 새로운 룰이 어떤 효과를 미칠 것인가에 대한 추산과 분석이 있기는 하지만, 실제로 어느 은행도 자기자본매매의 규모를 공개적으로 발표하지 않기 때문에 자료의 신빙성이 많이 떨어진다. 그럼에도 불구하고 은행들의 자기자본매매에서 얻는 수익이 총수익의 1~5%가 될 것이라는 추산이 있다. 가장 높은 회사는 Goldman Sachs인데 총수익 중 10% 정도가 자기자본매매에서 나오고 있다. 투자은행 형태의 금융기관들이 가장 큰 영향을 받을 것이며, 헷지펀드나 지분투자펀드에 투자하거나 주선하는 것을 제한하는 조치의 영향이 더 심각할 것이다. 이러한 제한 때문에 은행들은 은행의 핵심영업활동에 보다 주력하게 될 것이다. 볼커 룰로 유니버설 बैं킹 모델이 끝나는 것은 아니지만, 틀림없이 그 모델은 영향을 받게 될 것이다.

세상 만사가 그러하듯이, 볼커 룰에도 찬성과 반대가 있다. 유니버설 모델의 지지자들은 유니버설 बैं킹이 위험의 분산, 수익성, 그리고 수익면에서 많은 이점이 있다고 주장한다. 은행들이 위험관리능력을 잘 갖추고 있거나 상이한 영업활동 간의 상관관계가 낮다고 가정하면, 유니버설 बैं킹이 은행의 이익이나 수익에 안정성을 가져올 것이라고 기대할 수 있다. 투자은행 영업의 변동성은 전통적 상업은행 영업으로부터 발생하는 보다 안전한 수익으로 상쇄될 수도 있다. 마찬가지로 경기가 하강기에 접어들어 대출이 현저히 둔화될 때, 그 손실은 거래활동으로부터 발생하는 수익으로 상쇄될 수 있다.

물론 다각화의 이점은 해당 금융기관의 총수익 중에서 변동성이 높은 영업활동에서 나오는 수익의 비중이 달라졌을 것이다. 이는 또한 상이한 영업활동 간 상호상관관계에 달려있기도 하다. 그래서 만약 투자은행수익과 이자수익이 동시에 감소한다면 다각화의 이점은 별로 나타나지 않는다. 유니버설 बैं킹이 가져온다고 주장하는 두 번째 이점은 은행들 자신에게 시너지 효과를 주는 것이다. 은행들은 동일한 고객리스트를 가지고 교차판매를 통하여 더 많은 수익을 올릴 수 있는 이점이 있으며, 공동으로 운영하는 지점에서 다양한 상품을 판매할 수 있기 때문에 원가절감을 실현할 수 있다. 또한 유니버설 बैं킹은 원스톱 센터로서 고객에게 비용과 시간을 절약할 수 있게 함으로써 고객에게 사회적 이익을 가져다 준다.

물론 유니버설 बैं킹과 관련해서는 비용과 위험도 존재한다. 위험 중의 하나는 안정적 운영에 위험을 주입(注入)시키는 것이다. 투자나 증권형 영업활동에 더 많이 관여하는 상업은행은 은행의 안정적 분야에 더 많은 위험을 가져오고, 지불불능(insolvency)이나 손실의 위험을 증가시킬 수 있다. 유니버설 बैं킹의 한 가지 중요한 비용은 기관의 규모나 복잡성을 증대시켜 해당기관에 대한 감독과 규제를 복잡하게 만드는 것이다. 만약 은행이 도산하면 정리절차가 복잡하게 된다. 유니버설 बैं킹은 규모가 크고, 영업활동도 대규모여서 은행산업의 경쟁을 제한하거나 이해상충을 가져올 수 있다는 것도 또 다른 비용이다. 특히, 상업은행 업무와 투자은행 업무 간에 방화벽이 충분하지 않을 경우 문제가 심각하다. 내부자 거래의 악습과 위험을 은행 자신에서 고객으로 전가하는 행위가 증가할 수 있다.

유니버설 बैं킹의 비용과 이익을 살펴보았는데, 우리에게 순이익과

순리스크는 어떻게 될 것인가 하는 질문을 남겨준다. 유니버설 बैं킹은 최근 세계 각지에서 많은 압력을 받아 오고 있으며, 압력을 받는 이유 중의 하나는 바젤규정인데, 보다 높은 수준에서 보다 양질의 자본을 요구하고 있다. 거래활동을 대규모로 수행하는 유니버설 बैं크나 투자은행은 바젤III의 엄격해진 자본기준에 영향을 받게 될 것이다. 그 이유 중의 하나는 유니버설 बैं크들이 바젤 기준에 따라 높은 위험가중치를 적용하는 거래형(trading-type) 영업활동을 수행하기 때문이다. 또한 유니버설 बैं크들은 지사들(subsidiaries)을 통하여 세계 각지에서 영업활동을 하기 때문이다. 더 나아가 유니버설 बैं크들은 보험영업을 하고, 고객에게 다양한 서비스를 제공하기 때문이기도 하다. 이 모든 요소들은 바젤III가 시행되면 기본자본에서 공제되게 될 것이다. 그러나 유니버설 बैं크들에 영향을 주는 것은 바젤III뿐만이 아니다. 시스템적으로 중요한 대형금융기관들(SIFIs)에 대하여는 다른 형태의 규제방안이 검토되고 있는 중이다.

볼커 룰은 유니버설 बैं킹의 수익과 활동에 영향을 주는 한 가지 요소임이 분명하다. 영국에서는 지금도 상업은행과 투자은행을 완전히 분리하는 방안이 검토 중에 있다. 사후 처방서(living wills)는 복잡한 대형 금융기관들의 정리 또는 회생계획인데, 만약에 도산할 경우 어떻게 영업활동을 정리할 것인지를 보여주는 계획을 개발하도록 요구하고 있다. 사후 처방전을 시행하자면 은행그룹들이, 시행이 용이하도록 단순한 기업구조의 개발 필요성을 느끼게 한다. 그렇게 되면 다양한 영업활동에서 오는 다각화의 이익이 크게 줄어들 것이다. 유니버설 बैं킹에 의미를 갖는 유사한 규제로 자회사 독자생존 제안(stand alone subsidiarization proposal)이 있는데, 각국에서 영업하는 자회사나 지점으로 하여금 모은행에 의존하지 않고 그 나라 현지에서 자금을

자금조달하고 독자적으로 자립하도록 요구하고 있다. 이러한 규제는 금융기관 내의 상이한 영업활동 간에 분명한 방화벽을 도입하게 하고, 은행그룹이 보다 단순하고 능률적인 기관이 되도록 요구하고 있다.

이 모든 규제들이 은행들의 수익성이나 수익능력에 현저하게 누적적으로 영향을 주게 될 것이다. 은행들이 보다 많고, 보다 양질의 자본을 보유하도록 요구됨에 따라 그러한 규제가 자본과 유보이익을 창출하는 능력을 제한하게 될 것이다. 정책당국자들은 규제조치를 도입할 때, 이러한 점들을 고려해야만 할 것이다. 둘째로 다각화의 이점은 줄어들거나 상실될 수도 있다. 이것은 은행들이 투자영업에서 오는 강력한 수익창출능력을 가지고 수익이 낮은 부문을 보완하는 능력을 감소시키게 될 것임을 의미한다.

은행들은, 특히 투자영업활동이 중요할 경우, 매우 탄력적인 영업모델을 가질 수 있으며, 어떤 영업활동을 폐지하거나 법적 관할구역(jurisdictions)을 바꿈으로써 쉽사리 전략을 조정할 수 있다. 이러한 전략조정은 어떤 고위험营业을 뒤로 숨기는 것을 의미할 수도 있다. 실제로 미국에서 유수한 은행 중의 일부가 자기자본매매營業을 줄이거나 폐지하기 시작했다는 징후가 나타나고 있다. 그러나 아무도 그러한 영업활동이 사라질 것이라고 믿지는 않는다.

국가 간에 규제체제의 차이가 있는 한, 볼커 룰이나 그 밖의 제한의 대상이 되는 어떤 은행기관들은 그들의 영업활동을 규제가 적은 나라로 이전시킬 것이다. 그래서 정책당국자들은 도입되는 규제들이 금융체제에 미치는 영향이 한정적인 것이 될 수 있도록(부정적 영향이 나타나지 않도록) 보다 종합적으로 생각해야 할 것이다. 그들의

과제는 새로운 규제가 시스템적 위험을 감소시키기보다는 오히려 증가시킬 가능성을 차단하는 것이다. 정책당국자들은 보다 선제적(proactive)이어야 하고 기관들을 감독하는데 신중해야 하며, 금융기관이 영업모델 자체는 물론 새로운 규제를 회피하기 위하여 어떤 새로운 위험을 부담하는지에 대하여 특별히 주의를 해야 한다. 것처럼 선제적이고 집중적인 감독이야말로 새로운 금융질서의 필수적 요소이다.

둘째로, 규제의 범위를 비은행(non-bank) 금융기관이나 새도우뱅킹까지 확대할 필요가 있다. 이 말은 반드시 비은행 부문의 기관들이 은행처럼 규제되어야 한다는 의미는 아니며, 그러나 최소한 새도우뱅킹 부문에서 발생할 수 있는 위험을 잘 포착할 수 있도록 그 쪽 금융분야에 대한 분석 능력과 감시활동을 강화할 필요가 있다. 이는 또한 시스템적으로 중요한 대형 비은행 금융기관들도 보다 엄격한 규제의 대상이 되어야 함을 의미한다. 또한 정책당국자들은 이러한 거품이 형성될 가능성이 있는 금융상품(instruments)과 시장을 면밀히 감시해야 한다. 정책당국자들이 해야 할 가장 중요한 일 중의 하나는 금융기관들이 자체적으로 적절한 위험관리체제를 확실히 갖추도록 독려하는 것이다. 조직이 너무 복잡해지면 은행들 내부에서 어떤 일이 일어나고 있는 지에 대한 통제를 상실할 수도 있다.

물론 감독은 위기가 발생했을 때 비용을 최소화할 수 있도록 시장의 인프라를 강화하는 조치와 결합되어야 한다. 규제당국은 개별금융기관에 초점을 맞추기보다는 시스템적 위험에 더 주의를 기울여야 하며, 이는 또한 규제의 차이 를 악용하는 위험을 줄이기 위해 정책을 공조해야 함을 의미한다. 은행의 모델에 관한 한, 옳고 그른 것은

없지만, 정책담당자는 도산의 위험을 줄이고 또한 도산사태가 발생했을 때 수습이 용이할 수 있게 시스템의 회복력을 강화시키도록 특별한 주의를 기울여야 한다.

패널

Tab Bowers

McKinsey and Company 동경사무소 대표

나는 지난 15년간 아시아 지역에서 은행과 보험회사에 근무하면서 지내왔기 때문에 은행산업 종사자들이 볼커 룰에 관련된 이슈들에 대하여 어떻게 생각하고 있는지에 대해 어느 정도 파악하고 있다. 볼커 룰의 영향을 평가하는데 있어서는 아직도 볼커 룰의 최종판이 나오지 않았다는 점을 인식하는 것이 중요하다. 따라서 최종적인 영향은 아직도 불분명하다. 실제로 지난 10월(2010)에 Paul Volcker 전 연준 의장은 무엇이 자기자본매매(proprietary trading)에 해당하고, 무엇이 고객을 위한 시장조성(for-client market making)에 해당하는지를 위시한 볼커 룰 관련 정의를 보다 더 명확히 할 것을 촉구한 바 있다. 은행 영업의 많은 부분이 볼커 룰에 달려 있기 때문에 은행들이 그것을 좀 더 분명히 해달라고 압박하는 것은 너무나 당연하다고 생각된다. 그럼에도 불구하고 볼커 룰이 제대로 잘 시행되면 은행산업에 실질적인 이익이 될 것으로 업계의 많은 사람들이 믿고 있다고 나는 생각한다.

볼커 룰에 반대 로비를 하는 사람들이 매스컴을 많이 탔지만, 최근 금융위기로 상처를 입은 기관에 연루되어 있는 경영자들이 엄청나게 많다. AIG 같은 조직의 경영자들은 금융위기로 상당한 고통을 겪었을

것이며, 나는 그들이 볼커 룰 같은 것에 고무되어 있을 것으로 생각한다.

나는 볼커 룰의 영향이 상당히 제한적일 것이라고 주장한다. 대형은행들의 총수익 중 볼커 룰의 영향을 받는 부문에서 나오는 수익의 비중은 평균 1~5%에 불과하다. 거래 규모면에서 Goldman Sachs가 자기계정투자 부문에 계상된 230억 달러로 가장 큰데, 총수익의 8%에 해당한다. Goldman Sachs는 자기자본매매 창구를 가지고 있었는데 지금은 폐쇄되었다. 그러나 어떻게 결말을 짓고, Goldman Sachs가 얼마나 피해를 입을 것인지에 대한 많은 의문점이 남아 있다. Goldman Sachs의 경우는 스펙트럼의 상단(上端)에 있지만, 대부분의 금융기관들에게는 변동성, 수익, 영업 등의 측면에서 볼커 룰의 영향은 비교적 작은 변화에 불과하다. Citigroup이나 JP Morgan 같은 회사에는 볼커 룰에 직접 영향을 받는 영업이 아주 조금밖에 남아있지 않다.

나는 볼커 룰이 지금 있는 형태 그대로 시행된다면, 아시아나 특히 한국에서는 볼커 룰 같은 것이 작은 이슈에 불과할 것이라고 주장하겠다. 아시아 시장의 대부분 은행들은 대차대조표 거래나 기업금융업무를 수행하고 있다. 아직 자본시장 관련 영업은 비교적 작다. 자기투자업무(principal investment business)는 이보다도 더 작은 분야이다. 따라서 지금 단계의 볼커 룰이 아시아에서 시행된다 해도 한국 같은 시장에 있는 대부분의 대형은행들에 주는 영향은 작을 것이다.

더 큰 이슈는 새로운 자본규정이다. 대부분의 대형은행이나 보험회사들은 바젤III의 자본 및 유동성 기준을 어떻게 충족시킬 것인가에 집중하고 있다. 아직 주목을 받지 못하고 있는 점은 바젤III가 수익성에 미칠 영향이다. 그 영향은 꽤 심각하다. 전세계 100대 은행의

이익구조를 살펴보면, 15년 전 이전 기간에는 평균자본이익률(ROEs)이 다른 산업과 비슷한 10~20% 대에 있었다. 그러나 지난 15년간 자기자본이익률은 20% 이상으로 치솟았다. 지난 5년 또는 6년간에는 레버리지가 자기자본이익률 상승을 견인하였다. 만약 레버리지 요인을 제거하면, 자기자본이익률이 15% 수준으로 낮아졌을 것이다. 그리고 나서 여기에 새로운 자본요구기준을 덧씌워보면 은행의 이익구조에 25%나 타격을 주게 된다. 엄청난 변화이다. 자본시장 영업에 주력하는 금융기관에게는 그 영향이 최소한 배 이상이 될 것인데, 그 이유는 자본시장 영업에는 매우 엄격한 룰이 적용되기 때문이다. 파생상품 거래액은 시장위험과 거래상대방 위험에 모두 노출되기 때문에 높은 위험 가중치를 적용 받게 된다. 그래서 자본시장중심 투자은행 형태의 금융기관에게는 그것이 보다 심각한 이슈가 된다.

그래서 볼커 룰은 작은 상처와 같아서 아프고 피해를 조금 주겠지만, 반면에 바젤III의 자본규제와 자본요구기준은 매우 심각한 만성 질병과 같다. 그 질병은 쉽사리 물러나지 않을 것이다. 바젤III는 많은 대형은행들, 특히 자본시장에서 영업하는 대형은행들의 영업모델에 커다란 구조조정을 요구하게 될 것이다.

시장에서는 유니버설 뱅크 쪽으로 강한 움직임이 있다. 첫째로 자본 및 유동성 요구기준이 보다 다각화된 은행에 유리하다. 유니버설 뱅크들은 예금을 통한 자금조달원이 있고, 전환할 수 있는 다양한 영업활동의 혼합체를 가지고 있으며, 규모와 다양성 때문에 대차대조표를 여러 방식으로 조정해나갈 수 있다. 우리는 대규모의 다각화된 유니버설 뱅크가 새로운 규정에 의해 감소될 이익의 적어도 50% 이상을 상쇄시킬 수 있을 것으로 추산한다. 자본시장과 투자은행

업무에 주력하던 순종 금융기관에게는 상쇄가능성이 훨씬 낮다.

만약 투자은행이 기업고객을 확보하려고 하면 고객은 대개 신용공여(credit facility)를 요구한다. 신용공여가 부여되면, 고객은 은행에게 거기에 상응하는 투자은행 수익흐름을 주게 된다. 이렇게 하는 이유는 고객이 대출시장에서 차단을 당했기 때문이다. 이러한 점들은 심각한 문제가 되고 있으며, 많은 기업고객들이 지금 투자은행 업무 및 자본시장 역량뿐 아니라 대차대조표상 대출능력을 갖춘 유니버설 뱅크 쪽으로 기울고 있다.

금융기관 측면에서는 거래상대방 위험이 큰 우려사항이다. 그들은 금융기관의 튼튼한 체력을 원하는데, 유니버설 뱅크가 일반적으로 높은 신용등급을 받아 유리하다. 지난 수년간 실제 수익성을 보면, 대차대조표 영업의 수익은 대부분 증가했다. 자본의 회소성과 자금난이 지속되면서 은행들이 대출 가산금리를 올릴 수 있었다. 또한 시장으로 투입된 경기부양조치가 금융시스템에 불안을 느낀 사람들로 하여금 정부채권투자 쪽으로 쏠림에 따라 2009년 고정수익영업이 크게 증가하면서 투자은행들에게 이익을 가져다 주었다. 2010년에 이것이 다시 정상화되었다. 그래서 대차대조표 사이드거래는 이익률이 강화되었고 반대로 판매 및 거래사이드는 계속적인 압박을 받았다.

구조화된 금융상품이 억제되는 뚜렷한 추세가 나타나고 있으며, 당분간 그 추세는 반전되지 않으리라고 전망한다. 우리는 구조화된 금융상품 영업이 살아난다 해도 단시간 내에 돌아오리라 기대하지 않는다. 동시에 (수입수수료 등)플로우 영업(flow business)은 약간 증가하고 있다. 플로우 영업은 대개 규모가 크고, 유동성이 풍부한

대형금융기관으로 몰린다. 그래서 또 다시 유니버설 뱅크들은 대규모 플로우 계정금액을 갖게 되었다. 전반적으로 유니버설 뱅크에 유리한 점들이 많다. 그 결과 많은 국제적 투자은행들이 지금은 실제은행(actual banks)화 하고 있다. 미국에서는 그렇게 할 수 밖에 없다. 그렇게 하지 못하는 소수의 금융기관들은 그들의 영업모델을 어떻게 재생시킬 수 있을지 정말로 사투를 벌리고 있다. 노무라증권은 아마도 증권 부문 영업만으로 생존하는 금융기관 중 가장 클 것이다. 이것이 큰 이슈가 되고 있는데, 왜냐하면 노무라증권은 정부의 암묵적인 지원을 받지 않았으며, 은행이었거나 대형은행의 자회사였다라면 받았을 수 있는 신용등급보다 거의 틀림없이 한 두 단계 낮은 등급을 받았기 때문이다. 그것은 영업능력에 직접적인 영향을 미쳤다. 그 같은 금융기관들은 앞으로 어떻게 해야 할지 심각하게 고민하고 있다. 그들이 은행과 합병해야만 할까? 또는 은행으로 변신을 해야 할까?

지금 금융시스템 안에는 유니버설 뱅킹에 대한 많은 압력이 존재하고 있으며, 그 압력은 일시적인 것은 아니다. 내 결론은, 건전한 금융시스템은 강한 유니버설 뱅크와 더불어 지탱될 수 있다는 것이다. 그러나 동시에 진정한 자기자본매매와 고객을 위한 영업을 분리시키는 것은 틀림없이 좋은 일이다. 따라서 볼커 룰은 유니버설 뱅킹과 공존할 수 있다. 나는 분명히 이 둘을 직접적인 상쇄관계로 보지 않는다. 그것들은 공존할 수 있는 두 개의 상이한 이슈들이다.

패널

김 형 태

자본시장연구원 원장

나는 볼커 룰의 개념에는 동의하지만, 그것을 상이한 국가에 어떻게

적용할 것인가에 대해서는 약간 다른 견해를 가지고 있다. 각국은 상이한 경제 여건을 가지고 있고, 장·단점의 비교 형량은 각국의 경제상황에 따라 달라진다. 그것은 매우 까다로운 정책과제이다.

세계 금융산업을 살펴보면, 우리는 두 종류의 완전히 다른 동물들을 보게 된다. 하나는 유니버설 뱅크이고, 다른 하나는 내가 특화된 은행시스템(specialized banking system)이라고 부르는 것이다. 나의 유니버설 뱅크에 대한 정의는 다른 분들과 다른데, 좀 더 엄격하다. 나의 정의에 의하면 한 지붕 밑에서, 한 집에서 상업은행 업무와 투자은행 업무를 같이 수행하는 금융기관들이 유니버설 뱅크이다. 예를 들면, BOA가 Merrill Lynch를 인수했지만 두 회사는 독립된 은행 법인으로서 상이한 영업활동을 수행한다. 따라서 나의 정의에 따르면, 그들은 유니버설 뱅크가 아니다.

정책당국자의 시각에서는 볼커 룰, 즉 투자은행 업무와 상업은행 업무의 분리가 최선이다. 그러나 영업의 관점에서 보면, 상업은행은 위험을 분산하기 위해 사업범위를 넓히는 것이 필요하다. 그래서 은행가의 시각에서는 유니버설 뱅킹이 최선일 수 있다.

유니버설 뱅킹의 사업모델은 비(非)전문적 소액투자자들(주로 예금자들)로부터 부채를 일으켜 영업활동의 재원을 마련한다. 그러한 구조를 통하여 그들은 위험이 높고, 특수한 상품에 투자한다. 나는 이 모델이 금융기관이나 은행가들에게는 매우 매력적일 것이라고 생각한다. 그러나 은행시스템 전체 차원에서 볼 때, 만약 모든 은행들이 이 모델에 따라 사업을 한다면 시스템적 위험은 높아질 것이다. 이것이야말로 전형적인 구성의 모순(fallacy of composition)이며,

시장실패의 사례이다. 따라서 유니버설 बैं킹에 대한 정책 문제는 매우 까다롭다.

세계 다른 나라에서는 대형투자은행들이 너무 많은 위험을 선택한다는 것이 문제이다. 그런 의미에서 상업은행 업무와 투자은행업무를 분리하는 것이 매우 바람직스럽다. 그러나 한국의 문제는 매우 다르다. 한국의 투자은행들은 너무 위험을 적게 진다. 정책당국의 방향은 오히려 투자은행들이 과감하게 위험을 부담하도록 하는 것이다. 물론 적절한 위험관리가 수반되어야 한다. 내가 강조하고자 하는 포인트의 하나는 두 가지 형태의 통합을 구분해야 한다는 것이다. 하나는 화학적 결합인데, 유니버설 बैं킹이 전형적인 사례이며, 동일한 사업법인체가 다각적 영업을 수행한다. 또 다른 하나는 재무적 통합이다. 이 형태의 대표적 사례는 금융지주회사이다. 금융지주회사는 다양한 영업활동을 영위하는데, 볼커 룰의 제한사항들은 상업은행뿐 아니라 상업은행에 계열화된 증권회사에까지 적용된다.

나는 한국의 경우 시스템적 위험의 주요 원천이 다르다고 생각한다. 대마불사의 문제는 심각하지 않다. 한국에서 시스템적 위험의 주요 원천은 갑작스런 자본 유출·입의 중단이다. 한국에서 시스템적 위험을 다스리자면, 자본의 유입과 유출을 안정시키는 것이 제한조치를 더 부과하는 것보다 중요하다.

따라서 한국의 정책당국자의 시각에서는 국제적인 기준과 한국 경제의 특성을 잘 비교·검토하여 정책의 패러다임을 도출하는 쪽으로 가는 것이 최선이다. 그런 의미에서 나는 금융지주회사가 한국에 매우 적합한 사업 모델이라고 생각한다. 금융지주회사는 위험 분산에 필요한

사업범위를 유지하면서 문제가 생기면 문제가 되는 사업체를 떼어낼 수 있다.

패널

Dominique Dwor-Frecaut

Royal Bank of Scotland, Singapore

볼커 룰과 관련한 내 의견은 정부가 은행들에게 사업을 어떻게 운영하라고 강요해서는 안 된다는 것이다. 정부는 금융산업에 직접 개입해서는 안 되며, 내 느낌으로는 우리가 새로운 규제에 너무 지나치게 경도되어 있는 것 같다. 3년 전만 해도 투자은행은 영웅이었는데, 이제는 악당이 되었다. 투자은행들도 유익한 사업을 하며, 모든 복합금융 상품들이 사악한 것은 아니라는 점을 명심해야 한다. 복합금융상품들의 위험은 상품 그 자체에 있는 것이 아니라 어떻게 사용되는가에 있다. 나는 가장 가치 있는 금융혁신은 갓난 아기를 목욕 물과 함께 쏟아버리는 현금 자동입출금기(ATM)라는 Volcker 의장의 빈정대는 말 뜻을 안다. 복합 금융상품들은 악명 높은 은행가들뿐 아니라 많은 사람들이 연루된 다양한 금융시장과 규제감독의 실패를 책임지는 희생양이다.

나도 역시 볼커 룰이 그다지 큰 변화를 가져오리라고 생각하지 않는다. 금융은 Glass-Steagall이 도입된 1930년대 이후 많은 변화를 겪었다. 실제로 자기자본매매와 고객자산관리 또는 고객관련 영업을 구분하기가 매우 어렵다. 또한 금융위기를 들여다보면, 은행의 손실은 투자은행 영업이나 자기자본매매에 기인하기보다는 비전통적 상업은행 영업의 결과로서 나타난다. 예를 들면, 은행들은 특수목적회사들이

더 이상 자금을 받지 못하게 되면, 그들이 보유하던 자산을 은행의 대차대조표로 흡수해야만 했다.

은행들은 온갖 종류의 대출을 증권화하고, 이들 증권의 일부를 자신의 계정으로 보유하였다. 은행들이 빈 껍데기 증권으로 고객들에게 사기치는 것을 방지하기 위한 Glass-Steagall 법이 살아 있을 때에도 IT 거품기에 일어났던 사태를 방지하지는 못했다는 점을 얘기하고 싶다. 그래서 나는 정부가 금융시장과 은행업무에서 손을 뗄 필요가 있다고 생각하며, 이러한 목적 달성에 가장 실용적인 방안은 협의의 은행제도를 통하는 것이라고 생각한다.

협의의 은행은 예금의 수취, 지불결제제도에의 접근, 예금보험제도 면에서 독점권을 갖는 금융기관 형태를 말한다. 그 금융기관은 그 대가로 모든 예금을 안전한 형태의 자산으로 보유해야 한다. 그렇게 하면 은행의 영업은 두 부문으로 나뉘어진다. 하나는 시스템적으로 중요한 것 및 지불결제제도 부문과 그 밖의 부문이다. 여타의 부문은 방임하거나 가볍게 규제한다. 나는 이 경우의 첫 번째 장점으로 납세자의 부담이 축소될 것이라고 생각한다. 협의의 은행은 훨씬 덜 위험하며, 유니버설 뱅크가 도산할 경우의 비용보다 협의의 은행이 도산할 경우의 비용이 훨씬 적게 될 것이다. 금융기관들은 정부의 간섭 없이 그들에게 가장 맞는 영업모델을 발전시킬 수 있는 더 많은 자유를 누릴 수 있을 것이다. 사회적으로 우리는 보다 역동적이고, 창의적이며, 효율적인 금융산업을 갖게 될 것이다. 시장의 자율규제가 작동하도록 놓아 두어야 한다. 금융기관들은 망하도록 내버려두어야 한다. 왜냐하면 이것이 혁신과 능률의 개선을 가져오는 창조적 파괴의 과정이기

때문이다. 지금 우리는 가장 나쁜 은행들이 가장 많은 보조금을 받는 왜곡된 은행제도를 갖고 있다. 어떤 은행도 공짜로 정부보종의 혜택을 받지 않게 하는 편이 나을 것이다.

산업을 들여다보면, 혁신은 대형회사에서 나오지 않는다. 언제나 새로운 시장진입자가 혁신을 가져온다. 현재의 추세를 보면, 미국의 은행시스템은 금융위기에서 빠져나오면서 오히려 과거보다 더 집중화되는 현상이 일어나고 있다. 나는 다양한 금융시스템이 더 이익을 가져오리라고 생각한다. 분명히 그렇게 해야 우리는 떼거리 행태를 억제하고, 혁신을 촉진시킬 수 있을 것이다.

아시아는 지금 기록적인 자본유입을 경험하고 있는데, 금융불안정을 겪지 않으면서 이를 흡수하는 것이 매우 어려울 것으로 생각하며, 나는 협의의 은행을 검토해 볼 가치가 있다고 생각한다.

패널

이종화

고려대 교수

이번 금융위기나 금융시장의 긴 역사를 되돌아 보면서 얻는 교훈은, 세상에는 유일한 최적의 금융제도나 구조가 존재하지 않는다는 것이다. 한국에서는 은행시스템을 어떻게 하면 대형화하고, 업무범위를 넓히며, 국제화시킬 것인가에 대하여 논의하여 왔다. 과거에 한국은 일본의 금융시스템을 답습해 왔는데, 금융위기 이후 미국 모델이라고 알려진 국제표준으로 전환하였다. 그러나 지금 미국 금융시스템이 문제를 일으켜 이를 어떻게 개혁할 것인가에 대하여 논의하는 중이다. 한국의 문제는 미국을 따라 방향을 바꿀 것인가 하는 것이다. 한국의 금융시스템이 미국의

것과 같아지면 회복력이 생기고, 효율화되며 쇼크에 안전하게 될까?

한국에서의 금융쇼크는 자본 유출·입의 가변성 때문이며, 은행 시스템이 유니버설 बैं킹에 기초하느냐, 특화된 बैं킹에 기초하느냐와는 관계가 없다. 나는 다른 나라가 하는 것을 따라가기만 해서는 안 된다고 생각하는 것을 분명히 지적하고 싶다. 한국은 규제개혁에 대한 논의를 잘 살펴보아야 하며, 또한 어떤 국제기준은 적극적으로 수용해야 하지만, 한국 자신의 금융시스템을 구축해나가는 것이 더 중요하다.

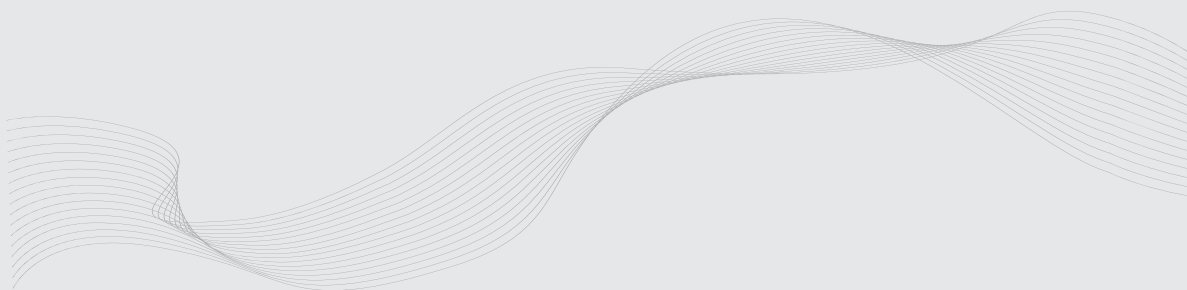
이번 금융위기는 시스템적 위험이 핵심 포인트이며, 금융기관들을 대형화시키는 데는 응보와 비용이 따른다는 점을 보여주었다. 금융기관들은 너무 커지고, 너무 복잡해지고, 너무 연계되고, 또한 대마불사가 된다. 이러한 상황을 방지해야 한다. 한국의 맥락에서는 금융산업이 너무 은행중심이라는 것이 강조되고 있다. 그렇다고 오래된 은행들을 합병하여 더 대형화함으로써 경쟁력을 제고할 수 있다 하더라도 금융시장의 안정이 보장되지는 않는다.

한국은 자본시장을 발전시켜야 하며, 나는 원화 채권시장, 특히 회사채 시장의 육성을 지지한다. 다각화가 중요하지만, 그것이 투자은행을 육성하는데 초점을 맞추어야 한다는 의미는 아니다. 금융발전과 안정 간의 균형을 맞추는 것이 중요하다.

분명히 모든 나라에 다 들어 맞는 규제체제는 없다. 각 나라마다 산업구조, 금융시스템 등 특성이 있고, 국제적인 규제 틀은 통째로 도입될 수는 없다. 금융산업구조를 바꾸는 것이 전부가 아니며, 금융시스템의 회복력을 높일 수 있는 규제와 감독체제의 개선이 핵심이다.

끝으로 나는 인적능력 개선의 중요성을 말씀드리고자 한다. 많은 토론의 결과를 보면, 한국은 규제의 틀만 바꾸면 다른 것들은 신속히 따라올 것이라는 느낌을 들게 한다. 그러나 결국 제도의 성패는 사람에게 달려있다. 개인들이 여전히 규정들을 시행하고, 개인들이 여전히 규정을 준수해야 한다. 우리는 그러한 상황이 일어나는 것을 미국에서도 보았다. 사람들은 근시안적이며, 이것이 과도한 위험선택을 유발하기 때문에 제도적 측면 못지 않게 규제의 인적능력 측면도 중요하다.

부록



환영사

남종현

세계경제연구원 원장

여러분, 안녕하십니까? 수개월간의 준비 끝에 여러분들을 직접 만날 수 있게 되어 기쁩니다. 세계경제연구원과 IMF가 공동으로 주관하는 본 컨퍼런스에 참석하신 모든 분들께 뜨거운 환영의 말씀을 드립니다. 특히 워싱턴 D.C.나 그 밖의 지역에서 먼 여행을 해주신 참석자들에게 감사를 드립니다.

과거의 많은 성공에 이어 우리는 오늘밤 또 다른 흥미로운 컨퍼런스를 열기 위해 모였습니다. 사실상 이번이 IMF와 합동으로 개최하는 세 번째 국제 컨퍼런스입니다. 지난 3년간 본 세계경제연구원의 훌륭한 파트너가 되어주신 IMF 당국에 감사를 드립니다. 또한 사공 일 박사께도 감사를 드리는데, 사공 박사께서는 최근 금융위기가 조짐을 보이기 훨씬 이전인 약 5년 전쯤에 본 국제금융컨퍼런스(International Finance Conference) 시리즈를 시작하셨습니다. 저는 수 차례 걸친 국제 컨퍼런스의 결과가 IMF와 사공 박사께서 주요한 역할을 담당하고 있는 G20 정상회의의 금융개혁안에 많은 기여를 해왔다고 믿습니다.

금번 회의의 주제인, “세계금융질서의 개편: 아시아의 시각”은 정말로 매우 시의적절한 것으로 보여집니다. G20 지도자들은 많은 금융개혁안을 만들어내기 위하여 분주하며, 새로운 국제기준과 금융 개혁조치가 각국에서 법제화되고 있습니다. 그러나 우리는 현재 국제금융체제에서 일어나고 있는 변화가 세계경제에 특히, 최근 세계 금융위기의 무고한 희생양(*innocent victim*)이 되었던 아시아 각국 경제에 어떤 영향을 줄는지 잘 모르고 있습니다. 저는 금번 컨퍼런스가 미래의 세계경제를 보다 안전하게 만드는데 또 다른 기여를 하리라는 점을 믿어 의심치 않습니다.

말씀을 끝내기 전에 몇 가지 중요한 감사의 말씀을 드리겠습니다. 우선 저는 이번 회의의 공동 준비위원인 IMF의 Cheng-Hoon Lim 박사와 세계경제연구원의 조윤제 박사께 진실로 감사를 드립니다. 이 프로그램은 그 분들의 훌륭한 공동노력의 결산물입니다. 아쉽게도 Cheng-Hoon Lim 박사는 중요한 집안일 때문에 이 자리에 참석하지 못하였습니다. 그래서 혹시 그 분을 만날 기회가 있으시면 지난 3년간 본 컨퍼런스를 위해 애써주신 노고에 감사드린다는 말씀을 전해주시기 바랍니다. 끝으로, 제일 중요한 말씀으로 지난 4년간 이 국제 컨퍼런스를 지원해주신 신한금융그룹에 깊은 감사를 드립니다. 이처럼 너그러운 지원이 없었더라면 한국 경제학계는 지금처럼 성장하지 못했을 것입니다. 이 뜻 깊은 국제 컨퍼런스에 참석해 주신 모든 분들께 다시 한번 감사를 드립니다.

환영사

Axel Bertuch-Samuels

IMF 통화 · 자본시장국 부국장

세계적 경제위기는 여러 방면에서 아직도 진행형이고, 위기가 촉발한 개혁노력도 진행 중입니다. 지금까지 많은 성과가 있었으며, 이제는 한 발자국 물러서서 앞으로 어떻게 될 것인가를 살펴볼 때가 되었습니다.

한국을 포함한 이 지역에서 이미 이룩해온 개혁조치는 국내 금융시장의 대응력을 현저하게 강화시켰습니다. 그래서 이 지역의 국가들은 개혁이 없었더라면 당했었을 큰 피해를 줄일 수 있었습니다. 금번 위기는 금융체제간 다양한 상호연결채널, 세계 각 경제간의 연계관계, 시장과 기관과의 관계, 거시경제정책이 금융산업에 미치는 영향 또는 그 역방향으로의 영향 등을 보다 잘 살펴서 대응하는 것이 얼마나 중요한 것인가를 부각시켜주었습니다.

금번 금융위기는 모든 방면에서의 감독 및 규제개혁에 대한 추동력을 제공하였고, 한국은 또한 G20의 리더십하에서 개혁과제를 추진시키는데 주도적 역할을 담당하였습니다. 따라서 전세계는 한국에 감사해야 할 것입니다.

IMF는 이번 회의를 공동 주관하게 되어 매우 기쁩니다. 저는 이 회의를 통하여 우리가 금융산업개혁을 증진시키는데 매우 유용한 역할을 할 것으로 믿습니다. IMF는 다른 그룹이나 국제기구와는 다르게 보편적 멤버십을 가진 진정한 세계기구일 뿐 아니라, 양자간 또는 다자간 시각에서 경제일반이나 금융부문의 감시활동 면에 있어서 아주 훌륭한 기록을 가지고 있습니다. 또한 IMF는 금융기준의 시행을 평가하고, 모범사례를 전파하는 면에서도 훌륭한 능력을 지니고 있습니다.

물론 IMF는 위기에 처한 국가를 다룬 경험이 매우 풍부합니다. 5년 전만해도 IMF가 국제기구로서 유럽국가를 지원하도록 요청 받는다는 것은 상상도 할 수 없는 일이었다는 점을 지적하고 싶습니다. 이러한 경험을 감안할 때, IMF가 개혁과정에 크게 기여할 수 있다는 것은 분명합니다.

이번 회의는 확실히 앞서 제기한 문제들을 아시아의 시각에서 토론하는 소중한 장을 제공하고 있습니다. 저는 다른 연사들로부터 많이 배우고 활발한 토론을 기대하며, 또한 참석한 모든 분들에게 유용한 기회가 되길 희망합니다.

축사

사공일

G20 정상회의 준비위원회 위원장

우선 참석하신 모든 분들, 특히 해외에서 오신 분들께 뜨거운 환영의 말씀을 드립니다. 세계경제연구원과 IMF가 공동으로 시의 적절한 회의를 주관한 것을 축하 드리며, 지원해주신 신한금융그룹에게도 감사를 드립니다. 제가 한국의 G20 준비위원회의 위원장 자격으로 이 자리에 참석한 만큼, G20의 시각에서 금번 회의에서 다룰 주제, 즉 세계금융질서의 개편에 대하여 몇 말씀드리고자 합니다.

첫째로 국제금융기구 재원기반의 상당한 확충이 있었습니다. 둘째로 IMF 쿼터와 의사결정구조 면에서 큰 개혁이 있었는데, 서울 정상회의에서 이루어졌습니다. 그리고 Basel III가 채택되었습니다. Basel III에 대해 약간의 불만이 있는 것으로 알고 있습니다만, Basel II를 합의하는데 거의 10년이 걸린 반면 Basel III를 합의하는 데는 18개월 밖에 걸리지 않았음을 기억해야 합니다. 물론 G20가 주도적 역할을 하였습니다. 끝으로 정상들은 시스템적으로 중요한 대형금융기관을 다루는 원칙에 대해서도 합의하였습니다. 그래서 제가 보기에는 G20는 개혁을 만들어내는데 상당히 성공적이었습니다.

현 시점에서 저 개인적으로는 세계 국가들이 G20를 제도화 시켜 나가는 작업을 시작하기를 희망합니다. 지난번 백악관에 가서 만난바 있는 Larry Summers를 포함한 친구들에게 이미 얘기한대로 다른 대안이 있겠습니까? G7으로 돌아가겠습니까? 또는 G192에 기대할 수 있습니까? 혹자는 20개 국가는 타협을 도출하기에 너무 많기 때문에 G20가 거추장스럽다고 합니다. 그러나 제 생각으로는 G20가 이미 성공적으로 일한 경험이 있기 때문에 앞으로도 이를 지속적으로 발전시켜 나갈 필요가 있습니다. 이는 서울정상회의를 성공으로 이끌기 위해서 땀 흘려 일한 모든 이들에게 용기를 주는 일이기도 합니다. 이제 서울정상회의가 긍정적 성과를 낸 만큼, 저는 G20의 공식적 제도화를 심각하게 검토해야 할 때가 되었다고 생각합니다.

저는 이 만찬 자리에서 제도화를 강조합니다. 왜냐하면 거시경제적 협력 분야뿐 아니라 세계금융질서를 개편하는 그 분야에서도 할 일이 산적해 있기 때문입니다. 우리가 과거에 경험하지 못했던 많은 사안들이 있으며, 앞으로 어떻게 전개될지도 잘 모릅니다. 너무나 많은 불확실성이 우리 앞에 놓여 있으며, 불확실성의 시대에는 최상의 아이디어와 최고의 인재들이 모여 앞날을 함께 모색하는 것이 중요합니다. G20만이 바로 그런 일을 할 수 있는 모임입니다.

다시 한번 참석하신 모든 분들께 감사드립니다. 이번 회의가 세계 금융질서 개편을 향한 대화를 진행시키고, 의견을 교환하는 중요한 토론장이 되기 바랍니다.

특별 연설

진 동 수

금융위원회 위원장

여러분 안녕하십니까?

먼저 오늘 컨퍼런스를 준비하시고 저를 초대해주신 세계경제연구원 김병주 이사장님, 남종현 원장님, 그리고 IMF의 Axel Bertuch-Samuels 부국장님께 감사드립니다. 더불어 오늘 귀한 시간을 내어 컨퍼런스에 참석해 주신 국내외 금융전문가 여러분들을 진심으로 환영합니다.

가을과 겨울이 교차하던 11월도 끝나고 어느덧 완전한 초겨울로 들어서며 2010년 한해도 서서히 저물어가고 있습니다. 저 역시 그러했지만, 올 한해 한국은 국가적인 차원에서 참으로 바쁘고 의미 있는 한 해가 아니었나 생각합니다. 잘 아시다시피, 얼마 전에는 G20 서울정상회의가 있었고, 그 이전에도 FSB 총회, G20 재무장관회의 등 중요한 행사들이 한국에서 연이어 개최된 바 있습니다. 몸은 바빴으나, 이처럼 세계경제에 있어 매우 중대한 행사들을 성공적으로 개최했다는 점에서 정부 당국자의 한 사람으로서 큰 자부심과 보람을 느낍니다.

하지만 G20 서울정상회의가 결코 모든 것의 끝은 아니며, 앞으로 해결해야 할 과제들도 많이 남아있다고 할 수 있습니다. 이런 측면에서 오늘 저는 G20 서울정상회의가 갖는 의의가 무엇이었는지, 그리고 아시아 관점에서 본 성과와 향후 과제는 어떠한지 말씀드리고자 합니다.

G20 서울정상회의의 의의와 성과

여러분 금번 G20 서울정상회의의 슬로건이 무엇이었는지 기억하십니까? 금번 서울정상회의의 슬로건은 바로 “위기를 넘어 다함께 성장(Shared Growth Beyond Crisis)”이었습니다.

〈핵심 금융규제 개혁의 완료〉

이 슬로건은 많은 의미를 집약하고 있지만, 특히 “위기를 넘어”라는 표현은 금번 서울정상회의의 시기적 의의를 상징합니다. 즉, 이번 서울정상회의는 그간의 위기 국면에서 벗어나 위기 이후로 나아가는 전환기적 상황에서 개최되었습니다. 과연 G20 체제가 normal times에서도 지속될 수 있었을 것이냐는 일부 회의적 시각도 고개를 들던 시기였습니다.

그러나 금번 서울정상회의는 이러한 우려를 불식시키면서 G20의 신뢰성과 지속성을 확고히 하는 성과를 거둔 것으로 평가됩니다. 무엇보다 지난 2년 여간 G20가 가장 공을 들여온 금융규제개혁의 핵심과제가 마무리되었습니다. 이번에 합의된 은행 건전성규제 강화방안, SIFI 규제 및 감독강화 방안 등은 위기재발을 막기 위한 새로운

금융규제 체계의 핵심이라 말할 수 있습니다.

이러한 과제들은 그간 금융권의 반대 로비도 치열했고, 각국간의 이해 차이로 합의도 어려웠던 이슈들이었습니다. 특히, 바젤Ⅲ과 같은 과제는 당초 기준마련 시한도 서울정상회의 시점이 아니라 2010년 말까지였습니다. 하지만 한국 정부는 이러한 핵심과제들이 서울에서 마무리되어야 개혁의 모멘텀이 유지될 수 있다는 점을 강조하며, 시기단축과 합의를 위해 많은 노력을 경주했습니다. 결과적으로 글로벌 금융규제개혁 패키지가 이번에 마무리되면서 시장의 불확실성을 해소하고, G20의 모멘텀을 유지하는 성과를 거두게 되었습니다.

〈G20 서울정상회의에 대한 각국의 평가〉

G20 서울정상회의에 참석한 회원국들도 금번 서울회의에 대해 높게 평가했습니다. 차기 의장국인 프랑스는 G20 서울정상회의에서 회원국간 이견을 극복하고, 강하고 지속가능한 균형성장을 위한 국제사회의 협력정신을 확인하였다고 언급하였습니다. 중국은 금번 G20 서울정상회의를 계기로 G20가 “위기대응 메커니즘”에서 지속적인 “경제 거버넌스”로 자리매김 했다고 평가했습니다. 또한, 영국은 글로벌 불균형 문제를 다자적 방식으로 논의하는 기회를 제공함으로써 국제긴장 완화에 기여하였다고 찬사를 아끼지 않았습니다.

〈아시아 관점에서 본 서울정상회의의 성과〉

한편, 금번 서울정상회의는 지난 4차례의 정상회의와 달리 非G8, 非서구권 국가에서 열린 최초의 회의라는 지역적 특징을 가지고

있습니다. 그리고 실질적인 성과 측면에서도 아시아와 신흥국의 관점에서 의미 있는 중요한 합의들이 도출되었습니다.

사실 금융규제개혁 측면에서, 지금까지 G20와 논의된 과제들은 대부분 선진국 관점에서 추진되었다고 해도 과언은 아닐 것입니다. 이것은 최근의 위기가 선진국에서 촉발됨에 따라 위기대응 방안들이 선진국 금융시스템의 문제를 해결하는데 집중되었기 때문입니다.

올해 G20 의장국이었던 한국은 G20와 FSB에서 신흥국의 입장과 이해를 대변하기 위해 많은 노력을 기울여 왔습니다. 대표적으로 신흥국 외환시장의 안정성을 확보하기 위한 글로벌 금융안전망 이니셔티브(initiative)를 그 예로 들 수 있겠습니다. 또한, 다국적 금융 회사에 대한 금융당국간 정보공유 강화, Global SIFI와 National SIFI의 구별 등 신흥국 관점을 반영을 했습니다.

이와 더불어 한국 정부는 신흥국들이 많은 관심을 갖고 있는 과제를 추가로 제시해 G20를 의제화하는 성과도 거두었습니다. 거시건전성 감독체계 마련 및 신흥국 관점의 금융규제개혁 등이 그것으로, 향후 G20와 FSB 등이 중점적으로 추진해야 할 과제로 채택되었습니다. 구체적으로 과도한 자본유출입, 외환리스크 관리, 무역금융 등 신흥국들이 많은 관심을 갖고 있는 이슈들을 정상들이 합의문에 명시하였습니다.

향후 과제: 신흥국 관점의 금융규제 개혁

이러한 성과는 그간의 선진국 중심의 논의 흐름을 아시아 등 신흥국의 관심사로 전환시켰다는데 큰 의미가 있습니다. 이제 남겨진 과제는 아시아 경제에 실질적으로 도움이 될 수 있는 구체적인 성과물을 도출하는데 있다 하겠습니다. 이런 측면에서 앞으로 FSB가 발굴·추진하게 될 신흥국 관점의 금융규제 개혁이 어떤 방향이 되어야 할 것인지 우리 모두 고민해야 할 것입니다.

아시다시피, 아시아 또는 신흥국가들의 금융시장 특성과 경쟁력은 선진국의 그것과는 다소 다르다 하겠습니다. 금번 위기발생 초기 선진국에서 시작된 위기가 순식간에 신흥국으로 파급되면서, 신흥국은 경제여건과 상관없이 급격한 자본유출과 외환시장의 극심한 변동성을 경험했습니다. 즉, 신흥국의 경우 국내 금융산업의 부실이 아닌 자본·외환시장을 통해 위기가 발생하는 등 시스템 리스크 발생원인, 전파경로 등에서 선진국과는 다른 특징이 시현되었습니다. 한편, 신흥국 금융시장의 발달단계는 선진시장에 비해 초기단계이며, 글로벌 SIFI의 home 국가이기보다는 host 국가라는 특징을 가지고 있습니다. 이러한 특징이 모든 아시아 국가에 적용된다고 말하긴 어려우나 상당히 보편적인 것으로 신흥국 관점의 금융규제 개혁에는 이러한 특성이 고려되어야 할 것입니다.

건강하고 튼튼한 금융시스템을 만드는 작업에는 선진국과 신흥국이 공히 같은 목표를 가지고 있을 것입니다. 이에 따라 신흥국 관점의 금융규제 개혁 역시 글로벌 금융규제 개혁이라는 큰 틀 하에서 추진될 필요가 있습니다. 그러나 신흥국 금융시스템의 안정성을 제고하기

위해서는 자본유출입에 따른 취약성 등 신흥국 시장만의 특수성이 보다 심도 있게 논의될 필요가 있습니다. 아울러 효율적인 금융시스템 구축 등 신흥국의 금융부문 능력을 배양시키기 위한 노력도 병행되어야 할 것으로 생각합니다.

신흥국의 경험과 비교적 발달된 금융시장 운영경험을 모두 갖고 있는 한국은 앞으로 신흥국의 관점의 금융개혁 논의과정에서 선진국과 신흥국 그룹을 연결하는 가교로서 보다 능동적이고 적극적인 역할을 해 나갈 것입니다.

맺는 말

이번 위기를 계기를 앞으로 아시아의 위상이 더욱 강화될 것이라는 점을 부인할 사람을 별로 없을 것입니다. 하지만 한편으로 이것은 세계경제에 있어서 아시아의 역할과 책임이 더욱 무거워진다는 것을 의미합니다. 즉, 아시아는 앞으로 일정부분 세계경제의 운영에 책임을 지는 글로벌 리더십을 발휘해야 할 것입니다.

이런 차원에서 금번 서울정상회의 슬로건의 뒷부분인 “다함께 성장”이 갖는 의미가 매우 중요합니다. 이번 컨퍼런스에서도 단지 아시아의 목소리가 더욱 반영되어야 된다는 측면보다 아시아와 다른 지역이 더불어 성장할 수 있는 지혜를 모색해 나갔으면 좋겠습니다. 아무쪼록 오늘 컨퍼런스가 새로운 금융질서를 모색해 나가는데 있어서 서로의 지혜와 경험을 공유할 수 있는 좋은 기회가 되기를 기대합니다.

프로그램

2010. 12. 1. (수)

6:30 p.m.

리셉션 및 만찬 (2층 코스모스룸)

환영사: **남종현** 세계경제연구원 원장

Axel Bertuch-Samuels IMF 통화 · 자본시장국
부국장

축사: **사공일** G20 정상회의 준비위원회 위원장

2010. 12. 2. (목)

8:30-9:00 a.m.

등록 (1층 그랜드볼룸)

A. 오전 세션

사회: **김병주** 세계경제연구원 이사장

9:00-9:10 a.m.

개회사

류시열 신한금융지주회사 회장

9:10-9:40 a.m.

기조연설: 세계금융질서의 개편과 아시아

Andrew Sheng 중국 금융감독위원회 수석고문 / 前 홍콩
증권선물위원회 위원장

9:40-9:50 a.m.

질의 · 응답

9:50-10:20 a.m.

세계금융전망: IMF의 시각

Axel Bertuch-Samuels IMF 통화 · 자본시장국 부국장

10:20-10:30 a.m.

질의 · 응답

10:30-10:50 a.m.

휴식

I. 자본 유출입의 변동성 관리, 대출과 자산가격

10:50-11:20 a.m. 자산버블의 진단

최도성 한국은행 금융통화위원회 위원

11:20-11:50 a.m. 시스템 리스크 관리를 줄이기 위한 거시건전성 감독수단

Masahiro Kawai 아시아개발은행연구원(ADB) 원장

11:50-12:05 p.m. 질의 · 응답

12:10-2:00 p.m. 오찬 (2층 오키드룸)

특별연설

진동수 금융위원회 위원장

B. 오후 세션

사회: **Axel Bertuch-Samuels** IMF 통화 · 자본시장국 부국장

II. 세계금융개혁이 아시아 국가에 주는 함의

2:00-2:30 p.m. 은행제: 위기관리수단?

신현송 Princeton대 교수

2:30-3:00 p.m. 금융의 경기변동 확대성에 대한 대처

Eli Remolona 국제결제은행(BIS) 아 · 태지역 대표

3:00-3:15 p.m. 질의 · 응답

3:15-3:30 p.m. 휴식

3:30-5:00 p.m. 패널토론: 겸업화와“불커 물”— 어디로 갈 것인가?

사회: **조윤제** 서강대 교수 / 세계경제연구원 고문

발제: **Inci Otker-Robe** IMF 통화 · 자본시장국 과장

패널: **Tab Bowers** McKinsey and Company,

동경사무소 대표

김형태 자본시장연구원 원장

Dominique Dwor-Frecaut Royal Bank of Scotland,

Singapore

이종화 고려대 교수

세계경제연구원 발간자료 목록

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: 전망과 정책대응	Allen Sinai
09-04	미국 오바마 행정부의 통상정책	Jeffrey Schott

09-05	하강하는 세계경제와 케인지언 정책처방의 실효성	Justin Yifu Lin
10-01	새로운 세계질서 속에 변화하는 EU: 한국의 기회는?	Jean-Pierre Lehmann
10-02	위기 이후 미국 및 세계경제 전망, 그리고 유산과 정책과제	Allen Sinai
10-03	세계경제, 어떻게 볼 것인가? : 진단과 전망	Anne O. Krueger
11-01	위기 이후의 세계경제와 한국경제: 2011년 및 2012년 전망	Allen Sinai

2. 세계경제지평

94-01	유목적 세계의 도전	Jacques Attali
94-02	세계주의와 지역주의 混在	이 영 선
94-03	기회와 위협으로서의 中國	김 완 순
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	유 재 원
94-07	환경과 무역	나성린 / 김승진
94-08	円高에 따른 일본의 산업구조조정과 한국경제의 대응	이 종 윤
94-09	세계경제환경 변화와 우리의 선택	사공 일
94-10	개방화에 따른 기업정책의 방향	김 종 석
95-01	한국경제의 위상에 걸맞는 국제적 역할: 도전과 기회	사공 일
95-02	기업의 세계화와 경쟁규범	김 완 순
95-03	무엇이 세계화인가	김 병 주
95-04	한국과 미국: 2000년의 세계경제	James Laney
95-05	세계경제는 좌초할 것인가	김 적 교
95-06	엔화강세 지속가능성과 우리의 대응	박 진 근
95-07	세계화와 한국경제: 호환인가 거품인가	구 본 호
95-08	확산되는 특혜무역협정과 정책과제	남 종 현
95-09	역사인식과 한 · 일관계	홍 원 탁
95-10	일본산업의 네트워크 구조와 그 효율성	이 종 윤

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 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	김광석
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능률 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 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	김광석
98-02	한국과 ASEAN諸國間 무역구조의 변화추이와 대응방향	김승진

98-03	The Global Trading System: Challenges Ahead	Wan-Soon Kim / Nakgyoon Choi
98-04	정보화의 세계적 추세와 우리의 대응방안	박 종 국
00-01	Financial Crisis and Industry Policy in Korea	Young Sae Lee / Young Seung Jung
01-01	한국에서의 기술이전과 정보의 역할	이 영 세
01-02	우리나라의 산업 · 무역정책 전개과정	김 광 석

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 / 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 / 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 / C. Fred Bergsten 編

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

· 세계경제연구원 개원 10주년 국제회의	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
· Reshaping the Global Financial Landscape: An Asian Perspective	세계경제연구원 編

Reshaping the Global Financial Landscape: An Asian Perspective

세계금융질서의 개편: 아시아의 시각

2011년 3월 17일 인쇄 | 2011년 3월 20일 발행 | 발행인 남종현 | 발행 세계경제연구원

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

ISBN 978-89-86828-69-6 정가 15,000원

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
 - 주소: 서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505
세계경제연구원
 - 연락처: 551-3334~7(전화) 551-3339(팩스)
 - E-mail: igenet@igenet.com
 - <http://www.igenet.com>



천만불의 사업이에서
희망을 나누는 사업이로

그의 꿈이

1등 트로피에 머물렀다면

많은 아이들의 꿈이

그저 꿈에 머물렀을지도 모릅니다

메이저 무대에서 받은 상금을 모아

아이들을 위한 자선재단을 설립한 최경주

그가 나눈 천만불보다 값진 희망이

더 널리 퍼져 나갈 수 있도록-

희망을 키웁니다
Great Money



신한은행 | 신한카드 | 신한금융투자 | 신한생명 | 신한캐피탈
제주은행 | 신한 BNP 파리바 자산운용 | 신한데이터시스템
신한신용정보 | 신한프라이빗에쿼티 | 신한아이타스

나의 금융브랜드



신한금융그룹

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



9 788986 828696
ISBN 89-868-2869-6

정가 15,000원