

글로벌 금융위기의 전개과정*

최 혁 (서울대학교 경영학과)

1. 머리말

2008년 9월 15일, 이 날은 세계 4대 투자은행 중 두 개가 침몰하여 전 세계를 경악과 공포 속으로 몰아넣은 날이다. 158년 역사의 Lehman Brothers 지주회사가 파산보호신청을 냈으며 94년 역사의 Merrill Lynch가 Bank of America에 팔린 날이기도 하다. 이를 기점으로 전 세계가 글로벌 금융위기의 수렁으로 빠져들었으며 곧바로 실물경제의 침체를 맞이하게 되었다.

무엇이 이번 글로벌 금융위기의 원인이었을까? 흔히 인간의 탐욕이나 파생금융상품의 발달을 들기도 한다. 미국 공화당 정권을 비난하기도 하며, 신자유주의나 세계화를 지목하기도 한다. 심지어는 자본주의의 가치 자체를 부인하는 목소리도 있다. 엄밀한 분석 없이 함부로 이런 식의 주장을 펴는 것은 무책임할 뿐만 아니라 인류의 미래에 재앙을 가져올 수 있을 정도로 위험한 일이다. 이렇게 생각하는 이유는 금융위기의 원인에 대한 진단이 곧바로 금융위기의 재발을 방지하기 위한 금융 및 경제 시스템의

설계로 이어지기 때문이다. 금융위기의 근본 원인에 대한 분석은 앞으로 여러 해에 걸쳐서 이루어져야 하며, 맨 먼저 해야 할 일은 과연 어떤 일이 벌어졌는지에 대한 이해라고 본다. 여기서는 글로벌 금융위기의 전개과정을 뼈대만 추려 살펴보기로 한다. 자세한 내용은 필자의 저서 『2008 글로벌 금융위기: 현대인을 위한 금융특강』(2009)을 참조하기 바란다.

2. 미국 모기지시장의 성장과정: 2000년도 이전

1) Fannie Mae와 Freddie Mac의 설립

주택구입에는 큰 목돈이 필요하므로 대부분의 사람들은 모기지 대출을 받는다. 모기지 대출이란 은행에서 자신이 구입할 주택을 담보로 주택구입자금을 빌려 주택을 사고, 그 원리금을 보통 30년에 걸쳐 은행에 조금씩 갚아나가는 형태의 대출을 의미한다. 만약 주택구입자가 상환 도중에 원리금을 갚을

* 이 글은 편집자의 요청에 의해 필자의 저서 『2008 글로벌 금융위기: 현대인을 위한 금융특강』(2009)의 일부를 발췌하여 요약한 것이다. 이 글은 학술논문이 아니라, ‘사실들(facts)’을 모으고 여기에 필자의 의견을 붙여 교육 목적으로 작성한 것임을 밝혀둔다. 글이 산만해지는 것을 피하기 위해 표와 그래프는 옮기지 않았으며, 어느 정도 금융 지식을 갖춘 상경계 대상 교육자료이기 때문에 세밀한 설명은 생략하였다.

수 없게 되면 은행은 담보로 잡고 있는 주택을 압류함으로써 그 손실을 보전하게 된다.

그런데 1930년대 대공황(Great Depression) 상황에서 신용경색 상태에 있던 은행들은 초장기 모기지 대출을 할 인센티브가 없었다. 모기지 대출(은행 입장에서는 자산)의 만기가 부채(예금 또는 채권)에 비해 매우 길어 위험이 크기 때문이다. 게다가 2008 글로벌 금융위기 직후에 그러했던 것처럼 신용경색 상태에서는 은행 자신의 안전을 위해 현금을 확보할 인센티브가 매우 컸다.

은행들의 모기지 사업 활성화를 위해서 1938년 민주당 Roosevelt 정부는 Fannie Mae라는 정부기구를 만들었다. Fannie Mae의 주요 업무는 은행들로부터 정부보증을 받은 모기지 대출 자산을 매입함으로써 은행들에게 자금을 공급하는 것으로, 은행들은 모기지 대출 자산의 매각대금을 가지고 새로운 모기지 대출을 할 수 있는 길이 열리게 되었다. 모기지 사업의 걸림돌이었던 모기지 대출의 위험을 정부에 떠넘김으로써 은행이 안전하게 돈을 벌 수 있는 환경이 조성되었기 때문이다.

Fannie Mae의 효율성에 대한 의심과 베트남전 전비로 인한 재정압박을 해소하기 위해 1968년 미국 의회는 Fannie Mae를 주식회사로 전환하여 상장시켰으며 일반 모기지 매입도 허용하였다. 1970년에는 모기지 매입시장에서의 경쟁을 촉진하기 위해 Fannie Mae와 유사한 업무를 하는 Freddie Mac을 설립하였다.

2) MBS의 등장

1968년 Fannie Mae를 민영화하면서 미국 의회는 모기지 관련 채권을 보증하는 국영기업 Ginnie Mae를 설립하였다. 1970년 Ginnie Mae는 최초의 MBS(mortgage-backed securities)에 대한 보증을 제공하였다. 이때의 MBS는 매우 단순한 pass-through MBS이다. MBS를 만들고자 하는 회사가 은행으로부터 모기지 대출 자산을 매입한 후 이 모기지의 pool을 담보로 새로운 채권을 만들어 투자자에게 파는 것으로서, 모기지 pool로부터 발생

하는 원리금을 투자자에게 넘겨준다. Ginnie Mae는 사실상 정부기관이나 마찬가지이므로 Ginnie Mae의 보증을 받은 MBS 채권은 사실상 미국정부의 보증을 받은 것으로 인식되어 안정성이 높다고 간주된다. 하지만 Ginnie Mae는 정부가 정책적으로 지원하는 모기지 대출을 담보로 만들어진 채권을 보증하는 기관이므로 여타의 모기지 대출에 근거하여 만들어진 MBS에 대한 보증을 제공하지는 않는다. 이런 MBS에 대한 보증은 monoline이라 불리는 민간 채권보증회사들이 해준다.

MBS의 출현은 모기지 시장 발전에 큰 획을 긋는 사건이라고 볼 수 있다. 은행의 자산이지만 은행이 쓸 수 없는 돈인 모기지 대출금을 유동화시켜 새로운 모기지 대출을 가능하게 해주었다. 또한 MBS가 미국뿐만 아니라 전세계 투자자들에게 팔려나가면서 전세계의 자금을 미국 부동산시장으로 빨아들이는 역할을 하였다. 전세계 자본시장과 미국 부동산 시장의 연결고리를 형성하게 된 것이다.

3) 1990년대 모기지시장의 성장

1990년대 민주당 Clinton 정부는 공화당 Reagan 정부 시절 65% 수준에 불과했던 주택보급률을 끌어올리는 것을 임기 내 주요 정책 목표로 삼았다. 특히 저소득층에 대한 주택공급을 확대하는 정책을 펼쳤다. 1995년에 저소득층의 주택마련을 지원하기 위해 Fannie Mae와 Freddie Mac의 서브프라임 모기지 MBS의 매입을 허용한 것이 단적인 예다. 그러나 이와 같은 정부의 독려에도 불구하고 Fannie Mae와 Freddie Mac 및 대형은행들은 서브프라임 모기지 시장에 적극적으로 참여하지 않았다. 프라임 모기지 사업만으로도 이미 큰 이익을 거두고 있는 상황에서 위험도가 높은 서브프라임 모기지 시장에 굳이 뛰어들 이유가 없었기 때문이다. 결국 서브프라임 모기지 시장은 전문 모기지 회사들이 장악하게 된다. 이들은 민간 MBS 채권보증기관인 모노라인의 보증을 등에 업고 공격적인 마케팅으로 서브프라임 모기지 시장을 꾸준히 활성화시켰다.

서브프라임 모기지 시장이 활성화되면서 '부동산

불패신화'가 자리잡게 되었다. 1990년대 내내 주택 수요가 증가하면서 주택가격이 지속적으로 오른 것이다. 주택경기 호황에 힘입어 서브프라임 모기지 업체들은 큰 이익을 거두게 되었다. 특히 시장이자율의 지속적 하락 및 1997년 부동산 양도차익에 대한 과세를 인하조치는 서브프라임 모기지 시장의 폭발적 성장을 견인하는 기폭제가 되었다. 프라임 시장에만 집중해온 대형은행들 역시 프라임 시장의 치열한 경쟁을 피해 서브프라임 모기지 시장에 눈을 돌리기 시작함으로써 본격적인 서브프라임 붐이 시작되었다. 1998년의 서브프라임 모기지 대출규모는 1,450억 달러에 달해 5년 전에 비해 400% 이상의 성장세를 보였다.

모기지 시장에서 MBS 를 비롯한 파생금융상품들은 보다 복잡한 형태로 진화를 거듭하였다. 대표적인 예로 CDO(collateralized debt obligation)의 경우, MBS와 잡다한 다른 채권들을 한데 묶어 풀(pool)을 만든 후, 이 풀을 담보로 우선순위가 다른 여러 트랜치(tranche)로 쪼개어 CDO 채권들을 발행하는 구조이다. 이런 복잡한 채권들의 위험도를 평가하기는 매우 어렵기 때문에 투자자들은 채권의 위험평가를 신용평가회사들이 발표하는 신용등급에 의존하게 된다. 그러나 신용평가회사의 입장에서 보면 채권발행사가 고객이므로 채권발행사와 신용평가회사간에 구조적 유착관계가 발생하기 쉽다. 채권발행회사들이 '등급쇼핑(rate shopping)'을 하는 경우도 생겼으며, 결국에는 채권의 부실에 대한 신용평가회사의 조기경보기능이 무력화되어 금융위기의 씨앗을 잉태하게 되었다.

3. 금융위기의 전주곡: 2000년대 초반

1) 경기위축의 시발점이 된 주요사건들

1990년대 중반부터 인터넷 관련 벤처사업들이 우후죽순처럼 등장하면서 시작된 소위 '닷컴버블'은 2000년 3월을 정점으로 붕괴하기 시작하였다. 이는 인터넷 벤처기업들의 수익창출능력이 예상보다 훨씬 취약하다는 것을 시장이 인식한 결과였다. 2001

년 1월 공화당의 Bush 대통령이 취임할 무렵에는 이미 불경기가 시작되었다. 게다가 2001년 9월 11일에 발생한 9.11 테러는 버블붕괴로 인해 가뜰이나 위축된 미국인들의 투자심리를 더욱 얼어붙게 만들었다. 2001년 말에는 대형 에너지회사인 Enron의 회계부정사건을 시작으로 여러 기업들의 회계부정 사실이 적발되면서 투자자들의 불안감 및 경기위축에 대한 우려는 더욱 커졌다. 이때 세계 5대 회계법인의 하나인 Arthur Anderson이 문을 닫게 된다.

2) 저금리 시대

경제가 급속하게 하락세로 돌아서려는 조짐이 보이자 미국 Fed(연방준비제도이사회)는 금리인하 카드를 꺼냈다. 미국은 한 때 6.5%에 달했던 기준금리를 Bush 대통령의 취임 직전부터 내리기 시작하여 2001년 12월에는 1.75%로, 2003년 6월에는 45년 만에 가장 낮은 1%까지 낮췄다. 기준금리가 하락하면서 시장이자율도 빠른 속도로 하락하였다. 2% 이하의 기준금리 시대는 2004년말까지 거의 3년간 지속된다. 모기지 이자율과 같은 시장이자율이 낮아진 것이 낮은 기준금리 때문만은 아니라는 주장도 있다. 중국의 높은 저축과 중동의 오일달러가 미국에 대거 유입되면서 장기 이자율을 내리는데 중요한 역할을 했다는 것이다. 이 문제는 학자들의 연구 과제로 남아있다.

기록적인 저금리에 따라 시중에 유동성이 넘쳐나면서 모기지 대출수요가 급증하였다. 금리가 사상 최저점이던 2003년에는 모기지 신규 대출금이 무려 4조 달러에 육박하였다. 개인들도 거주목적이 아닌 투자목적으로 대출받는 경우도 많았고, 기존 모기지 대출을 해지하고 더 낮은 금리의 모기지 대출로 갈아타려는 refinancing 수요도 많았다. 또 IT 기술을 활용한 자동대출시스템의 도입으로 인해 대출심사 과정이 단순화되면서 모기지 대출은 사상 유례없는 증가세를 보였다. 모기지 대출업체의 경쟁이 치열해짐에 따라 서브프라임 모기지 시장도 급성장하였다. 이제는 전문 모기지업체 뿐만 아니라 Fannie Mae와 Freddie Mac도 적극적으로 서브프라임 모기지

시장에 뛰어들었다. 2004년도 이 두 회사는 서브프라임 모기지 채권을 담보로 발행한 MBS 채권의 44%를 매입함으로써 서브프라임 모기지 시장을 주도하게 된다.

저금리 정책에 금융공학, IT 기술의 발전이 맞물리면서 주택수요가 늘자 주택가격이 오르고, 이것이 새로운 주택수요를 자극하는 순환구조가 만들어진 것이 2001년~2004년까지의 미국 주택시장의 모습이다. 이 과정에서 각 경제부문의 도덕적 해이가 가세하면서 서브프라임 모기지 대출이 급증하였다. 특히 모기지 대출회사들은 상환능력이 부족한 사람들에게도 충분한 심사없이 '묻지마 대출'을 해주었다.

4. 글로벌 금융위기

1) 기준금리의 인상

미국 연방준비제도이사회(Fed)는 2004년 6월말부터 기준금리를 인상하기 시작하였다. 이때부터 2년 동안 기준금리는 0.25% 포인트씩 17차례 상승하여, 2006년 6월말에 5.25%로 올라간 후 한동안 고정되었다. 기준금리가 오르자 모기지 이자율 역시 오르고, 그에 따라 모기지 연체율도 증가하기 시작했다. 이는 서브프라임 모기지 대출을 받은 사람의 상당수가 변동이자율로 대출을 받았기 때문이다. 모기지 연체율은 2008년 2분기까지 지속적으로 높아졌다.

이자율 상승에 의해 모기지 대출수요가 감소하면서 일차적으로 타격을 받은 곳은 모기지 대출회사였다. 모기지 연체율이 높아지면서 채권시장에서 MBS 채권의 가치가 떨어지기 시작했다. 이 때문에 투자은행들이 모기지 자산의 매입을 꺼리게 되자, 모기지 대출회사들 역시 모기지 대출을 줄일 수 밖에 없는 형편에 놓였다.

미국의 주택가격은 2006년 초부터 하락조짐을 보이기 시작하였지만, 2006년도의 모기지 시장은 여전히 호황을 누리고 있는 것처럼 보였다. Fannie Mae와 Freddie Mac은 2,500억 달러 규모의 모기지 채권을 발행하였으며, 금융회사나 헤지펀드들은 1

조 달러 이상의 서브프라임 모기지 채권들을 소유하고 있었다. 특히 공격적으로 영업하던 Lehman Brothers는 모기지사업으로부터 기록적인 순익을 냈다. 그러나 모기지 대출회사들은 이익은 빨리 계산하고 손실은 감추는 회계관행, 허술한 대출심사와 정 등 수많은 도덕적 해이의 문제를 안고 속으로는 굶아가고 있었다.

2) 금융위기의 시작

2007년 2월 7일, 미국 최대의 모기지 전문 대출회사인 New Century Financial이 지난해 이익계산이 잘못되었음을 공시하면서 주가가 폭락하였다. 특히 최고경영자들이 공시직전 자사주식을 대량으로 매도한 사실이 밝혀지면서 내부자거래 혐의로 검찰의 조사를 받게 되었다. 회사가 위기에 처하자 신규 자금조달이 불가능해졌고, 주가폭락으로 자기자본이 취약했던 New Century Financial은 부채를 감당하지 못해 결국 파산보호신청을 낼 수 밖에 없었다. 이 New Century Financial 사태는 금융기관들의 서브프라임 모기지 사업에 닥쳐올 본격적인 위기를 예고하는 신호탄이었다. 특히 계속 장밋빛 전망을 내놓은 analyst들이나 높은 신용등급을 주어진 신용평가기관들에 대한 신뢰가 깨지기 시작하였다.

그러나 정책당국자들은 당시만 해도 서브프라임 모기지가 초래할 위험을 과소평가했다. Bernanke 연방준비제도이사회 의장은 서브프라임 모기지 사태로 인한 피해가 500억~1,000억 달러 수준일 것으로 추정하였다. Bernanke 의장은 서브프라임 문제보다 인플레이션 압력을 더 시급한 문제로 인식했고, 이 때문에 기준금리를 5.25%로 유지하는 결정을 내렸다.

같은 해 6월에는 막대한 돈을 차입하여 CDO에 투자한 Bear Sterns 헤지펀드 2개의 위기설이 매스컴에 연일 보도되면서 2007년 6월말에는 3대 평가기관들이 일제히 서브프라임 CDO의 신용등급을 무더기로 하향조정하였다. 결국 7월에는 두 헤지펀드가 파산하였다. 이 헤지펀드들의 파산은 금융시장에 큰 충격을 주었다. 서브프라임 모기지 채권, 특히

CDO시장이 얼어붙은 것이다. 8월에 S&P는 Bear Sterns의 신용등급을 '부정적'으로 하향조정하였다.

3) 유럽의 신용경색

미국에서 불거진 서브프라임 사태는 곧 유럽에도 영향을 미쳤다. 2007년 8월 초, 독일의 중소기업은행인 IKB가 미국 모기지 대출관련 금융상품 투자로 큰 손실을 입고 위기에 빠져 구제금융을 받았다. 네덜란드의 투자은행인 NIBC 역시 미국 서브프라임 모기지 채권 때문에 1억 3천만 유로 이상을 잃었다. 프랑스의 최대은행인 BNP Paribas는 운용하던 펀드 세 개의 자금인출을 중지시켰다. 모기지 채권들의 거래가 사실상 실종되면서 펀드의 순자산가치를 측정할 수 없는 상태가 되었기 때문이다.

이렇게 되자 유럽 금융시장에는 금융기관간의 신뢰의 위기가 발생하였다. 거래 상대방이 서브프라임 모기지 채권에 얼마만큼 노출되어 있는지 알 수 없기 때문에 선불리 거래에 응할 수 없게 된 것이다. 신용경색이 심화되면서 은행이 발행하는 채권에 대한 투자희망자가 사라지자, 자금이 부족한 은행들은 곧 파산위험에 직면하게 되었다. 이러한 은행들은 은행간 초단기 대출인 overnight loan에 의지하여 긴급상황을 모면해야 했다. 유럽지역에 신용경색이 심각해짐에 따라 자연히 overnight loan의 금리 또한 급등했다.

4) 신용경색의 악순환

MBS를 비롯한 각종 금융자산의 시장가치가 하락하자 금융기관은 거액의 평가손실을 입었다. 문제는 금융자산의 가격이 하락한 만큼 은행의 자본이 줄어들어 건전성이 악화된다는 것이다. 은행은 국제협약에 의해 일정한 수준의 자기자본비율(BIS 비율)을 유지해야 할 의무를 갖는다. 평가손실의 확대로 BIS 비율이 위협받는 경우, 대부분 신규증자를 하기는 어려우므로 위험자산을 우선적으로 시장에 매각하는 방법 밖에 없다.

그러나 대부분의 금융기관들이 비슷한 상황에 처해 있기 때문에 위험자산에 대한 수요는 실종되고

공급만 넘쳐나는 상태가 되었다. 이는 결국 모기지 채권가격의 추가적 하락을 초래하였다. 모기지 채권 발행이 어려워지면서 주택구입자금 대출이 막히자 주택수요가 감소하고 부동산 가격은 하락하였다. 또 이자율 상승으로 인해 모기지 대출금 연체비율이 높아지면서 모기지 채권들의 가격은 더욱 떨어졌다. 부동산 가격과 모기지 채권 가격이 떨어지자 은행의 자산가치가 하락함으로써 다시 은행의 평가손실이 발생하였다. 이 때문에 은행은 BIS 비율을 맞추기 위해 또다시 모기지 채권을 내다 팔아야 하는 악순환에 빠지게 된 것이다. 이러한 악순환 속에서 은행의 주가는 하락을 거듭하였다.

5) 베어스턴스의 매각

2008년 3월부터 Bear Sterns의 유동성 위기설이 흘러나오자, 연방준비은행은 Bear Sterns를 구제하기 위해 MBS 시장에 2,000억 달러 규모의 자금을 투입할 것을 발표하였다. 그러나 이는 Bear Sterns가 실제로 파산위기라는 것을 시장에 확인시켜준 셈이 되어 오히려 Bear Sterns의 몰락을 가속화시켰다. 결국 3월 16일 미국정부의 주도 하에 Bear Sterns는 주당 2달러에(향후 10달러로 상향조정) JP Morgan Chase에 매각되는 것으로 결론지어졌다. 이때 미국 정부는 290억 달러의 구제금융을 제공하였다.

필자의 의견으로는 Bear Sterns를 파산하도록 본보기로 내버려둠으로써 미국 정부가 민간기업의 경영실패에 대해 절대로 대신 책임져주지 않는다는 메시지를 보냈어야 했다. 그와 같이 도덕적 해이의 확산을 강력하게 차단했다면 다른 기업들 역시 벼랑 끝에 몰린 심정으로 보다 신속하고 강력한 자구책을 마련했을 것이기 때문이다. 만약 그랬다면 금융위기는 훨씬 조기에 수습될 수 있었을지도 모른다. 특히 규모가 큰 기업은 절대 망하지 않는다는 '대마불사'의 믿음을 정부 스스로 인정하는 모양새를 보인 것은 중대한 정책적 실수였다. Bear Sterns의 구제과정을 지켜본 다른 기업들 역시 덩치를 키우면 정부가 어떻게든 지원할 것이라는 믿음을 갖게 될 것이

므로 뼈를 깎는 자구책을 강구할 필요가 사라지기 때문이다. 사실상 Lehman Brothers가 파산할 때까지 6개월 동안 대형 투자은행, 상업은행, 자동차회사 등은 모두 별다른 자구책을 마련하지 않았다.

6) Fannie Mae 와 Freddie Mac 의 국유화

모기지 시장의 상황이 악화되자 Fannie Mae와 Freddie Mac의 주가가 2008년 6월 중순부터 폭락을 보였다. 주가가 하락하자 어김없이 신용경색의 악순환 메커니즘이 작동하기 시작했다. 두 회사의 자금조달비용이 높아졌고 이 때문에 모기지 자산매입이 줄어들자 모기지 대출회사의 대출 이자율이 올랐다. 이 때문에 주택수요는 감소하고 기존 모기지 대출의 연체율이 높아지면서 MBS 채권들의 가격이 떨어졌다. 그러자 은행들이 BIS 비율을 맞추기 위해 일제히 MBS 채권들을 매도하면서 MBS 채권들의 가격은 더 떨어지고 두 회사의 자금조달비용은 더욱 높아지는 악순환이 반복되었다.

미국 정부는 2008년 7월 13일 긴급구제금융계획을 발표하고 7월 15일에는 공매도 규제를 선언하는 등 응급조치를 취했으나 별 효과를 거두지 못했다. 결국 9월 7일, 미국 정부는 Fannie Mae와 Freddie Mac를 국유화하고 두 회사에 각각 1,000억 달러씩의 긴급 유동성자금을 지원한다는 방안을 발표하였다. 그리고 국유화 이후 회사의 운영목표가 더 이상 주주의 이익을 극대화하는 것이 아니라는 입장을 밝혔다. 이에 따라 양사의 주가는 80% 이상 폭락하였다.

대마불사의 믿음은 두 회사의 처리과정에서도 여전히 유효했다. 두 회사가 파산하는 경우 모기지 채권시장은 물론 부동산 시장 전체가 초토화될 것이 명백했다. 또 두 회사가 발행한 모기지 채권에 대해 대량의 CDS(credit default swap)를 매도한 AIG와 같은 대형금융기관들이 치명적인 타격을 입고 연쇄 파산에 이를 가능성이 있었다. CDS란 채권에 대한 보험으로 생각하면 된다. 게다가 두 회사는 서민들의 내집마련을 지원하는 공적 기능을 수행하는 금융기관이었기 때문에 대선을 2개월 앞둔 미국 정부로

서는 파산시킬 수 없는 입장이었다. 이러한 전후 상황을 잘 알고 있는 두 회사의 경영진은 적극적인 자본확충이나 과감한 구조조정을 할 인센티브가 없었던 것이다. 결과적으로 두 회사의 국유화 과정에서 가장 큰 손실을 본 것은 미국 국민이었다. 미국 정부는 두 회사를 살리기 위해 11월 말까지 7,440억 달러의 국민세금을 추가로 투입해야만 했다.

7) 투자은행, AIG, Citigroup, 자동차 기업들

대형 투자은행들 중에서 특히 Lehman Brothers는 공격적으로 부동산관련 금융상품에 투자하였기 때문에 부동산시장의 충격에 가장 취약한 상태였다. 2008년 들어 모기지 시장의 위기가 심각해지자 Lehman Brothers의 손실도 눈덩이처럼 불어나며 파산위기를 맞게 되었다. 9월 12일 미국 정부는 Lehman Brothers의 파산을 막기 위해 주요 금융기관 최고경영자들을 긴급히 소집하여 Lehman Brothers의 인수여사를 타진하였다. 그러나 대부분의 금융기관들은 자신들의 부실자산 문제도 감당하기 벅찬 상태였으므로 선뜻 인수자가 나오지 않았고, 결국 Lehman Brothers는 새 주인을 찾지 못한 채 파산보호를 신청하였다. 같은 날, Merrill Lynch는 Bank of America에 매각한다는 발표를 하였다. 9월 21일에는 Morgan Stanley와 Goldman Sachs가 독립적인 투자은행으로 남기를 포기하고 상업은행을 자회사로 갖는 은행지주회사로 전환한다고 선언하였다. 이로써 독립적인 투자은행의 시대는 막을 내리게 된다. Lehman Brothers의 파산이 임박할 무렵 미국 최대의 보험사인 AIG도 거의 지급불능 상태에 빠지게 되었다. AIG는 막대한 금액의 CDS를 발행하였기 때문에, 파산 시 그 여파가 어느 정도인지 가늠하기 어려웠다. 결국 9월 16일 Fed는 AIG에 대한 850억 달러 규모의 자금 지원을 결정하였다. 11월에는 위기에 빠진 Citigroup이 구제금융을 받게 되고, 12월에는 GM과 Chrysler도 구제금융을 받게 된다.

그럼에도 불구하고 AIG, Citigroup, GM, Chrysler는 2009년도 1/4분기까지도 생존 가능성에

대한 의문이 제기되고 있다. 막대한 구제금융을 받았음에도 이 회사들이 여전히 생사의 기로에서 헤어나지 못하는 것을 보면, Lehman Brothers도 구제해야 한다는 주장은 설득력이 떨어진다.

또한 문제가 있는 대형 금융기관/회사 중 Lehman Brothers 하나만 파산시킨 셈인데 이러한 미국 정부의 일관성 없는 행동을 논리적으로 설명하기는 어렵다. 굳이 설명하자면 ‘대마불사’ 하나 밖에는 마땅한 이유가 없는 것으로 생각된다.

8) 금융위기의 국제적 파급

금융위기가 국제적으로 확산되는 경로는 크게 다음 세 가지로 나눌 수 있다.

- ① MBS 나 CDO 등 미국 모기지 채권에 직접 투자했거나, 모기지 채권위험에 많이 노출된 금융기관에 투자한 경우이다. 서유럽 금융기관들이 이에 해당한다. 일일이 열거하기도 어려울 정도로 많은 유럽 금융기관들이 Lehman Brothers 몰락 이후 자국 정부의 구제금융을 받게 된다.
- ② 신흥국가와 같이 경제의 해외자본 의존도가 높은 경우이다. 글로벌 신용경색으로 인해 미국과 유럽의 금융기관들이 신흥국에 투자했던 자금들을 회수하면서 신흥국들의 통화 가치가 폭락하였다. 특히 외환보유고가 부족한 몇몇 국가들의 경우 국가부도위험이 높아지면서 CDS 프리미엄이 급등하였다. 미국은 이 문제를 해결하기 위해 한국을 포함한 여러 나라들과 통화스왑 계약을 맺게 된다. 아이슬란드, 우크라이나, 헝가리, 파키스탄, 라트비아 등은 IMF의 구제금융을 받게 되었다.
- ③ 국가경제의 대외무역 의존도가 높은 경우이다. 금융위기가 심화되면서 선진국 소비자들의 소비가 줄어들자 대 선진국 수출의존도가 높은 국가들의 경제가 타격을 받았다. 미국발 금융위기가 신흥경제의 위기를 통해 간접적으로 영향을 미친 것이다. 일본이나 외환보유고

는 크지만 수출에 의존해 급성장해온 중국이 바로 그 예이다.

5. 위기 극복 방안

1) Paulson의 구제금융방안

금융산업이 위기에 빠지자, 미국은 금융기관의 위기에 개별적으로 대응하기보다 금융기관들을 한꺼번에 구제할 포괄적인 프로그램을 구상했다. 이것이 바로 2008년 9월 28일 공식적으로 발표된 TARP(Troubled Asset Relief Program)로, 그 골자는 모기지 관련 부실자산(MBS, CDO 등)들을 정부가 금융기관으로부터 매수해 주겠다는 것이다.

Paulson 재무장관은 Lehman Brothers 몰락 직후 이 아이디어를 이미 제시한 적이 있었다. 그러자 정부의 부실자산 매수에 반대하는 재무/경제학자들 230명이 서명한 의견서가 미국 하원에 제출되었다. 이 의견서는 Paulson 계획이 갖고 있는 세가지 문제점을 지적하였다.

- ① 납세자의 비용으로 투자자에게 보조금을 지급하는 셈이므로 공정성 문제가 있다. 투자에 따른 손실은 전적으로 투자자에게 책임이 있으므로 납세자가 세금으로 손실을 보전해주는 것은 자본주의의 기본원칙에 어긋난다.
- ② 금융기관의 부실자산 매입을 담당하는 정부기구가 필요한데, 이 정부기구의 구체적인 임무 및 감독방법이 분명하지 않다. 공적자금으로 부실자산을 살 때의 조건이나 방법 등 세부사항을 사전에 정해야 하며, 또 다른 도덕적 해이가 발생하지 않도록 사후적으로 철저히 감시해야 한다.
- ③ 자본시장의 역동성과 창의성을 제한함으로써 자본시장이 근본적으로 취약해질 우려가 있다. 눈앞의 단기적 혼란을 진정시키려고 자본시장에 개입하는 것은 근시안적인 조치이다. 좀더 시간을 갖고 가장 좋은 방안이 무엇인지 찾아야 한다.

그러나 학자들의 반대에도 불구하고 7,000억 달러 규모의 구제금융법안이 10월 3일 미 의회를 통과하였다.

2) 은행문제 해결 방법에 대한 논란

대부분의 재무/경제학자들은 금융위기에 대한 근본적인 처방이 금융기관에 대한 자본확충이라고 믿고 있다. 은행들의 부채를 떠받칠 만큼 충분한 자본이 있으면 은행 존립 문제(insolvency problem)가 해결되어 은행들이 발행하는 채권이 정상적으로 거래되고 전체 금융시스템에 신용경색이 번지는 것을 막을 수 있다. 금융기관의 자본확충방법으로 2008년도에 제시된 방안들을 소개하기로 한다.

- ① TARP를 변형하여 금융기관의 부실채권을 매입하는 대신, 정부가 직접 자본에 투자하는 것이다. 기왕 세금을 쓸 바에는 금융기관의 자본확충에 쓰는 것이 더 바람직하다. 실제로 영국은 2008년 10월 RBS, HBOS, Lloyds TSB의 우선주 및 보통주를 매입함으로써 이들을 부분적으로 국유화하였다. 곧 이어 미국도 주요 은행들의 우선주를 매입하는 방식으로 방향을 선회하였다.
- ② 정부규제 하에 있는 모든 금융기관들이 기존 주주로부터 자산의 일정비율만큼 추가로 자본을 조달하도록 강제하는 것이다.
- ③ 금융기관 부채의 일부를 우선순위에 따라 주식으로 전환하도록 강제하여 자본을 확충하도록 하는 것이다. 이 방법은 별도의 신규자금 조달이 없이도 자본확충이 가능하다는 장점이 있다. 이 방법에 따라 채권자가 주주로 바뀌면 다른 주주와 마찬가지로 경영위험을 직접 부담해야 한다. 대신 영업실적이 좋아지면 주가상승으로 이익을 볼 수도 있다.

2009년도에 들어서서도 은행들이 위기에서 벗어나지 못하자 'bad bank'를 만들어 은행의 부실자산을 매입하는 아이디어, 전면적 국유화를 통해 'clean

bank'를 만들자는 아이디어 등이 한동안 논의의 대상이 되었다. 하지만 어느 경우에도 납세자의 부담이 문제되고 있다.

2009년 3월 23일 미국 정부는 재무부, FDIC, Fed가 참여하는 민관합작기금 계획을 발표하였다. 언뜻 보기에는 국민 세금을 별로 쓰지 않고 대부분 부채로 1조 달러어치의 모기지 자산(대출금)과 모기지 채권(MBS, CDO 등)을 매입하는 계획이다. 그러나 부채의 성격을 구체적으로 들여다 보면 사실상 Paulson 계획과 다를 바 없다. 납세자가 은행과 참여 민간 펀드들에게 풋옵션 형태로 사실상의 보조금을 주는 셈이어서 학자들의 비난을 받고 있다. 물론 은행의 대차대조표에서 부실 자산을 떼어내기 위해서는 어쩔 수 없이 없느냐고 찬성하는 학자들도 있다.

3) 경기부양책

금융위기가 경제위기로 전이되면서 미국 의회는 2009년 2월 17일 7,870억 달러 규모의 재정지출을 골자로 하는 American Recovery and Reinvestment Act를 통과시켰다. 공화당이 주장하는 감세정책도 포함되어 있지만 대부분 재정지출을 통해 경기를 부양하겠다는 Keynesian식 방안을 담은 것이다. 이 법안 내용이 알려진 후인 2009년 1월 28일 약 200여 학자들은 뉴딜 정책이 대공황을 벗어나는데 중요한 역할을 한 것이 아니며 정부 지출이 미국 경제에 도움이 되지 않는다는 내용을 담은 전면광고를 New York Times와 Wall Street Journal에 냈다. 그러나 민주당이 장악한 의회는 이들의 조언을 듣지 않았다. 이들의 글대로 '경험(experience)'보다는 '바람(hope)'이 이긴 셈이다.

6. 맺는 말

금융위기의 진행과정을 살펴보면, 미국의 서브프라임 모기지 대출이 크게 늘어나고 주택가격이 비정상적으로 상승한 이유는 다음 4가지로 요약될 수 있다.

- ① 역대 미국 정부의 저소득층 주택장려정책
- ② 2000년대 초 저금리시대 장기화
- ③ 금융공학과 파생상품의 발달: 미국 주택시장과 세계 자본시장의 연결
- ④ 금융기관, 가게, 신용평가기관 등 여러 당사자들의 도덕적 해이

필자는 이번 금융위기는 정부 정책의 실패이지 자본주의의 실패라고 생각하지 않는다. 가장 큰 문제는 저소득층 주택장려정책이나 저금리정책과 같은 정부의 정책, 각 경제주체의 인센티브 및 금융위험을 제대로 이해하지 못한 규제당국에 있다고 본다. 수십 년에 걸친 인위적인 주택시장부양과 장기적인 저금리정책 때문에 개인들은 주택가격이 계속 오를 것이라는 기대를 갖게 되었던 것이다. 물론 사후적으로 보면 그 기대가 실현되지 않았지만 당시 개인들이 갖고 있던 정보를 토대로 판단해 볼 때 단

순히 비합리적인 기대라고 치부할 수 있을까? 자기 이익을 극대화하려는 것은 인간의 본성이며, 파생상품은 위험을 처리하는 도구에 불과하다. 인간의 본성이 경제, 사회 전체에 악영향을 끼치지 않도록 예방하고, 파생상품이 시스템위험(systemic risk)을 가져올 수 있다면 이를 적절히 규제하는 것이야말로 정부가 할 일이다.

많은 사람들이 생각하는 것보다 시장은 상당한 탄력을 가지고 있다. 예컨대, 환율이 오르면 무역수지나 관광수지가 좋아지며 낮은 가격의 자산을 노린 외국 자본이 들어오면서 적절한 수준으로 환율이 조절된다. 부동산가격이 충분히 떨어지면 언젠가 수요가 생겨 시장이 활성화된다. 이러한 시장의 자동조절 기능을 무시하고 이론적, 실증적 근거가 뚜렷하지 않은 거대 재정지출을 통해 경기부양을 시도하는 것이 더 큰 위기를 초래하지는 않을까 숙고할 필요가 있다.