

# 글로벌 금융위기의 교훈 \*

김 경 수 (한국은행 금융경제연구원 원장)

## 1. 선진국의 관점에서 본 금융위기

‘Sound money and free market’으로 대변되는 이른바 워싱턴 컨센서스가 신조로 자리잡던 시절 당시 1기 부시 행정부의 초대 재무장관을 지냈던 P. 오닐은 2001년 발발했던 아르헨티나 외환 위기를 두고 “금융위기는 시장경제의 문제가 아니라 시장경제를 잘못 운영해서 발생한 문제”라고 발언한 바 있다.

그러나 세계경제의 심장부인 미국에서 시작하여 북대서양 양안에 위치한 중심국가들로 과급된 글로벌 금융위기는 자유시장경제를 신봉하고 효율시장가설을 믿어 의심치 않았던 주류경제학계에 심각한 충격을 주었다. 그동안 이단아로 취급 받았던 H. 민스키의 금융불안정가설이 학계에서 주목을 받고 있는 것도 그 때문이다.

글로벌 금융위기 역시 신흥시장국에서 일어난 금융위기와 마찬가지로 ‘차입과 붐-버스트’라는 공통요인이 내재되어있다. 단지 이번 위기가 증권화를 통해 금융회사의 여신이 시장에서 거래가 능한 자산으로 전환되고 혁신적 신용파생거래를 통해 자금의 조달과 운용이 일어났다는데 차이가 있다. 위기가 주변국보다 금융산업이 발전한 중심국에 더 큰 과급효과를 미친 것도 이 때문이다.

---

\* 본 원고는 2010년 2월 9일(화)~10(수) 서울대학교에서 개최된 2010 경제학 공동학술대회에서 둘째날 한국 국제경제학회 주관 제2전제회의 「글로벌 금융위기 이후의 경제정책 과제」의 패널토론 원고임. 본 내용은 필자 개인의 의견이며 한국은행의 공식견해와 무관함.

이번 위기로부터 얻은 교훈의 하나는 케인즈의 ‘구성의 오류’가 얼마나 중요한 함의를 가지고 있는지를 새삼 일깨워 준 것이다. 민간부문의 합리적 행동이 부정적 외부효과를 동반하여 경제전체의 불균형을 심화하는 구성의 오류는 호황에서 유동성이 더 크게 증가하는 것과 같은 경기순응성의 문제를 심화한다. 이 때 정책당국이 금융기업간 상호연결을 제대로 감지하지 못할 때 시스템 리스크의 문제를 초래할 수 있다. 거시건전성정책이 새삼 화두로 떠오르는 것은 구성의 오류가 초래하는 불균형을 치유하고자 하는 데 근본적인 목적이 있으며 규제산업으로서의 금융산업을 다시 생각하고 대응하는 계기가 되었다.

## 2. 신흥시장경제에 대한 함의

신흥시장경제에서 자본자유화의 성과에 대한 논란이 자주 제기되어왔다. 전통적 견해에 따르면 자본자유화는 성장을 촉진한다. 그러나 경제성장의 핵심인 총요소생산성은 축적의 문제가 있어 과연 자본자유화가 성장을 촉진하는 지 여부에 대한 합의가 쉽지 않다. 대신 자유화가 관련 제도 및 정책운용의 선진화에 기여하는 간접혜택을 통해 장기적으로 성장제고효과를 가진다는 주장이 제기되었다.

그러나 글로벌 금융위기는 다수의 전면적 자유화를 단행한 신흥시장경제에서 발생한 해외자본 유입의 중단과 역류는 이들 경제에 극심한 파급효과를 미쳤으며 자본자유화에 대한 새로운 시각이 대두되었다. 사실 위기가 발생하기 이전부터 정책연구자들 사이에 소규모개방경제에서 해외자본흐름이 경기순응성을 촉발하여 환율제도에 관계없이 거시경제가 취약하게 되는 이른바 자본유입의 문제가 심각하게 제기되었다.

특히 통화국제화의 정도가 미약한 신흥시장경제의 경우 과다한 자본유입이 만기 및 통화불일치의 위험을 증대하였다. 즉, 자본유입 시 외채가 증가하고 외채가 증가 시 단기외채가 집중적으로 늘어나는 현상은 ‘조건만 맞으면 언제든지 위기가 실현가능’하게 될 수 있는 것이다.

## 3. 정책과제

한국경제는 동아시아외환위기 이후 전면적 외환 및 자본자유화를 단행, 국내외 금융시장의 연계성이 크게 높아졌다. 글로벌위기 발생 시 외환부문에서 촉발된 디레버리지가 국내신용시장에서도 나타나는 이른바 double drain이 발생한 것은 이 연계성이 얼마나 중요한 함의를 가지는 것인지를 단적으로 보여준다.

한국경제에서 자본유입의 문제는 은행권에서 발생하였으며 이는 해외차입이 제조업에 비해 신

용도가 낮은 은행권에서 집중적으로 발생하고 있는데 따른 결과임을 반영한다. 오스트레일리아의 경우도 한국과 마찬가지로 은행권에서 해외차입이 집중되나 한국과 달리 은행업이 신용도가 가장 높은 산업이기 때문에 자본유입의 문제가 한국경제보다 훨씬 덜 심각한 것이다. 특히 국제금융시장에서의 낙인효과를 감안할 때 은행의 신용도를 높이는 것은 시급한 과제다.

건전한 금융시스템을 구축하고 유지하는 것은 또다른 중요한 과제다. 높아진 국내외 금융시장의 연계성에도 불구하고 재정차익거래의 기회가 좀처럼 줄어들지 않고 있다. 시장의 기능이 좀더 유연하게 작동될 수 있도록 시장인프라를 개선하는 것이 필요하다.

나아가 다양한 경기역행적 거시건전성 정책수단을 개발, 도입하는 것이다. 무엇보다도 자본유입의 문제를 치유, 개선하는 것이 한국경제가 당면한 핵심과제다. 이와 관련하여 적정보유외환규모에 대한 논란은 새로운 시각에서 재조명될 필요가 있다. 외환에 대한 통화당국의 역할이 은행을 비롯한 민간부문의 만기 및 통화불일치의 위험에 대응한 최종보험자임을 고려하면 모럴해저드의 문제를 교정하는 것이 선결과제이기 때문이다.

예를 들자면 그린스펀 룰에 따르면 은행이 해외에서 단기로 자금을 차입 시 같은 액수만큼 통화당국이 보유외환으로 적립해야 한다. 그러나 이 때 은행은 불일치의 위험에 대한 고려 없이 이익을 최대화하는 수준에서 차입이 일어나 결과적으로 자본유입의 문제가 심화될 뿐 아니라 위험의 사회화, 이익의 사유화가 발생할 우려가 있다. 실제로 글로벌 위기 시 다수 신흥시장국들이 그린스펀 룰에 따른 것보다 더 많은 외환준비금을 보유했음에도 불구하고 어려움을 겪었던 사실은 모럴해저드의 치유 없이 이를 논하는 것은 능사가 아님을 여실히 보여준다.