

“글로벌 베어마켓: 전망과 과제”

한국금융학회

2011년 국제금융포럼

최공필



목 차



- 1. 현 베어마켓의 특징**
- 2. 유로, 미국, 중국**
- 3. 향후 전개방향**
- 4. 대응여지와 교훈**

Global Bear Market



- ◆ 널뛰기의 고변동성 시장분위기와 주가움직임의 장기화로 단순한 Correction이 아님(Synchronicity, Volatility, Sensitivity, No upward trend)
- ◆ Bear Market의 필요조건인 경기후퇴와 높은 실업률이 충족되고 있음
- ◆ 그간의 고레버리지 축소조정 예상규모를 감안할 때 30년대 대공황에 준하는 조정이 필요할 전망: 시장안정 vs. 디레버리지-Too fast or too slow?
- ◆ 특히 이번 Bear Market은 글로벌 차원에서 동시 진행되고 있는 특징
: 조정과정중의 전례없는 시장불안 증폭 불가피

왜 글로벌 베어마켓이 초래되었나?



- ◆가공자본의 토대위에서 레버리지투자에 열중한 결과:
취약부문으로 전이(metastasis)
- ◆통제되지 않은 과잉 유동성이 심각한 자원배분 왜곡초래-심각한 양극화로 자본이 축적될 수 있는 자체기반 약화
- ◆Great Moderation은 New Normal의 전제조건-
Great Contraction불가피

특 징: 글로벌 차원의 과도한 디레버리지 부담



- ◆ EPICENTER충격이 크고 파급효과의 동조화가 심화된 특징은 시장통합하의 고레버리지 조정과정에서 불가피한 파장
- ◆ 대응과정에서 미래부담요인을 간과: printing money는 일시적 안정효과, 중기적 재정부담
- ◆ 정치적 제약은 필요한 조정을 지연시키는 효과-동시에 조정지연은 더 큰 조정을 불가피하게 만듦: 예) 부동산 침체장기화, 유로위기
- ◆ Hair Cut등 정상적 시장중심 조정을 주도할 적절한 주체 실종

몇 가지의 심각한 문제: 구태의연한 인식과 대응



- ◆ 문제의 인식과 대응: Tail Event에 대해 통상적인 정책수단으로 일관
- ◆ 이미 부채부담의 급격한 증가로 미래 전망마저 불투명
- ◆ 금융시스템은 거둬진 충격과 불신으로 제기능 상실
- ◆ 비상대체기능은 비효율적이고 정치적 영향하의 정부주도로 이루어짐
- ◆ 세계는 이제 현상유지와 장기침체의 갈림길에 서있음

점진적인 악화: 근본 차원의 변화 가능성(Black Swan Event) 증가

- 1) 자본토대 잠식: 과도한 비시장적 자본확충노력은 금융위축심화로 경기침체 장기화 초래
- 2) 금융시스템의 자금중개 왜곡: 미시적 차원의 위험인식과 건전성 제고노력이 오히려 시스템 차원의 기초여건 악화
- 3) 불행히도 우리는 통합된 네트워크에 연결되어 있음: 글로벌 네트워크 위험에 대한 인식결여와 적절한 대응부재
- 4) 상황개선을 위해 시장만의 미세조정을 넘어선 정치적 영향하의 체제적 변화 불가피

그러나 Extreme Tail Risk의 식별이나 대응주체 불투명

- ◆문제의 실체: 돈은 흐르지만 잠재적 공포를 의식한 상태에서 돈의 흐름이 비정상적
- ◆잠재적 불안요인의 상존은 시스템 개선없이 단기안정에 주력한 결과
- ◆현 정치체제나 지배구조하에서 근원처방을 기대하기 어려움

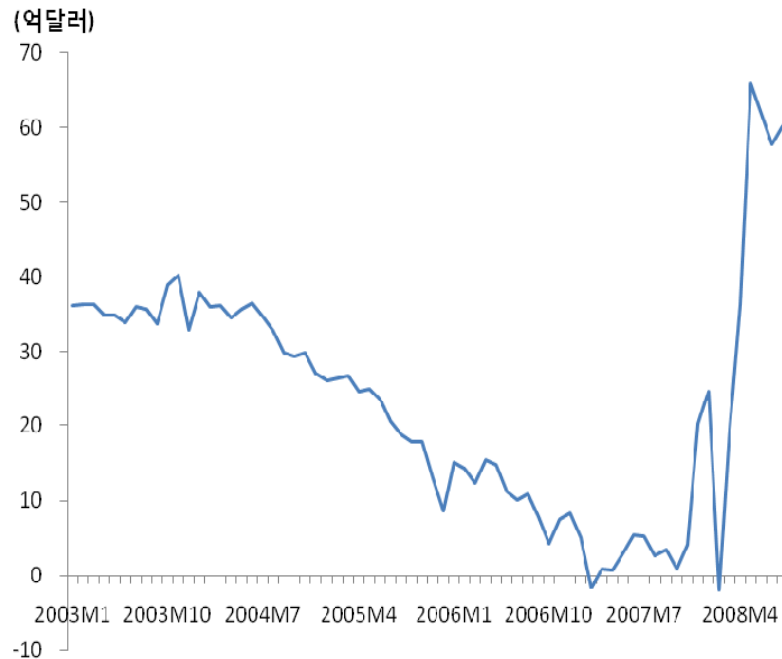
문제는 글로벌 차원으로 확대시킨 상태에서 여전히 과거의 틀 안에서 Massive Deleveraging: 자기 발에 총쏘기

- ◆ 이미 포지션 조정은 상당 폭 이루어졌으나 그 과정에서 달러체제는 강화되고 있음(How much is left?)
- ◆ 조정과정에서 미래성장재원이 소모되고 있어 정작 필요한 투자가 이루어지지 못하는 상태
 - 일시적 안정에도 불구하고 미래 불확실 증대
 - 미래 위험을 알려줄 시장기능은 이미 마비된 상태
(operation twist: 시장을 제어하려는 시도)
- ◆ 기존 부실처리 이후의 재도약 기반은 새로운 성장동력에서만 가능 : 신기술과 이윤기회 창출로 패러다임 전환필요

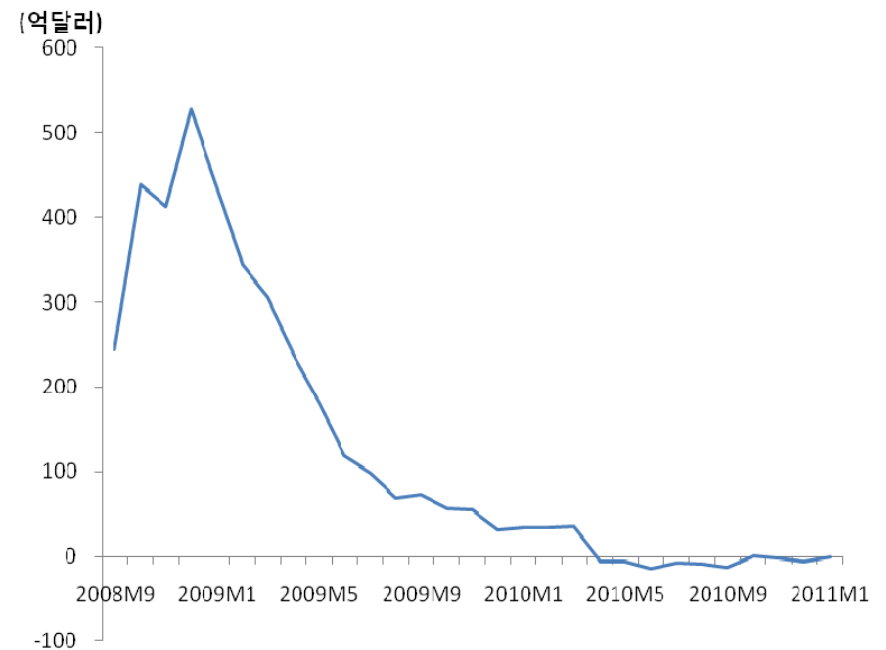
현 글로벌 사태의 원인



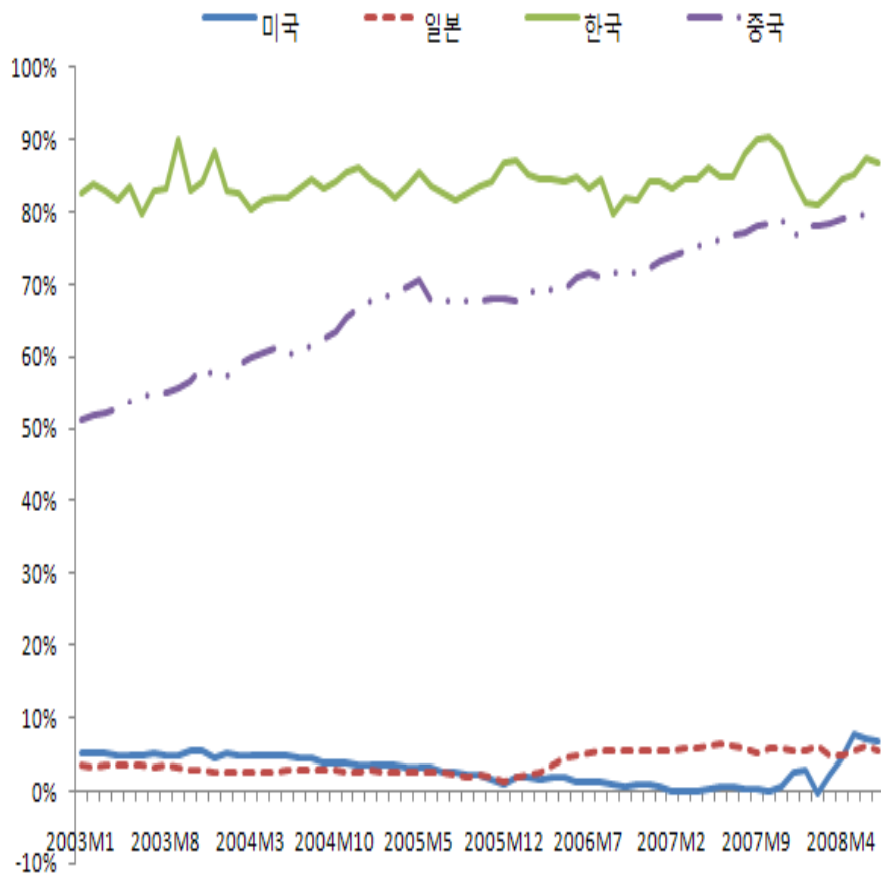
- FED의 일방적 구제(bail-out) : TARP는 **스프레드 확대방지효과에도 불구하고** 신용경색 완화에는 부적합 (Taylor and Williams 2009)
대완화기간(great moderate)중의 과도한 레버리지로 초래된 부실을 줄이는 대신 유사자본(ersatz capital)과 재정적자를 배경으로 한 일방적 구제로 FED의 대차대조표 손상



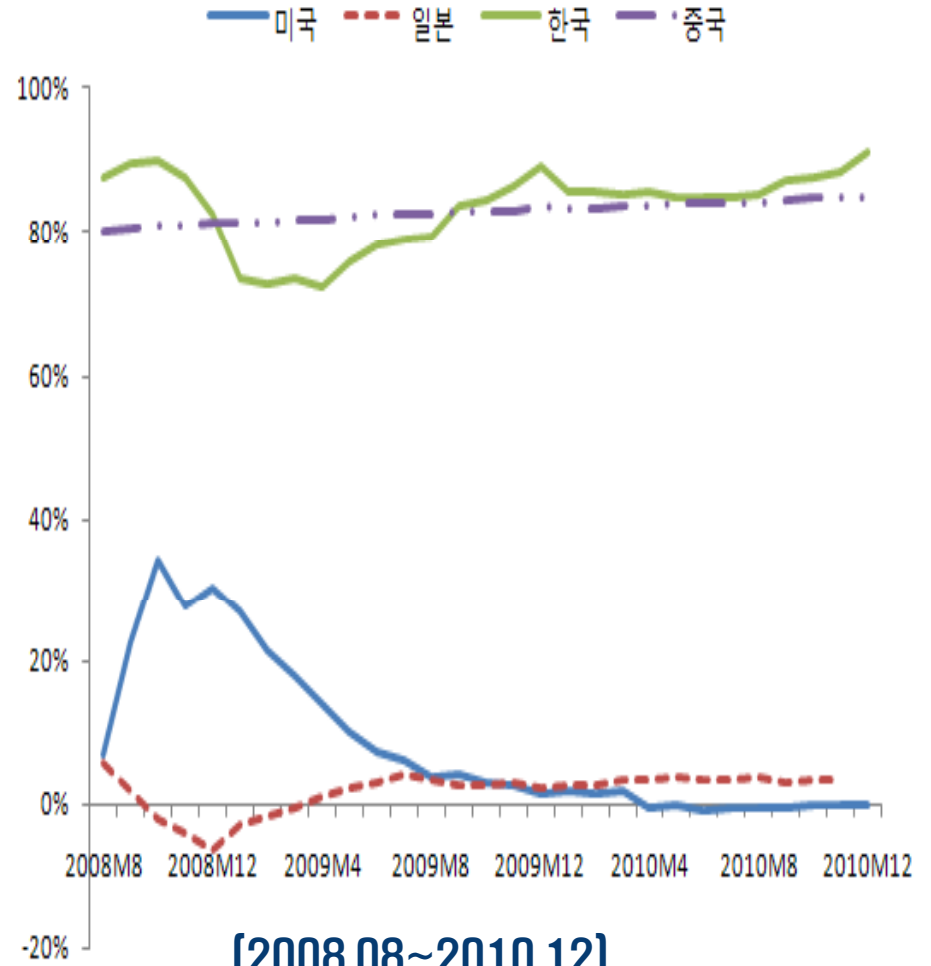
자료: IFS



각국 중앙은행의 해외자산 비중



자료: IFS [2003.01~2008.07]

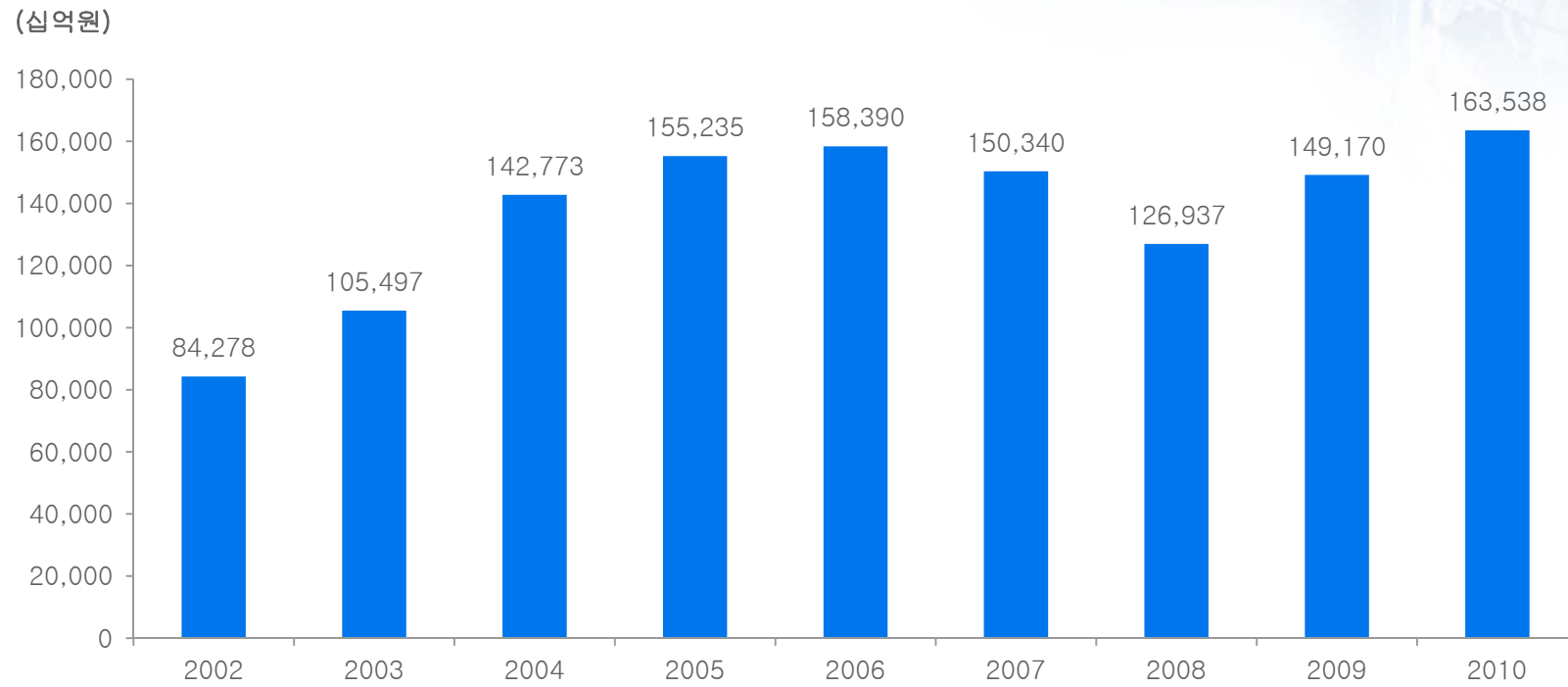


[2008.08~2010.12]

한국은행 통화안정증권 발행 잔액



통화안정증권 발행



자료: 한국은행

Equity Capital과 가공자본



- ◆ 금융공학의 발달로 시장평가가 어려운 부채성 자산의 급증(레버리지와 고수익)
- ◆ 자본 한단위가 지탱하는 자산규모가 급증하면서 수익흐름에 부담(Leverage cycle)
- ◆ 자산의 질적 저하에 대해 신규부채로 대응하는 악순환 진입:
Recap이라도 주체에 따라 자본의 성격이 달라짐 (정부주도 = 부채)
- ◆ 진정한 조정과 가공의 조정이 혼재되면서 자기자본 상실과 금융경색으로 경제위축 (책임과 손실규명 미흡-시장규율훼손)

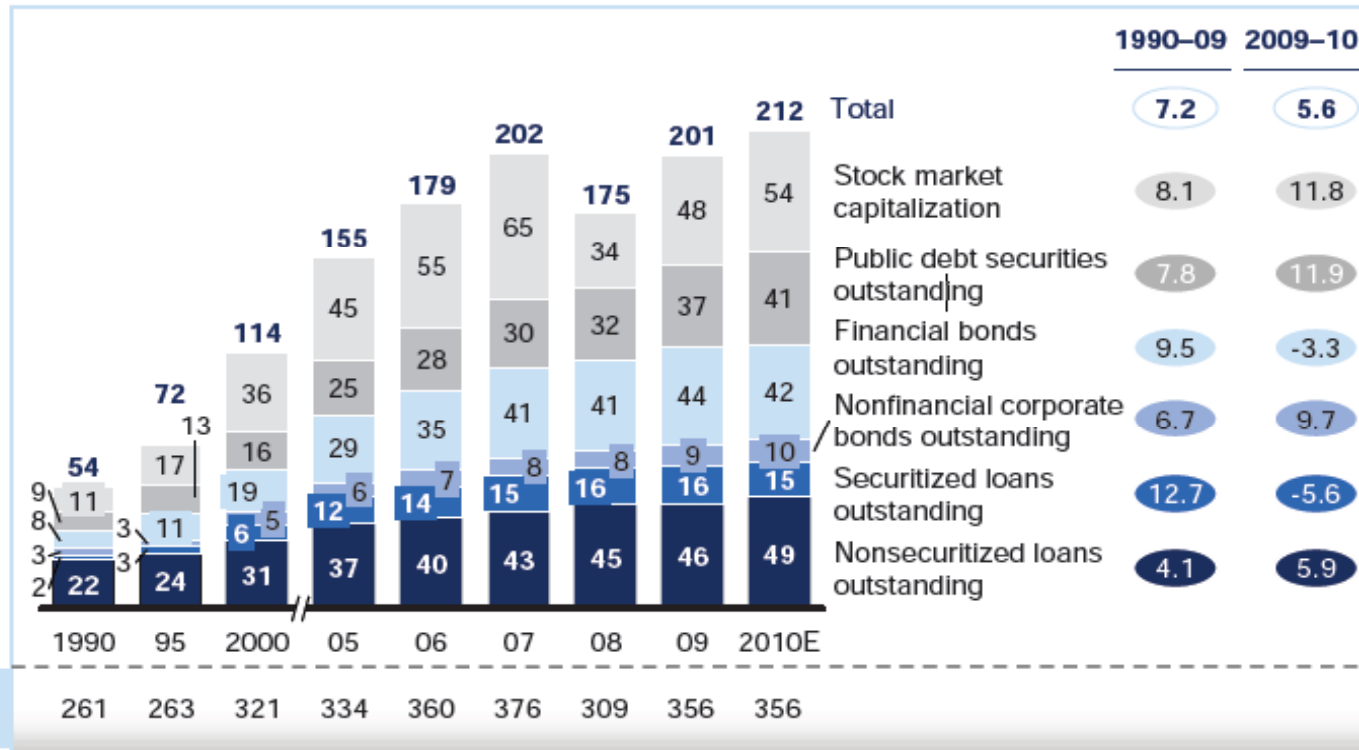
Equity Capital과 가공자본



Global stock of debt and equity outstanding, YE 2000-10

Percent, \$trillion, constant 2010 exchange rates

○ CAGR (%)



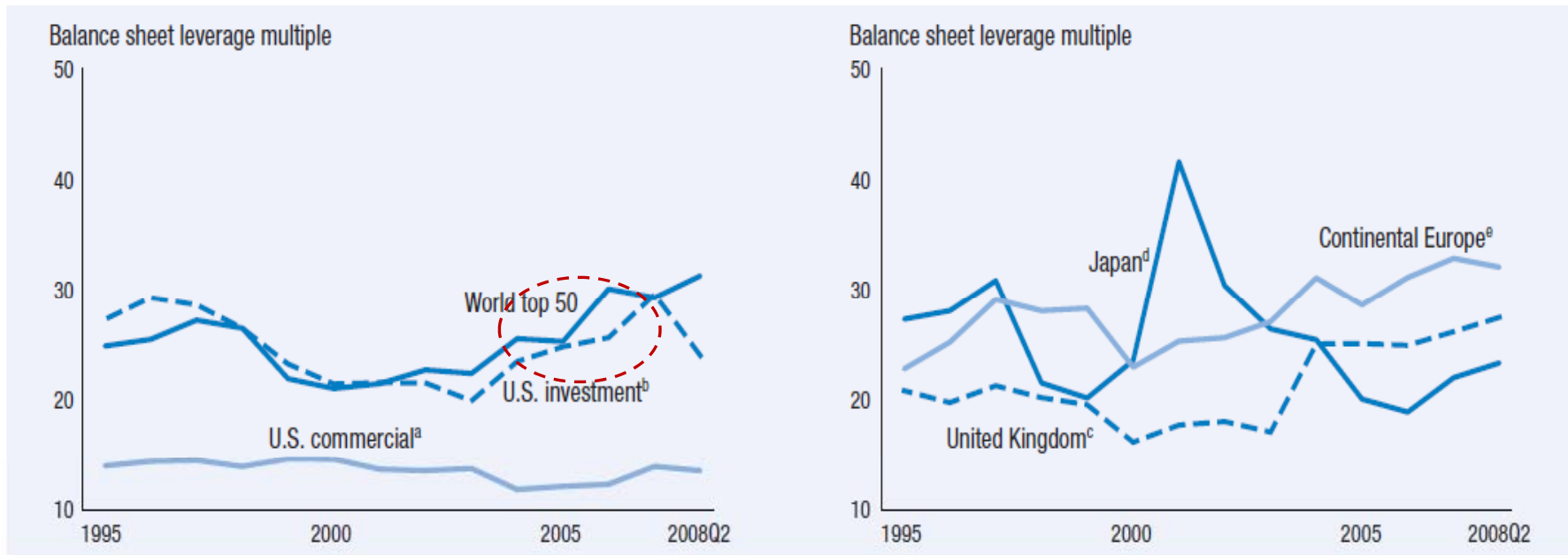
1 Based on a sample of 79 countries

2 Calculated as global debt and equity outstanding divided by global GDP

Equity Capital과 가공자본



Bank balance sheet leverage multiples, 1995–2008 (second quarter)



Source: CGFS 2009.

Note: Balance sheet leverage multiple (total assets divided by total equity) of individual banks weighted by asset size.

a. Bank of America, Citigroup, JPMorgan Chase, Wachovia Corporation, Washington Mutual, and Wells Fargo & Company.

b. Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch, and Morgan Stanley.

c. Barclays, HSBC, Lloyds TSB Group, and Royal Bank of Scotland.

d. Mitsubishi UFJ Financial Group, Mizuho Financial Group, and Sumitomo Mitsui Financial Group.

e. ABN AMRO Holding, Banco Santander, BNP Paribas, Commerzbank, Crédit Agricole, Crédit Suisse, Deutsche Bank, Société Générale, UBS, and UniCredit SpA.

시장불안: 취약한 자본토대와 막대한 조정부담



- ◆ 당장의 안정을 요구하게 되어 근본차원의 개혁은 뒷전으로
- ◆ 원인은 세계화에 부적합한 달러위주 시스템의 낙후성에 있으나 network externality로 인해 달러주권의 개혁의지 모호
- ◆ 더욱이 향후 점차 큰 규모로 높은 강도로 재발될 불안요인은 개혁자체를 어렵게 함.
- ◆ 이미 세계는 그간 complacency의 대가를 치러야 하는 국면에 진입

Deleveraging and Deflation: 집단적 위험기피로 체제적 위험증가



- ◆ Race to the bottom
- ◆ “Volatility” 는 새로운 특징-event driven market-Whipsaw 기본적으로 correction
- ◆ 안전한 투자처(safe haven)는 극소수: 임대아파트, 병원사무실 등
- ◆ 조절장치가 빈약한 중국의 경착륙 가능성



- ◆ **New Normal Economy and Global Recession**
- ◆ **미약하고 느린 회복은 과도한 민간 및 공공부채로 인해 불가피**
- ◆ **버블생성과 위기 이후 금융안정을 위한 재정투입으로 부채의 과도한 증가**

시스템의 핵심에 자리잡은 불안요인(혼란의 와중에서도 투기기회 포착)
으로 내폭과정이 촉발될 가능성

- ◆ 규제완화와 회계원칙의 적용으로 shadow banking system 확대
- ◆ 금융종사자들은 규제가 느슨한 틈을 활용하여 책임질 수 없는 카지노 투자로 사회에 엄청난 부담을 전가
- ◆ 정치인들은 규제관용을 배경으로 주택구매에 은행협조를 독려

Capital flow cycle-신흥시장으로의 충격 파급



- ◆ 자본유입과 버블, 80년초의 부채위기 1980s,
1994년 멕시코 위기, 1997년 동아시아 위기
- ◆ 1998년 이후 러시아, 브라질, 아르헨티나 위기
- ◆ 30년대 초의 독일위기

대응여력의 기초 점검



- ◆ 단기투기성 자금의 이탈 여부는
△자산인플레이 정도 △유입된 외국자금의 건전도
- ◆ 유입된 외국자금의 건전도는 순직접투자과 경상수지 합계액이 국내 총생산(GDP)에서 차지하는 비율
 - 중장기 위기진단지표는 대상국의 △해외자금 조달능력 △국내저축능력으로 평가
- ◆ 단기 위기진단지표가 악화될 경우 대상국의 해외자금 조달능력에 곧바로 문제가 생기기 때문에 민간부문의 저축률과 재정수지로 표현되는 국내저축능력 중요

Global 충격의 의미: EM의 입장



- ◆ Nowhere to turn to?
- ◆ 낙인 효과(stigma effect)
- ◆ 사전적 대응방안으로 외국자금 유출입 규제와 다른 하나는 내부역량 강화방안으로 외환보유액 확충, 외환보유액 활용능력 제고
- ◆ 외국자금 유출입 규제는 기대만큼 효과가 크지 않으며 외환보유고만으로 안정을 지키기 어려움

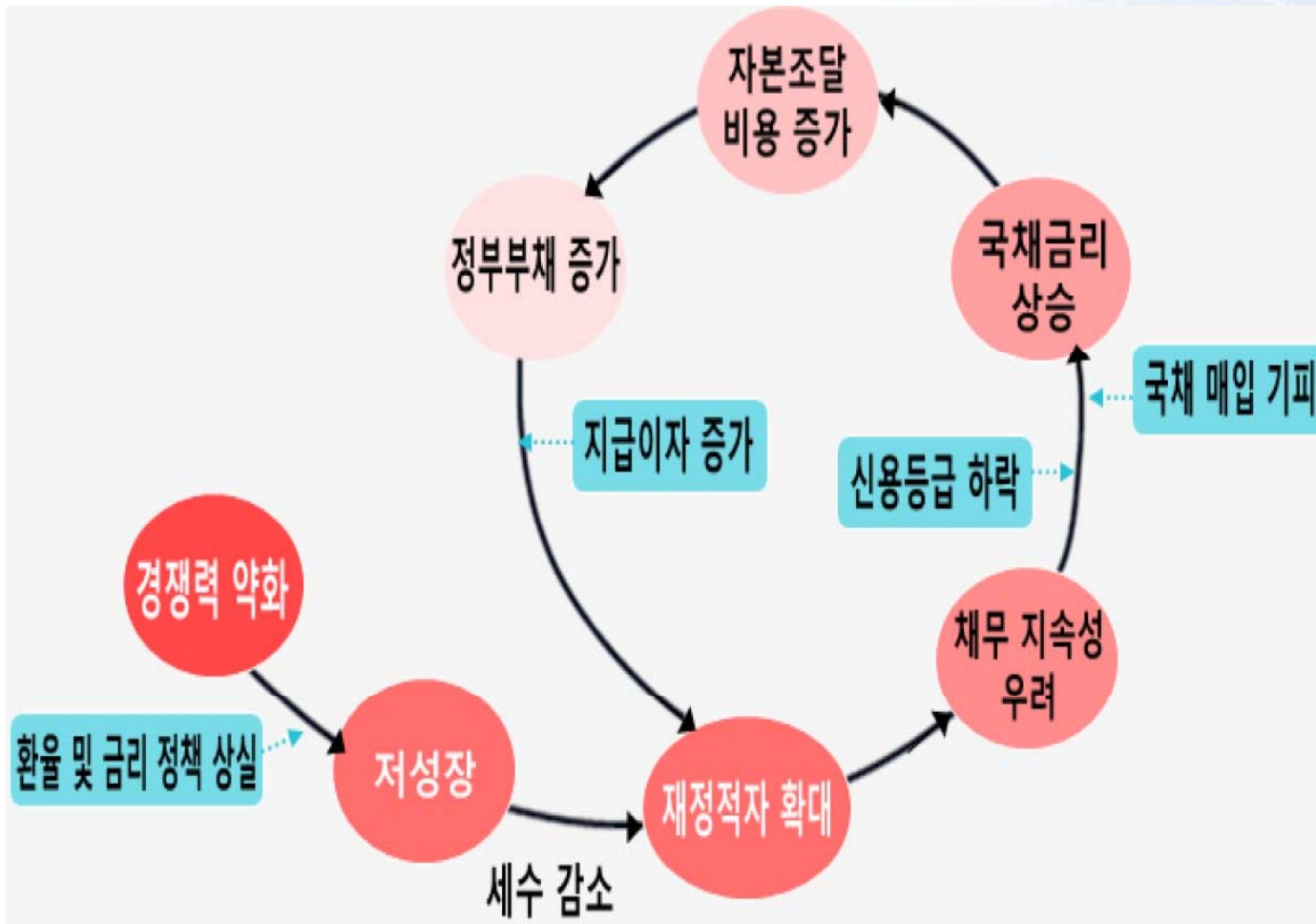


- ◆ 통합의 지속을 위한 노력에 대한 공감대
- ◆ 재정부담과 혜택간의 상충관계
- ◆ 조정메카니즘의 결여
- ◆ 핵심국가들은 은행자본확충대신 EFSF를 활용한
FED방식의 채권매입 선호



- 1) 금리정책과 환율정책을 쓸 수 없기 때문에 재정지출정책에만 의존
- 2) PIIGS 글로벌 경기둔화와 이에 따른 관광수입의 급감으로 재정적자는 급격히 악화
- 3) 복지에 대한 수요증가로 재정악화 불가피

유로지역 국가의 '부채의 덩(Debt Trap)' 메커니즘



금융-실물-금융의 악순환



- ◆ 네트워크 위험관리의 실패로 시장여건 불투명
- ◆ 자금중개의 비효율성 불가피-점차 나쁜 균형으로 수렴할 가능성
- ◆ 자본토대잠식과 경기둔화로 핵심자본위축에 따른 축소 균형 불가피
- ◆ 양극화와 사회갈등 심화
- ◆ 거시적 대응여력 소진, 구조개선 정치기반 약화
- ◆ Tipping Point를 지난 상태

유로존 위기의 원인



◆ 글로벌 부동산 경기침체

◆ 유로화 도입에 따른 경제성장 및 경상수지 불균형 누적이 재정위기의 주요 원인

- 일반적으로 거시경제적 불균형이 커질 경우 해당 국가의 환율과 금리에 자동적으로 반영
- 유로화 사용 이후 과도한 경상수지 적자에도 개별국가에 대한 환율압박 요인이 사라짐 → 거시경제적 불균형에 대한 민감도 상실
- 결과적으로 경제 펀더멘털을 뛰어넘는 자원 조달이 가능 → 부채의 증가

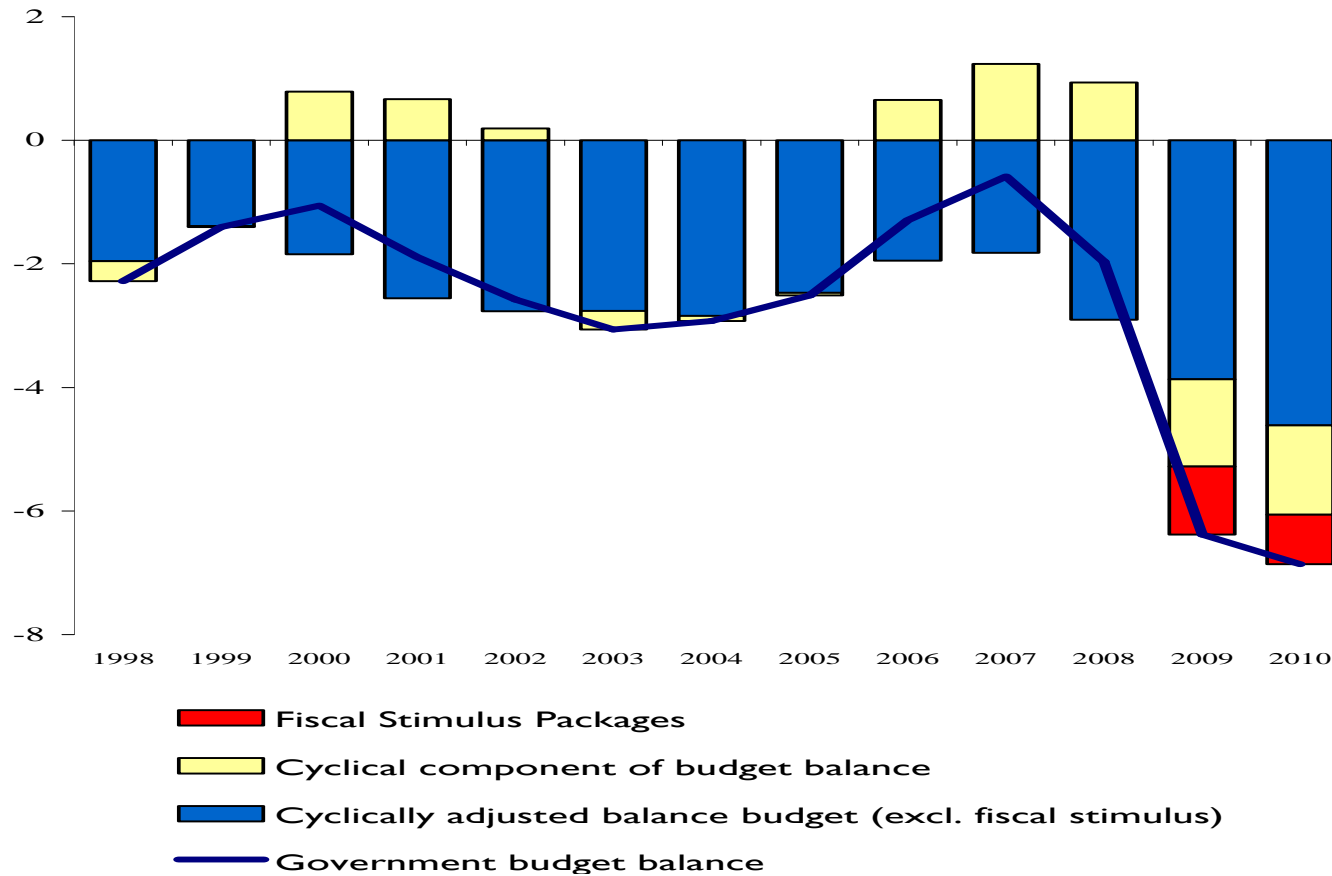
◆ 유로화 출범 이후 북유럽 국가들은 지속적인 무역흑자를 시현하는 반면, 남유럽 국가들은 대규모의 무역적자를 기록

- 생산성 격차의 증가
- 임금상승 → 실질실효환율의 상승
- 2003년 이후 강한 유로화 현상

유로존의 재정수지 추이(1998-2010)



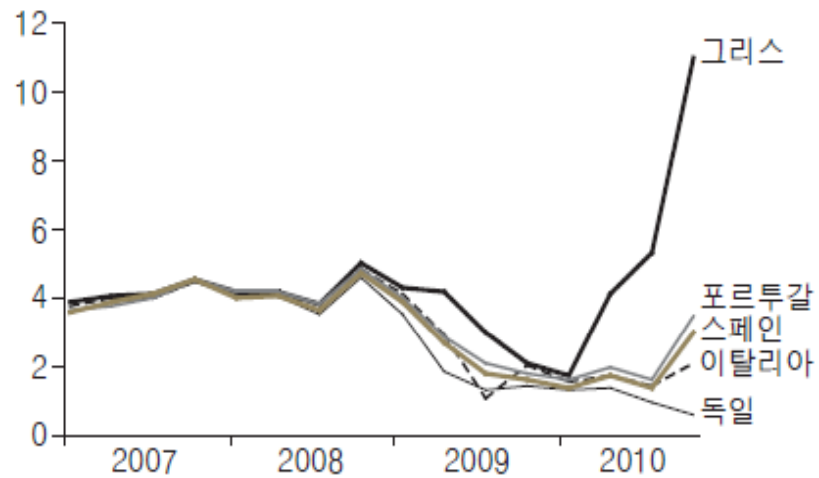
Government net lending (+) / borrowing (-) and components
Euro area, percent of GDP



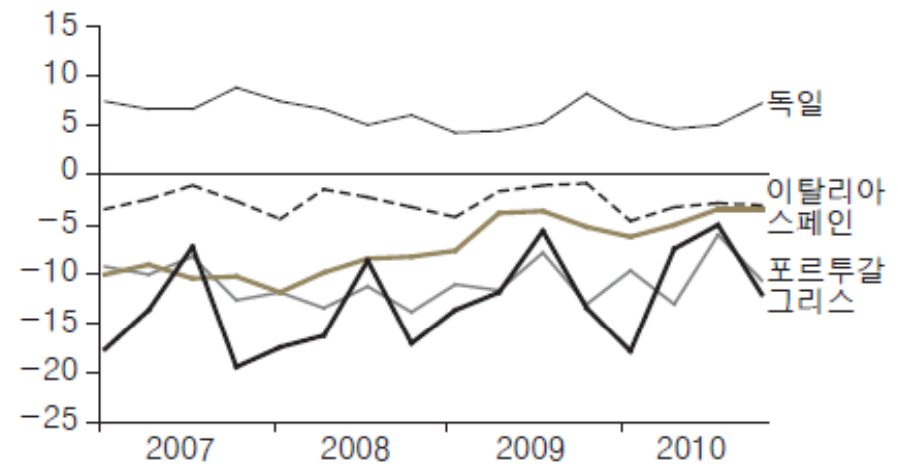
유로의 재정위기: TWO-TIER ECONOMY



<유로존 주요국의 10년만기 국채금리>



<유로존 주요국의 역대 경상수지>



유로의 재정위기(계속)



- ◆ 남유럽 국가의 디폴트는 유럽 은행체제를 위기에 빠트릴 수도 있으며, 미국의 금융불안과 맞물린 경우 세계 전체로 확산될 가능성 높음.

<각국 은행권의 익스포저 관계 (백만 달러. 2010.12)>

		채권은행											
		총 24개 국가	유럽은행	프랑스	독일	영국	이탈리아	네덜란드	그리스	아일랜드	포르투갈	스페인	스위스
채무은행	그리스	145,783	136,317	56,740	33,974	14,060	4,085	5,003	...	835	10,286	974	2,864
	아일랜드	462,330	377,636	29,623	118,154	135,240	13,519	16,709	495	...	5,154	10,025	14,059
	포르투갈	202,372	194,605	26,923	36,421	24,345	4,052	6,545	82	2,719	...	84,622	2,857
	스페인	708,565	632,189	140,628	181,895	107,157	29,657	76,902	326	14,970	26,687	0	18,064
	이탈리아	867,283	783,867	392,577	162,285	66,387	...	45,341	584	13,158	3,021	31,226	18,304
	벨기에	473,598	419,847	201,924	44,024	25,010	4,211	112,218	175	5,385	505	5,412	12,848
	합계	2,827,321	2,464,451	1,167,694	666,953	509,113	47,594	233,341	1,122	22,057	35,247	92,528	70,000



◆경쟁력 격차와 경상수지 불균형의 원인

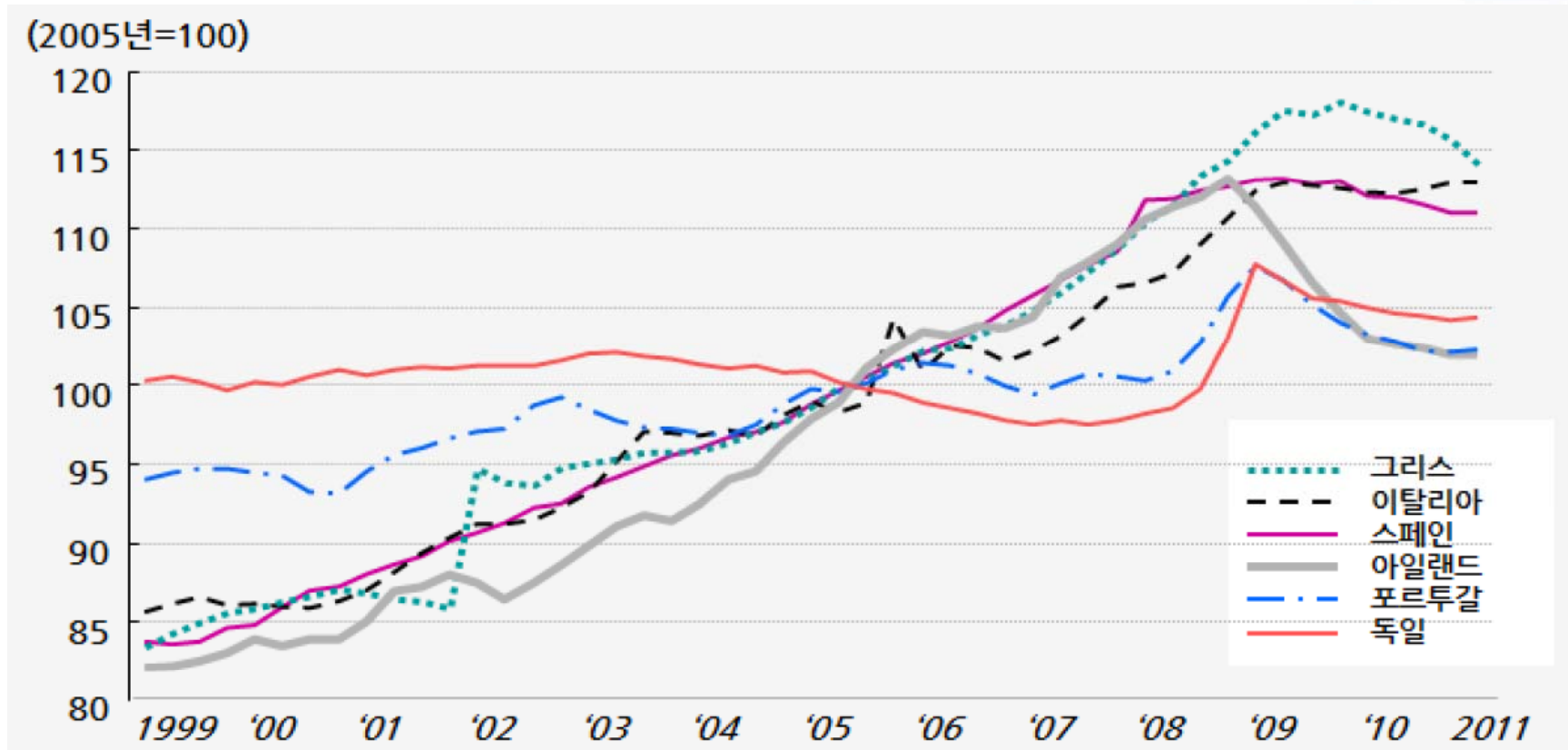
- 단일통화지역은 '비대칭적 충격'(지역별로 차별적인 영향을 미치는 충격)이 발생할 경우, 상품과 생산요소(자본, 노동)의 자유로운 이동에 의해 '충격을 흡수하는' 조정작용이 이루어져야 함.

(Mundell 1961, etc.)

이질적 요소의 조정자체가 기존 통합의 위협요인



- 2000년~2010년간 단위당 노동비용 증가율은 스페인 29.4%, 이탈리아 31.4%인 반면, 독일은 5.9%를 기록



재정지원기금 확대 및 유럽 중앙은행의 역할 증대



◆ 유로존 국가의 경우 개별 국가차원의 위기 해결을 위한 정책 수단에 한계가 있음.

- 단일통화 및 유럽중앙은행(ECB)도입으로 개별국가 차원의 환율 및 통화정책 수행이 불가능 → 경기부양 정책을 전적으로 재정에 의존할 수 밖에 없는 구조
- 그러나 재정위기 국가의 경우 과도한 국가부채로 인해 경기부양을 위한 재정 측면의 여력이 없는 상황이고, 이는 다시 재정수지를 악화시킴.
- 세수가 줄어든 상황에서 자동안정화장치와 경기부양책은 재정에 큰 압박 요인으로 작용 → 재정적자의 증가 → 재정의 지속가능성에 대한 의문제기
- EFSF를 강화하는 방향으로 개혁이 이루어질 것으로 보임.

EFSF(European Financial Stability Facility)



◆ 재정위기의 완화를 위한 임시적 차원의 조치

- 유럽재정안정기금(EFSF), 유럽재정안정메커니즘(EFSM)

Instrument / Institution	Amount (€bn)	Amount (\$ bn)
EFSF (European Financial Stability Facility)	440	570.9
EFSM (European Financial Stabilisation Mechanism)	60	77.58
IMF	250	324.375
TOTAL	750	973.125

- 특수목적회사(SPV)를 설립한 후 채권을 발행. 유로화 사용국은 유럽중앙은행(ECB) 출자 비중에 따라 동채권을 보증(AAA)
- 동채권을 금융시장에서 발행하여 필요재원을 조달. 2013년 6월까지 운용(한시적)
- '11.01.25 아일랜드 구제금융을 위해 5년 만기 50억 유로 규모의 채권발행(금리: 2.75%) 445억 유로 입찰

유로의 미래



◆ 유로존은 단일통화 도입과 함께 무역장벽을 철폐하고, 자본이동의 자유를 보장했지만, 회원국간 생산성 격차는 줄지 않아 대외경쟁력의 격차는 확대됨.

- 단일통화 도입으로 회원국간 환율이 사라짐으로써, 남유럽은 대외경쟁력이 취약하여 북유럽 (독일, 네덜란드 등)과의 교역에서 심각한 적자를 허용할 수 밖에 없음.
- 결국 독일 등 북유럽의 경상수지 흑자가 바로 남유럽의 재정적자의 원인으로 작용

◆ 현 재정위기가 구제금융/부채조정 등으로 해결된다 하더라도, 유로존은 단일통화제도의 수정 없이는 위기에서 벗어날 수 없음.

◆ 현 위기가 진행되고 있는 현 시점에서, 각국의 이자율은 큰 차이가 났는데도 (남유럽 이점 사라짐) 독일은 남유럽과의 무역에서 흑자를 누림.

◆ 따라서 구제금융에도 불구하고 남유럽의 회생을 기대하긴 힘든 상황

◆ 남유럽 국가의 디폴트는 유럽 은행체제를 위기에 빠트릴 수도 있으며, 미국의 금융불안과 맞물린 경우 세계 전체로 확산될 가능성 높음.



◆ **Orderly but Coercive Greek Debt Exchange**

- ◆ **시장중심의 강제적 부채교환: 만기보유투자자에 대해서는 par bond로 mark-to-market 투자자들에 대해서는 discount bond와 교환**

부실은 처리되어야 안정에 기여



- ◆그리스가 디폴트에서 벗어나려면 그리스 은행 채권 지분에 대해 60% 헤어컷(부채상각)을 단행한 뒤 은행 자본을 재확충하고 변제불능 상태에 빠진 은행은 도산시켜야

미국의 고민

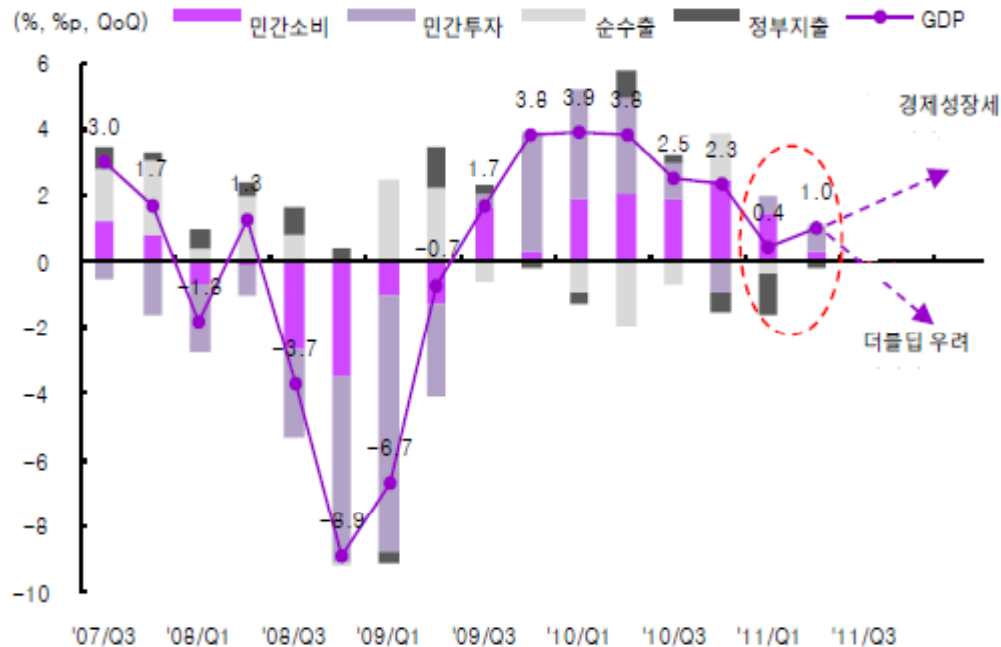


- ◆ 재정투입에도 불구하고 경기회복세 둔화
- ◆ 고용부진과 침체장기화로 정치적 기반약화
- ◆ 부동산 부실처리에 장기간 소요될 전망
- ◆ 자금흐름의 정상화에도 시간 필요
- ◆ 미국, 유럽, 일본의 성장세 둔화 불가피
- ◆ 주변국가들의 동반침체가능성 증가

미국의 더블딥 가능성

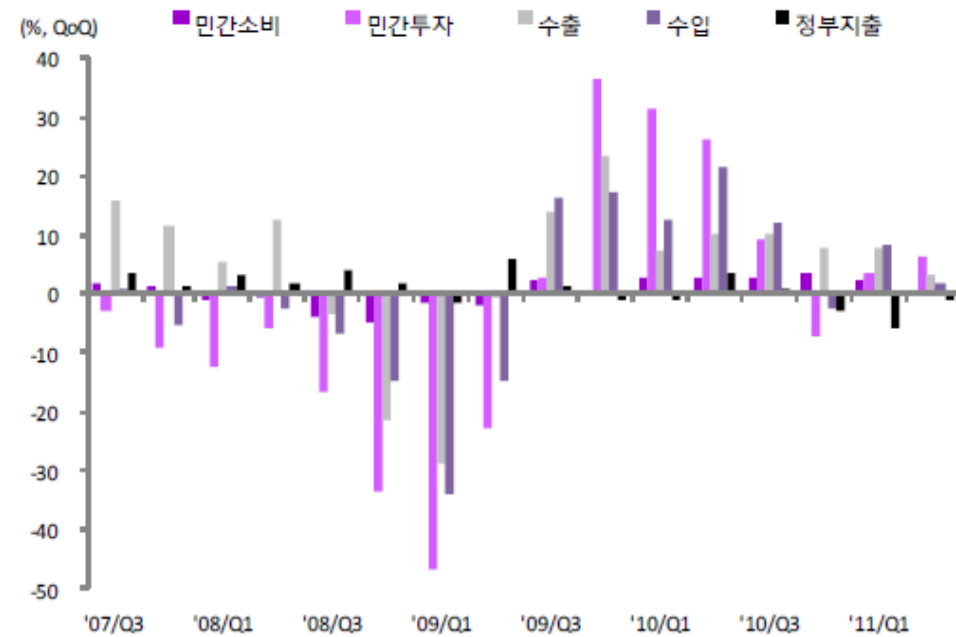
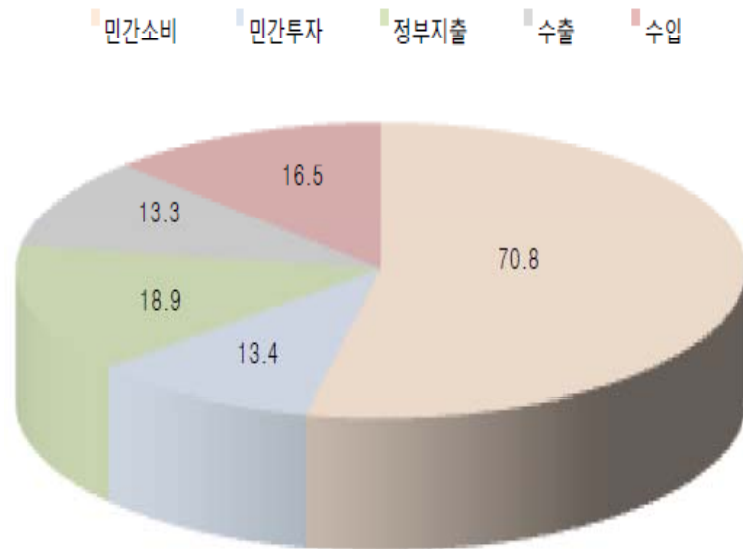


- **더블딥 = 이중침체**
 - 일국의 경제가 2분기 연속 마이너스 경제성장률을 기록한 후 일시적인 회복세를 보이다가 재차 2분기 연속 마이너스 성장률을 기록하는 경제적 현상
- 미국 경제는 2009년 2/4분기에 경기저점을 지나 점차 회복되는 모습을 보였으나, 금년 상반기에 성장세가 둔화되면서 더블딥(double-dip recession) 우려가 확산



- 최근 경기회복세 지연은 소비회복 미흡 및 정부채무한도 상향조정 지연 등에 따른 재정지출 축소 등으로 국내수요 회복세가 둔화되었기 때문

<미국 GDP 구성>



위기의 핵심은 과잉부채 (Haver Analytics, MGI)



- ◆ 새로운 금융상품과 규제측면의 난항, 전염효과
- ◆ 미국의 과도한 차입과 더불어 Great Britain, Ireland, Iceland, Spain, Greece의 부채를 통한 boom
- ◆ China, Japan, Saudi Arabia, Germany는 충실하게 자금공급

국가	증감(%p) (2000~2008)	부채/GDP(%) (2008년말 기준)
스페인	150	342
영국	157	469
한국	93	331
프랑스	83	308
미국	70	290

미국 부채상환협의 난항의 시사점



- ◆ **정치적 타협의 한계와 제약**
- ◆ **감세와 감독실패로 초래된 비용을 지불할 것인가에 대한 합의도출 난항**
- ◆ **책임질 사람은 없고 부담져야 할 납세자만 남은 상태**

순탄치 않은 채무조정과정



- ◆ 소득계층간의 갈등과 분열 불가피
- ◆ 공화당의 경우 예산균형의 장기비용은 부담하지 않으려는 의도: 고소득층의 실업률은 4%인데 비해 저소득층은 12%를 상회
- ◆ 민주당의 경우 조정비용이 정부지출수혜자에게 전가되지 않도록 노력

주거용 부동산의 문제(미국의 사례)



1) 소유주택공급과잉

2) 주택소유자들의 negative equity

- ◆ 주택공급물량을 줄이기 위해서는 공실물을 구매하여 임대하는 투자자들에 대한 과감한 면세혜택(tax write-off)부여
- ◆ 과잉재고를 임대시장으로 연결시켜 주택가격안정 및 자본잠식 완화 유도

금융의 기초인 담보는 담보다워야



- ◆ 빈집 구매자들에 대한 인센티브: 특정 기간동안 소유하면서 임대할 경우 감세혜택부여
- ◆ 금리와 세율을 감안할 때 이러한 조치는 부동산 투자비용의 1/3은 절약 가능
- ◆ 임대가구의 수를 늘리는 효과를 통해 임대를 낮추면서 가치하락중인 주택 대신 임대주택으로 전환할 수 있는 기회를 부여
- ◆ 과도한 혜택을 막기위해 빈상태로 6개월 이상된 집이나 임대시장에 남아 재판매되지 않은 상태에서만 혜택부여
- ◆ 우리나라도 전세문제 해결을 위해 임대주택 공급물량의 확대를 위한 한시적 감세조치 적용해야

대공황의 전제조건 충족중



- ◆ 1929 대공황도 결국은 국제적 협력붕괴로 초래되었음
- ◆ 지출이 필요한 때 지출제약 강화: 성장둔화로 적자확대 불가피-irony
- ◆ S&P의 신용등급강등은 공화당이 감세조치환원에 저항할 것이라는 기대반영
- ◆ 미국은 10조에 달하는 공공채무를 지고 있으며 이중 4조 5천억달러는 외국인 보유



- ◆ 증세는 불가피할 전망
- ◆ 조세제도의 개편
- ◆ 사회 및 의료관련 지출에 신중

중국경제의 경착륙



- **중국인민은행이 인플레이션 압력에 대응하여 지난해 10월 이후 정책금리를 지속적으로 인상(총 5회)하고 있음에도 불구하고 인플레이션 압력이 지속되고 있어 통화긴축이 강화될 경우 중국경제가 경착륙할 수 있다는 우려가 제기**
 - 소비자물가 상승률(전년동기대비)이 '10.4/4분기에 4.7%를 기록한 이후 올해 상반기에 5.4%, 6월(6.4%)에 6%대를 처음으로 기록한 이후 7월(6.5%) 및 8월(6.2%)에도 높은 수준을 지속
 - 제 12차 5개년(2011~15) 계획기간 중 성장률 목표를 7%(2011년 8%)로 하향조정하고, 금년 중 고용 목표(900만명)을 전년(1,168만명)보다 낮은 수준으로 설정하는 등 경제안정화 노력 강화
- **특히 향후 미국의 신용등급 하락, 유럽의 재정위기 우려 확산 가능성 등에 따른 대외수요 감소로 향후 중국의 수출 증가율과 경제 성장률이 둔화될 가능성 대두**
 - 현재의 물가상승세가 지속될 경우 추가 금리인상 가능성이 높으며, 이로 인해 2011년 중 경제성장세는 이전에 비해 다소 둔화될 것으로 예상

three decades of “reform and opening”



- ◆ 2009-10년의 경제정책은 정부주도하의 투자를 중심으로 이루어짐
- ◆ 지방정부는 차입을 통해 인프라투자를 일으킴
- ◆ 정부는 \$1,681bn에 달하는 지방정부채무부담을 경감시키려고 금리를 낮은 수준으로 유지
- ◆ 은행예금금리가 인플레이션보다 낮아지면서 예금수취저하-높은 금리의 shadow financial institutions으로!

정부개입과 시장경제간의 균형



- ◆ 국책은행의 예금감소는 규제되지 않는 그림자은행시스템을 확대
- ◆ 그림자 은행은 신탁회사, 민간은행, korb lenders, loan sharks으로 구성
- ◆ 4대 국책은행은 RMB420bn 대출에 비해 4배에 이르는 예금감소경험
- ◆ 지방정부를 통한 투자촉진효과도 의문시
- ◆ 2009-10년 차입증가는 토지를 담보로 이루어졌으나 토지판매감소와 그림자은행에 대한 부채부담으로 부동산 개발업자들의 재무상태 악화

베어마켓의 파장점검

유로위기의 확산: 외화유동성 관련 신흥시장의 뇌관에 타격



- ◆ 개발도상국에 대한 유로의 대출은 \$3.4조로서 미국의 3배에 이릅니다 (2011.3)
- ◆ 2008년의 경우보다 심각한 충격에 노출되어 있는 상태- Recoupling
- ◆ 투자자들은 이미 신흥시장 채권펀드에서 빠져나가는 추세 (EPFR Global Data.)

各自圖生



“severe” repercussions

- ◆ 유럽이 채무위기를 수습하지 못하고 미국이 재정위기 타협에 실패할 가능성
- ◆ 지역주의로 회귀할 가능성

Massive Infusion and Calamity

- ◆ 유럽계은행들은 헝거리와 폴란드에 GDP의 70%, 40%에 달하는 여신제공
- ◆ 최근 아시아지역에 대한 여신축소 움직임

DOUBLE TROUBLE: 실물침체+유동성 공급애로



“There’s no substitute to the U.S. dollar as a safe haven and the reserve currency.”

- ◆ 신흥시장의 국가채무는 GDP의 35%에 달할 것으로 보이나 이는 선진국의 1/3수준
- ◆ 재정적으로 상대적으로 양호한 신흥시장은 자국통화강세를 기피하는 경향
- ◆ 기축통화국의 환율전쟁과 유동성 공급으로 신흥시장은 엄청난 피해에 직면

중장기 추세와 단기 움직임의 상충관계 심화



- ◆매각권한이 매수권한보다 11%p 높음 (risk reversal rates)
- ◆약세가능성에 대한 위험프리미엄은 높아지는 추세
- ◆최근의 매각움직임은 선진국 저금리에 대응하기 위한 지난 2년간의 신흥시장자산 매입움직임과 반대

우리나라: 여전히 외부충격에 크게 노출된 경제



- ◆ 대외수출로 견인되는 개방경제로서 외부충격노출은 불가피
- ◆ 개방충격을 흡수할 수 있는 시장토대구축과 단기안정화 노력은 종종 상충관계
- ◆ 대규모 외환보유고를 시장발전의 원동력으로 활용할 필요-안정화 부담 경감과 자본시장 발전촉진
- ◆ 민간보유 및 관리중심의 외화유동성 관리



- ◆ 외부충격만 가시화되면 시장접근에 대한 신뢰도 저하로 외화자산, 국공채위주의 자산 편중: 안정을 위해서는 자금이 필요한 곳은 더욱 어려워질수 밖에 없는 구조
- ◆ 근본적인 위험은 달러유동성 공급여부에 대한 시장의존도가 과도하기 때문



- ◆외국자금이 레버리지 투자기법을 즐기는 헤지펀드 등이 주도되고 있는 상황
- ◆예기치 못한 사태로 증거금 부족현상이 발생하면 자본 회수국으로 선택된 신흥국에서 한꺼번에 자금 이탈

Stabilization: Destabilizing?



- ◆한계가 있는 정책수단에만 의존하여 시장 안정에 주력할 경우 대응능력 저하와 의존적 시장여건 고착화
- ◆시장참여자들과 자본흐름, 자산표시방식, 시장규율 및 감독과 시장인프라 등 제반 시스템 요인들에 대한 점검이 필수적

G-SIFI B/S 점검결과



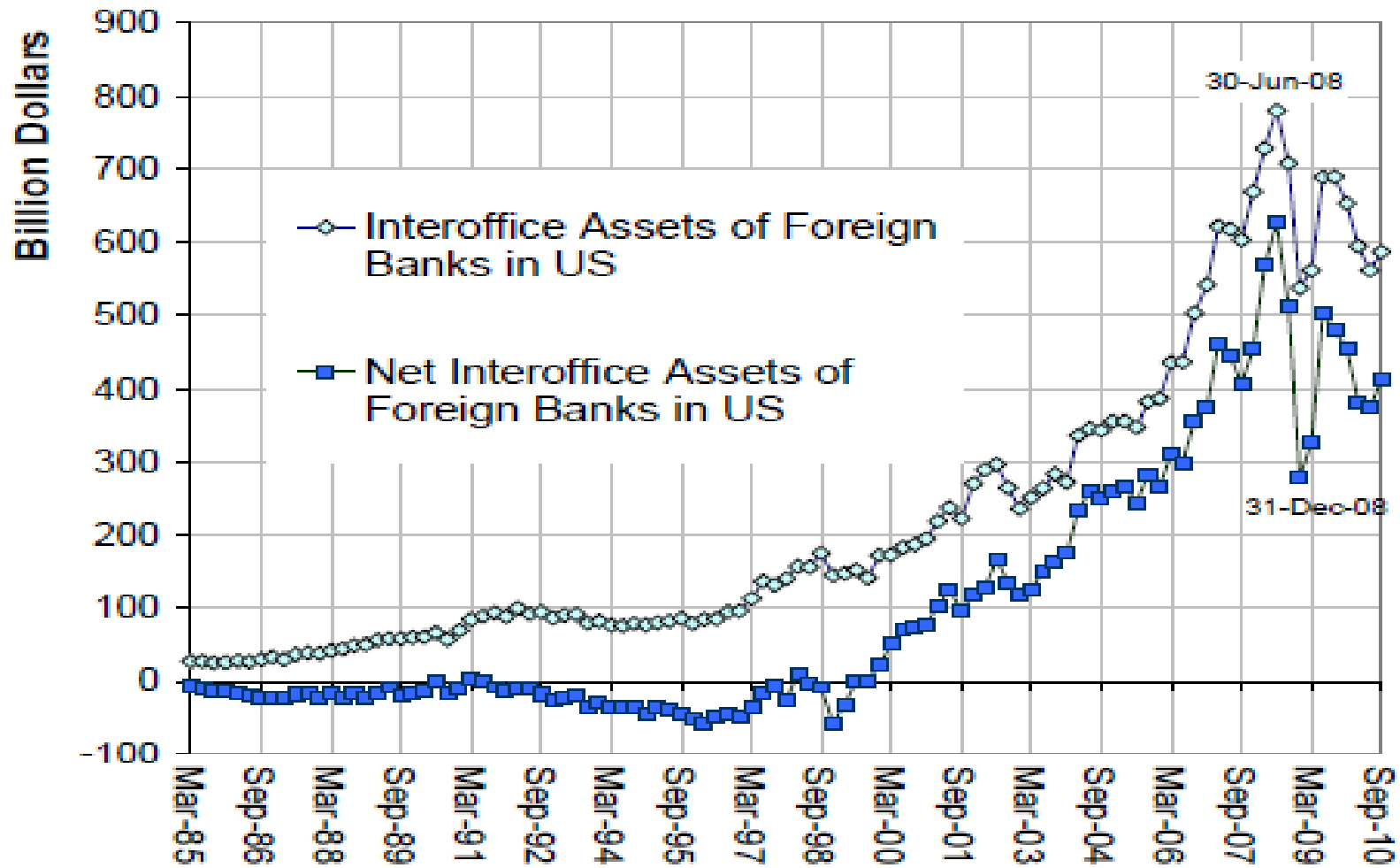
- ◆부채측면에서 안정적인 예금수취보다 시장상황에 민감한 MMF wholesale funding 비중증가
- ◆자산증가는 주로 위험을 내포한 위험자산부분이 증가
- ◆Equity / Total Asset비율은 정체상태-총 MMF 펀딩이 크게 늘어났는데도 Tier 1비율이 높아진 것은 위험가중이 잘못되었기 때문

신흥시장에 대한 외화유동성과 공급경로의 문제



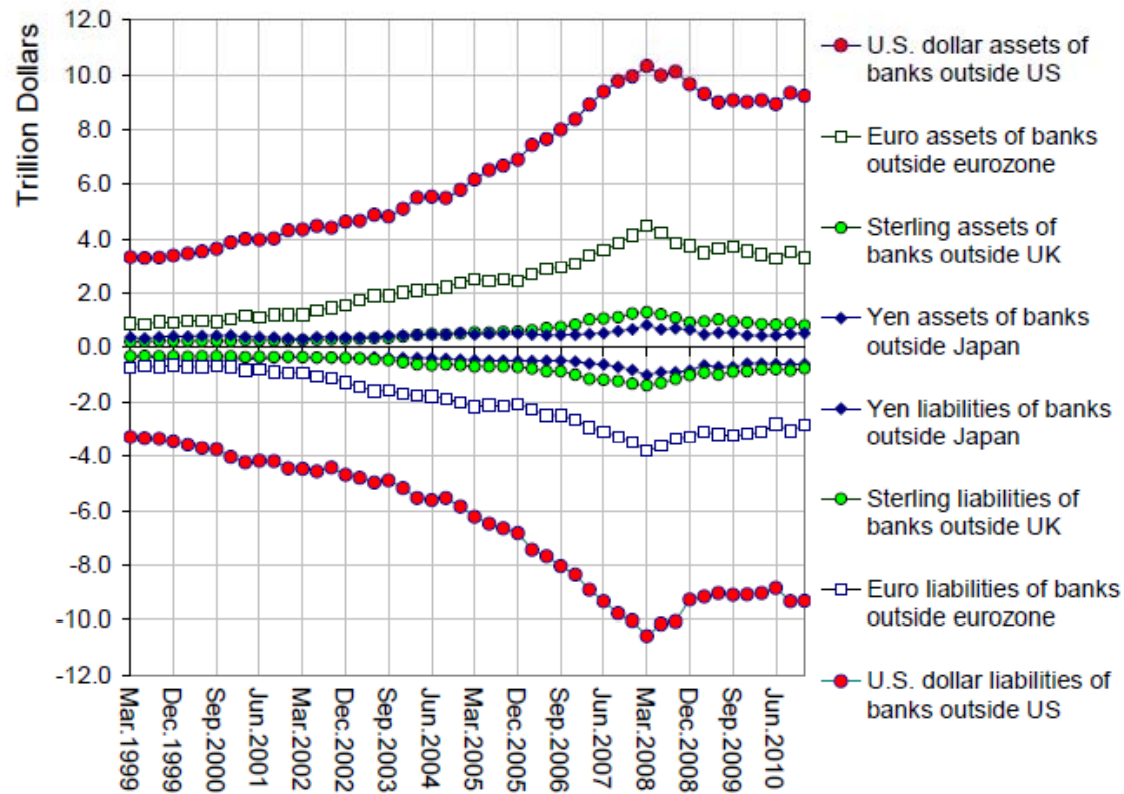
- ◆ 유동성이 정상적인 중개과정을 거쳤다가 보다 달러위주로 취약한 자본토대와 과도한 레버리지를 배경으로 공급됨
- ◆ 유동성의 질적 저하: 충격시의 충격흡수역할이 제한적, 부채 위주로 단기실적위주의 배분, 위험파악자체가 어려운 상태
- ◆ 질적 저하 유동성이 부실한 체제를 근간으로 공급되면서 세계경제 잠재불안 가중: 신흥시장은 온전히 달러공급체제에 의존적인 구도

외국은행의 본지점간 순달러자산



자료: federal reserve

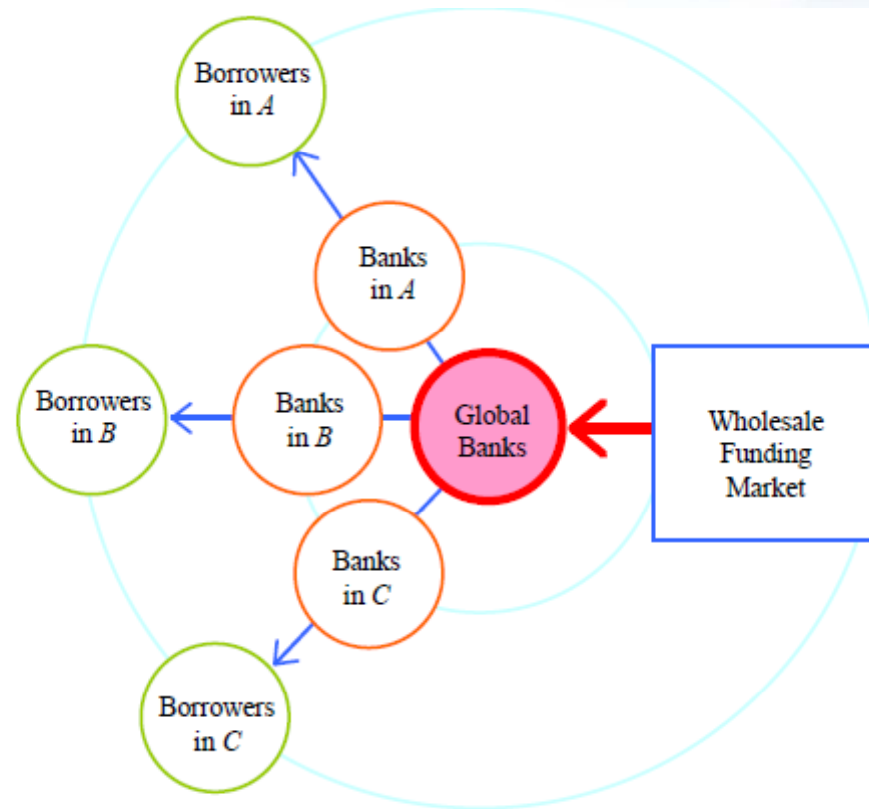
Cross-Border FX Claims by Currency (BIS)



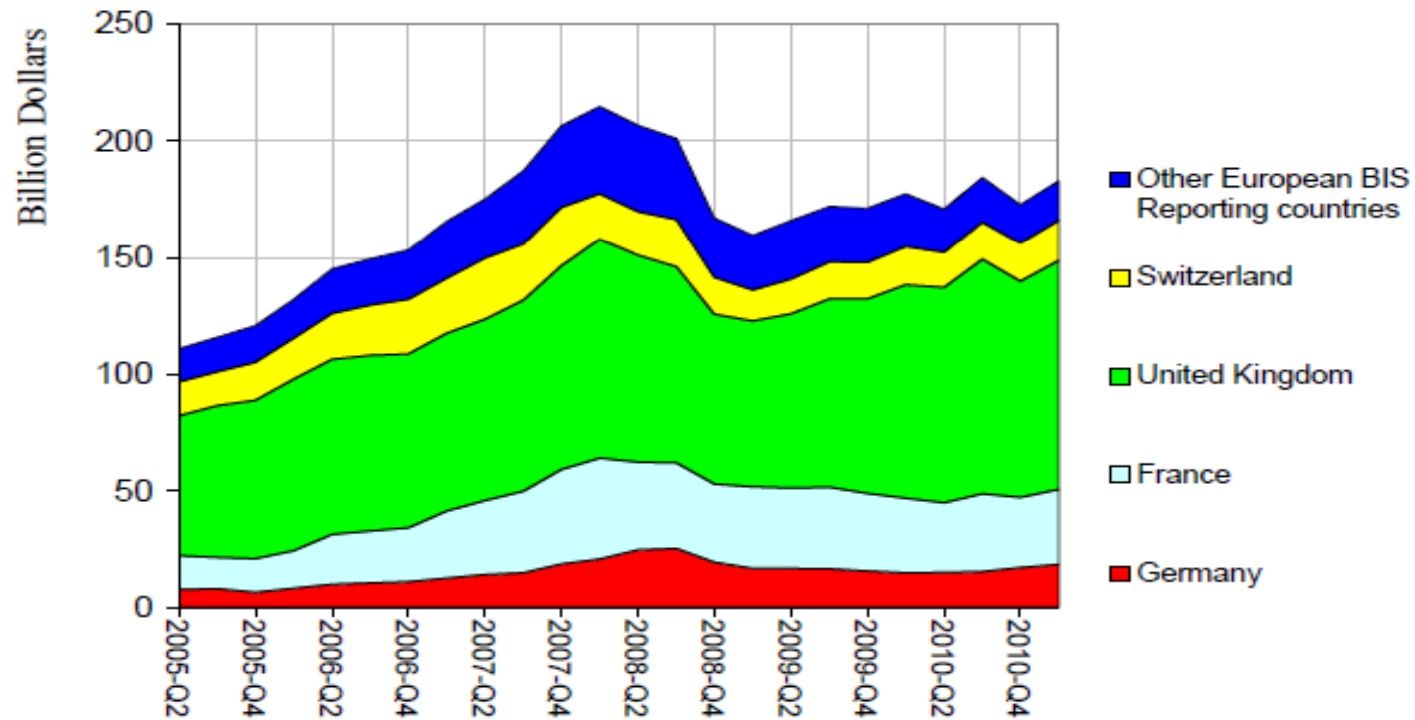
유럽계은행의 문제: 자구책은 신흥시장에 단기 악영향

- ◆ Great moderation 기간 중 금융권은 Basel II 기준을 넘어선 자산확대에 성공
- ◆ 유로의 출현으로 국경간 은행시장의 빠른 신장 경험
- ◆ 그러나 이러한 초기의 성공은 현 어려움의 원인으로 작용-진정한 위험에 취약한 상황과 조정이 어려운 여건을 초래-정치적 차원의 대응없이는 해결 불가능

신흥시장에 대한 충격전달과정



유럽계은행의 한국에 대한 신용공급 (BIS: international claims)



외화유동성 공급기반의 약화로 외부의존적 신흥시장의 위험관리 난항



- ◆ 미국과 유럽의 동시 위기
- ◆ 비대칭적 정책공조(출구전략 난항)와 재정위기
- ◆ 유로존의 조정메카니즘 상실로 해결난항: 가격조정은 미국에서만 제한적으로 가능한 상태 (위험관리를 위해 가격조정 수단이 오히려 관리되어야 하는 상황)
- ◆ 정치적 타결에 기초한 구제노력은 문제를 키우는 방향의 선택
- ◆ 글로벌 안정에 필요한 시스템 차원의 지배구조, 시장인프라, 기축통화, 감독 및 중앙은행의 역할 등 핵심논의 회피-bigger bust

주변신흥국으로서 기본적 한계



- ◆ 지금까지의 성장기반이 달려있던 금융시스템에 과도하게 의존하여 시스템 충격에 취약하므로 자체적 안정을 지키는 데 한계봉착
- ◆ 단기효과에 주력하면서 부실을 키우는 방향으로 재원이 낭비되고 있음
- ◆ 미래 재정부담은 고령화를 감안할 때 급속하게 커지는 구도
- ◆ 따라서 재정위기는 현재의 상황을 극복하려면 일정 수준 감수해야 하나 건전성 제약으로 인해 이 또한 불가능하므로 경기침체 경로를 통해 현실화될 가능성 - Muddling과 장기침체 불가피

위기의 진정한 원인:

선진경제 - 과잉, 신흥경제 - 의존

- ◆ G-SIFI: 취약한 자본토대와 달러체제를 배경으로 범세계적 고레버리지 추구
- ◆ 공공재 성격의 글로벌 금융 안정을 위한 시스템 위험관리 부재 (국경간 익스포처에 대한 관리주체 불분명)
- ◆ 대부분 정책처방은 단기 시장안정이 목표로서 이후의 강도 높은 처방이 불가피: 원인처방은 단위국가 위주로 짜여진 지배구조상 불가능한 여건
- ◆ 그 결과 거대한 조정부담을 처리할 주체도 방법도 파악하기 어려운 상태
 - 1) 과도한 부채가 완만하게 조정될 수 있는 시장여건 확보가 어려움
 - 2) 정치적 이해관계로 통합이나 건전성 제약을 넘어선 처방을 구사하기 어려움
 - 3) 글로벌 조정기능 부재와 책임에 따른 부실처리가 불가능하기 때문에 사회 및 정치불안 장기화 예상



- ◆ 방향이 아닌 변동성 주도 장세에서는 단기대응수단
자제 (시장개입자체의 EXTERNALITY 확대)
- ◆ 글로벌 유동성의 근원에 대한 점검과 국제 금융체
제(IMS)의 개혁을 본격화할 필요
- ◆ 세계화의 틀을 유지하려면 글로벌 거버넌스 확충,
숨고르기를 하려면 과도한 개방부분을 조율(최소한
GLOBAL차원의 TUNING 필요)



- ◆ 국가차원의 위험관리에 있어 민간부문의 참여 적극 유도
- ◆ 규제강화의 스윙이 커질 경우 과다규제에 따른 시스템 차원의 위험이 다시 커질 전망
- ◆ 인센티브체계의 정비와 지배구조에 대한 건전한 모니터링 강화로 감독기구의 감독노력에 대한 과부하를 완화할 필요

성장동력은 보호되어야



- ◆ **신흥시장의 제조업기반은 현 금융부문의 조정에 따른 파장에서 보호되어야**
- ◆ **대부분의 재정노력은 죽거나 죽을 것들을 살리려 하지 말고 앞으로 우리를 지탱할 성장부문에 집중투자 되어야**
- ◆ **교육 및 비교역재부문의 생산성 강화는 성장기반의 다변화를 위해 절대적으로 중요**
- ◆ **복지 및 의료기반확충도 고부가가치 산업**

한국의 대응



- ◆ 우선적으로 한국은 3대 무역 파트너 국가인 미국, 일본, 중국과의 Currency Swap 확대
- ◆ 성장의 결실을 지키기 위한 자본시장 토대 확충을 위해 주변국가들과의 협력 이니셔티브 제시-공통화폐단위 표시 준비자산 공급:
준비자산으로 활용가능한 최상위 AAAA등급의 국채발행이 가능하도록 국제기구의 협조 유도
- ◆ 1) 자체 위험관리가 가능한 시장여건을 조성하고 2) 다양한 시장 참여자를 수용하면서 3) 기본에 충실한 다변화된 자본축적의 기반 다지기에 주력