

# 세계경제위기의 본질과 자본주의의 미래<sup>†</sup>

원 종 근\*

## World Economic Crisis and the Future of Capitalism

### Abstract

*The aim of this paper is to show what are the main reasons for the 2007 financial crisis of America; how the crisis quickly spread over the world; what kind of government measures were enforced to save the economic breakdown; what are the tasks to be done; and finally how the path of capitalism will be adjusted in the future. It is foreseen that the path of capitalism will be slightly adjusted forward the form of mixed economy, and the speed of globalization will be slowed down than in the past.*

### I. 세계경제위기의 본질

세계경제위기의 본질은 무엇인가? 그것은 건전금융원칙(sound banking principle)을 저버린 미국의 금융시스템 때문이다.

소위 서브프라임 모기지 론(sub-prime mortgage loan)이라고 알려진 미국의 주택금융대출은 신용도가 낮은 주택구입자에게 주택 가격의 거의 100%를 대출

함으로써 주택 구입을 부추켜 부동산 경기를 인위적으로 끌어올렸다. 2000년대 초반부터 활성화되기 시작한 서브프라임 모기지 론은 프라임(prime) 등급보다 대출 금리가 2~4% 높았기 때문에, 주택 금융기관들은 경쟁적으로 서브프라임 모기지 론을 취급하였고 그 결과 2002년 말 3.4%에 불과하던 서브프라임 모기지 론의 비중은 2006년 말 미국 전체 주택 금융의 13.7%를 차지할 정도로 급상승하였다.

그러나 2006년 말부터 미국의 주택가

<sup>†</sup> 이 논문은 2009년도 한국외국어대학교 교내 연구비 지원으로 작성되었습니다.

\* 한국외국어대학교 경영학부 교수

격이 지속적으로 하락하기 시작함으로써, 미국의 주택금융기관들이 급속히 부실화되기 시작하였고, 이같은 금융부실은 빠른 속도로 미국의 전(全)금융시스템에 영향을 주기 시작하였다. 미국 금융기관들이 부실화되자, 2008년 여름을 기점으로 유럽, 아시아 등 전세계 금융시스템이 붕괴 직전 상황으로 돌진하였다.

그렇다면 미국의 주택금융기관들이 경쟁적으로 서브프라임 모기지 론을 확대한 이유는 무엇인가? 그것은 2000년대 이후 그린스펀(Alan Greenspan)이 주도한 연방준비은행(FRB: Federal Reserve Board)의 과잉 유동성 공급과 저금리(低金利) 정책 때문이었다.<sup>1)</sup>

FRB는 9.11테러 이후 미국의 경기 하락 방지와 경기 부양을 위해 초(超)저금리 정책을 주도하였다. FRB는 2001년부터 금리인하에 나섰는데 2000년말 6.5%였던 기준금리는 2003년 6월에는 1.0%로 인하되었다. 그 결과 주택시장의 거품은 맹렬한 기세로 팽창하였다.

주택시장이 과열 조짐을 보이자 FRB는 2004년 6월 기준금리를 1.25%로 인상하였고 이후 모두 17차례나 금리를 올려 2006년 6월 미국의 기준금리는 5.25%로

상승하게 되었다. 금리인상 효과는 주택시장을 점차 위축시켰고, 주택가격이 정점을 찍은 2006년 이후 모기지를 상환하지 못해 주택을 차압당하는 사람들이 급증하기 시작하였으며, 이는 자연스럽게 2007년 서브 프라임 모기지 사태로 비화하였다.

2007년 2월에 영국계 은행 HSBC가 서브 프라임 모기지로 대규모 손실을 입었다고 밝힌데 이어, 2007년 4월에는 미국의 제 2위 규모의 서브 프라임 모기지 회사 뉴 센트리 파이낸셜(New Century Financial)이 파산하였다. 2007년 8월, 프랑스 BNP 파리바 은행이 모기지 채권을 편입한 고수익 펀드의 환매를 중단하였으며, 2008년 모기지 관련 파생상품의 투자 손실로 미국의 최대 투자은행인 베어스텐스(Bear Stearns)와 리먼브러더스(Lehman Brothers Holdings Inc.)가 차례로 파산하였다.

그렇다면 주택금융의 부실이 어떻게 투자은행(IB: investment bank)까지 연쇄적으로 부실화시키게 되었는가? 그 가장 큰 원인은 파생금융상품이다.<sup>2)</sup>

1) 그린스펀의 공과(功過)에 대하여는 아직 논란이 많다. 그의 공과(功過)를 객관적으로 평가하기는 아직 이른 편이다.

2) 파생금융상품(derivative, derivative securities)이란 주식, 채권 같은 전통적인 금융상품(financial instrument)을 기초로 하여, 새로운 현금흐름을 창출하는 금융상품을 파생적으로 개발하여 판매하는 것을 말한다. 대표적인 파생상품으로 선물(futures), 옵션(option),

일반적으로 미국의 주택담보대출은 채권화의 과정을 거쳐 유통시장(secondary market)에서 거래된다. 그 첫째 단계는 여러 개의 담보대출계약을 하나로 묶어 자산담보부증권(CDO: Collateralized Debt Obligation)이라는 채권을 발행하는 것이다.

CDO는 일반적으로 저위험-저수익, 중위험-중수익, 고위험-고수익의 세 부분으로 분할되어 판매되는데, 투자은행들은 대부분 고위험-고수익 부분을 매입하였다. 투자은행들은 자기자본의 20~30배 규모의 자금을 단기금융시장에서 차입하여 CDO 매입자금을 마련하였다. 주택담보대출이 연체되어 CDO가 부도나는 경우를 대비, 투자은행들은 AIG 등 보험회사나 헤지펀드들과 원금을 보장 받을 수 있는 신용파산스왑(CDS: Credit Default Swap)을 맺었다.<sup>3)</sup>

스왑(swap) 등이 있다. 파생금융상품은 투자 원금을 주고 받는 것이 아니라, 소액의 증거금 또는 프리미엄만으로 거래한다. 파생상품은 원래 환위험 등을 커버하는 헤지(hedge) 기능, 레버리지 효과(leverage effect-차입금을 지렛대로 삼아 자기자본 이익률을 높이는 지렛대효과) 등을 목표로 개발되었는데, 근년에는 다양한 파생금융상품을 합성하여 전혀 새로운 금융상품을 만들어내는 금융 혁신(financial innovation)으로 발전하였다. 고도의 수리(數理) 계산에 의거한 금융공학(金融工學)을 바탕으로 창출된 금융 혁신 상품들은 주로 고위험-고수익의 파생금융상품으로 개발되었다.

3) CDS는 기업의 파산 위험 자체를 사고팔 수

2002~2006년 기간 동안 미국의 주택 가격은 약 60% 상승하였다. 이 기간 동안 주택담보대출은 60% 증가하여 27조 달러 규모에 이르게 되었는데, 이에 따라 투자은행이 보유한 CDO도 크게 늘게 되었고, 이 CDO들은 위험은 낮고 수익은 높은 우량채권으로 인식되었다.

그러나 주택가격이 하락하기 시작하면서 연체율이 계속 상승하자, 투자은행들이 보유하고 있던 고위험-고수익 CDO는 전혀 수익을 내지 못하는 불량채권으로 전락하였고, 그에 따라 투자은행들과 CDS 계약을 맺었던 보험회사나 헤지펀드들도 큰 손실을 보게 되었다. 투자은행들과 보험회사, 헤지펀드들이 파산 위기에 몰리자 자연히 단기금융시장도 얼어붙기 시작하였다.<sup>4)</sup>

있도록 만든 파생금융상품이다. 거래 당사자 중 한 쪽이 상대방에게 연간 수수료를 주는 대신, 특정 기업이 부도나거나 채무가 불이행될 경우 상대방으로부터 보상을 받는다. CDS는 원래 기업 부도에 따른 원금 손실을 보장받는 금융상품으로 개발되었으나, 시간이 지남에 따라 기업이 부도를 낼 확률에 배팅하는 투기금융상품으로 변모하였다. CDS는 공인된 거래소에서 거래된 것이 아니고 주로 장외(場外)에서 개별적으로 거래되었는데, 소규모의 헤지펀드들이 무수히 참여하였다. 고(高)위험 금융상품인 CDS는 일반인들이 이해하기 어려운 복잡한 수리(數理) 계산 과정을 거친 금융공학(金融工學) 기법에 의해 마치 저(低)위험 자산인 것처럼 위장되었다.

4) LG 경제연구소, “미국금융위기의 향방과 국내외 금융시장 전망”, 『LG Business Insight』,

미국 금융시장의 위기를 증폭시킨 것은 많은 금융기관들이 파생금융상품을 매개로 복잡하게 얽혀 있다는 점이었다. 미국 금융기관들이 파생금융상품 거래에 집중한 이유는 저금리 때문에 일상적인 금융 비즈니스로는 고수익을 올리기 힘들었기 때문이다. 파생금융상품은 월가(wall street) 최고의 성장 엔진이었으며, 미국 의회는 2000년 CDS를 비롯한 파생금융상품에 대한 규제를 금지하는 법안을 통과시킴으로써 파생금융상품 거래를 조장하는 역할을 하였다.

미국금융기관들은 CDO 및 CDS를 1차 발행으로 끝내지 않고 2차, 3차로 부풀려 중복 발행하였다. CDS는 원래 부도 위험을 보장하는 보험의 성격을 가지고 있는 금융상품이지만, 실제로 대부분의 거래자들은 투기적인 목적으로 CDS를 거래하였다.

하나의 주택담보대출을 근거로 그 규모를 파악할 수 없는 CDO, CDS가 계속 중복 발행되었기 때문에 금융자산은 실제 주택대출자산의 수십배 이상 부풀려져 파생금융상품으로 거래되었다. 그 결과 누가 최종적인 책임을 져야 하는지가 불분명하게 되었다. CDS가 『폭탄돌리기』라는 별칭을 얻게 된 것은 바로 이 이유 때문이다. 2001년 0.9조 달러에 불과했던 CDS는 2007년 말 62조 달러로

급팽창하였는데, 그 거대한 고리 중 한 계약만 문제가 생겨도 전체 시장은 계약 불이행 위험에 빠지게 된다.<sup>5)</sup>

이같은 미국의 금융시스템 운용은 건전금융원칙(sound banking principle)을 스스로 저버린 것이었으며, 도덕적 해이(moral hazard)의 전형(典刑)이었다. 미국은 원래 건전금융원칙을 전세계에 전파하고 가르친 나라인데, 스스로 이 원칙을 버림으로써 자국(自國)분 아니라 전세계 금융시스템을 위기 상황으로 몰아넣었다.

## II. 세계경제위기의 파급 과정

일부 금융기관들의 부실이 표면화되자 이들 기관의 자산가격 하락과 추가 부실 우려에 따라 미국의 금융시장, 이어 전세계 금융시장이 연쇄적으로 경색되기 시작하였다. 레버리지(leverage)가 높은 투자은행들은 경쟁적으로 부채 및 자산을 감축시키는 디레버리지(deleverage) 작업을 진행하였고,<sup>6)</sup> 이에 따라 자산가

5) 이러한 위험을 CR(counterparty risk)이라고 부른다.

6) 디레버리지란 금융기관이 레버리지(자산/자기 자본) 비율을 줄이기 위하여 소유자산을 매각함으로써 대차대조표상의 자산 및 부채를 축소하는 것을 말한다.

격 하락은 더욱 가속화되었다.

자산가격 하락과 금융기관의 디레버리지 과정에서 유동성 제약은 신용경색을 보다 심화시키고 은행 및 기업의 자산 가능성을 증대시켜 실물 경기 침체를 보다 악화시킬 가능성이 있다.

세계적인 금융위기는 각 경제주체들로 하여금 극단적인 위험회피 성향을 갖게 하였다. 그 결과 리스크 극소화를 위한 안전자산 및 안전통화 선호 및 신용축소로 세계 각국의 금리와 환율은 정상적인 궤도를 이탈하여 급등/급락의 불안한 장세를 지속하였다.

세계 각국의 국내금융 시장에서는 금융 경색이 유동성 공급 축소로 이어지고, 이는 다시 투자 및 소비 위축 그리고 이에 따른 기업매출 부진 및 수익성 악화, 그 결과 기업 리스크 상승, 국내 금융경색 심화의 과정이, 국제적으로는 금융경색이 자본이동을 축소시키고 환율의 변동성을 확대하며 이에 따라 무역이 위축되고 그 결과 세계경제 성장이 둔화됨으로써 국제유동성이 부족해져 다시 국제금융 경색이 심화될 가능성이 상존하였다.

이같은 실물 경기 침체 과정은 금융 불안 심화와 금융기관 파산 → 주가 폭락과 신용 경색 → 소비와 투자 위축 → 소득과 고용 감소 → 기업 부도와 가계

부실 → 추가적인 금융 손실 및 그에 따른 금융기관 추가 부실 → 제 2차 신용축소와 자산가격 하락으로 요약된다.

이같은 사태를 방지하기 위하여 미국 정부는 지속적인 금리 인하, 금융기관들에 대한 대규모 구제금융, 달러 유동성의 무제한 공급, 미 재무부의 MMF 자금 보증, CP 직접 매입, 일부 은행들의 사실상 국유화, 7870억 달러에 달하는 경기부양책 등 전례(前例) 없이 공격적인 대책을 강구하였다.

금융위기 해소를 위해 FRB가 추진한 또 하나의 공격적인 전략은 1990년대 장기불황시 일본 정부가 사용했던 것과 같은 양적(量的) 완화 정책이었다. 이는 금리가 거의 영(零)에 접근했기 때문에 유동성을 사실상 무제한으로 대규모 공급하여 금융 부문 및 산업의 자금 사정을 원활케 하는 정책이다.

미국 정부는 주택 부문 및 투자은행에서 시작된 금융위기가 신용카드, 상업용 부동산 대출, 할부금융 등 여타 금융 부문으로 전염되는 것을 차단하기 위해 많은 노력을 기울이고 있다. 그러나 2009년 6월 기준으로 상업용 부동산은 고점 대비 35% 폭락하여 부실 규모는 점차 늘어나고 있다. 미국 금융기관들에게 있어서 상업용 부동산 대출은 또 하나의 심각한 위험 요인이다.

미국의 금융위기는 급속히 실물 부문

으로 확산되고 있다. 가장 우려되는 부문은 고용사정이다. 신규 취업자 수가 급격하게 감소하는 반면 실업률은 계속 상승하고 있는데, 고용 사정 악화는 소비 부진으로 이어져 미국의 구매력 기반을 약화시킴으로써 장기적인 경기침체의 원인이 되고 있다. 2009년 6월 현재 미국의 실업율은 무려 9.5%에 달하고 있다. 이같은 실업율은 26년만에 최고치이다. 일부 전문가들은 미국의 실업율이 조만간 10%를 웃돌게 될 것이라고 전망하고 있다.

미국의 공장 가동율은 2009년 6월 현재 68%로서 1968년 이래 가장 낮은 수준이다. 공장 가동율이 낮다는 것은 미국의 생산 설비가 공급 과잉 상태에 있다는 것을 의미한다. 실업율 상승, 낮은 공장 가동율, 장기 침체는 가계 부실로 이어져 신용카드, 할부금융 부문 등의 연체율을 상승시키는 악순환의 고리가 될 수 있다.

미국은 2007년 12월을 공식적인 경기 침체 시작으로 인정하였다. 미국뿐 아니라 여타 국가들도 심각한 성장 정체와 고용 감소를 경험하고 있다. 개도국들은 특히 해외차입과 자본 유입이 급격히 줄어들고 무역이 위축됨에 따라 전후 최악의 경기침체에 돌입하였는데, 일부 국가에서는 장기불황의 초기 국면인 디플레이션 현상이 발생하고 있다.

그렇다면 미국발 금융위기가 왜 그렇

게 급속하고 광범위하게 세계경제위기로 확산되었을까? 그 가장 큰 이유는 아 이러니칼하게도 1990년대 이후 급속히 진행된 세계경제의 글로벌리제이션(globalization) 때문이었다.<sup>7)</sup> 글로벌리제이션의 결과 어느 나라도 고립주의를 택하기가 어렵게 되어 세계 각국이 어깨동무처럼 얽여있기 때문이다.

금융위기가 확산되면서 영국의 Northern Rock 및 HBOS, 독일의 IKB, 네덜란드의 Fortis 등 많은 은행들이 매각되었으며, 아이슬란드의 경우는 심지어 자국내 3대 은행을 모두 국유화하고도 IMF에 구제 금융을 신청하기에 이르렀다. 동유럽에서는 라트비아, 헝가리, 루마니아, 세르비아와 우크라이나 등이 IMF의 구제금융을 받는 처지가 되었다.

현재 동유럽 국가들은 전반적으로 매우 심각한 경제위기를 경험하고 있다. 동유럽 국가들은 일반적으로 외채 비율이 높고 재정적자가 많으며 실업율이 높아, 대부분의 국가들이 경제위기 극복을 위한 적극적인 경기부양책을 쓸 엄두를 내지 못하고 있다. 참고로 라트비아의 GDP 대비 외채 비율은 154%, 헝가리 113%, 에스토니아는 112%이다. 실업율은 에스

7) 세계경제의 글로벌리제이션은 UR 협상 이후 1994년 WTO가 출범하면서 본격적으로 진행되었다.

토니아 18.7%, 라트비아 16.3%, 리투아니아 14.3% 이다. 비록 동유럽 국가들의 대규모 디폴트 가능성은 없다 하더라도, 동유럽 국가들의 장기 침체는 동유럽에 대한 투자 규모가 큰 서유럽 국가들에게 부정적인 영향을 미치게 된다.

유럽 주택 시장의 위축 문제도 심각하다. 2008년 10월 기준으로 영국, 독일의 주택 가격은 2007년 고점 대비 10% 이상 하락하였다. 유럽은 미국에 비해 주택담보 대출의 증권화가 덜 진전되었지만, 유럽 내 주택 가격이 지속적으로 하락하면 다른 자산의 가치 하락과 상승 작용을 일으켜 금융기관들의 재무 건전성을 크게 위협할 가능성이 있다.

### Ⅲ. 각국의 경제위기 대응 정책과 평가

세계 각국은 금융위기의 시작과 더불어 공통적으로 부동산/주식 등 자산 가격의 하락, 경기 하락을 경험하였다. 그러나 금융위기 초기에 세계 각국은 대체로 위기의 심각성을 과소 평가하였다. 그 결과 각국의 위기 대응책은 통상적인 경기 부양책 즉 부분적인 재정확대 및 금융 완화 정책 수준을 넘어서지 못했다.

그러나 부실 채권 누적으로 금융기관들의 자기자본이 감소하고 금융기관들의 파산 위험으로 자금시장이 마비되기 시작하자, 세계 각국은 긴급히 금융 기관들에 대한 유동성 공급, CP 매입 등 기업들에 대한 직접 자금공급, 금융 기관들에 대한 공적자금 투입 정책을 강구하기 시작하였다.

이러한 정책으로 금융기관의 연쇄 파산 사태는 막을 수 있었지만, 금융기관들의 부실 채권 증가, 대출 제한, 그에 따른 실물경기 악화, 부실채권 증가의 악순환을 막기에는 역부족이었다. 이에 각국 정부는 보다 근본적인 개혁을 위해 금융기관들에 대한 지속적 공적 자금 투입, 배드 뱅크(bad bank) 설립을 통한 부실채권 처리, 대규모 경기 부양책 및 경제시스템 개혁을 추진하게 되었다.

이같은 각국 중앙은행의 위기 극복 노력은 크게 세 가지로 요약된다. 첫째는 금리 인하 및 유동성 공급, 둘째는 적극적인 재정 지출 곧 정부지출 확대를 통한 대규모 경기 부양, 셋째, 소비 진작을 위한 보조금 지급 또는 감세(減稅)정책이다.

금리 인하 및 유동성 공급 정책은 기본적으로 급속한 금융 경색을 완화하고 실물경기의 급락을 막기 위한 정책이다. 2008년 10월 미국과 유럽의 중앙은행들은 일

제히 정책금리를 동시에 인하하였다. 이후 유럽중앙은행(ECB), 영국, 일본의 중앙은행들은 미국 FRB가 주도하는 금리 인상을 통해 달러화의 무제한 공급에 동참하였다. 이러한 국제적 협력은 금융시장이 안정을 되찾을 때까지 당분간 이어질 것으로 보인다.

그러나 자산가치 하락과 디플레이션이 진행되고 있는 상황에서 유동성 공급이나 금리 인하를 통한 경기 회복의 효과는 상당히 제한적일 가능성이 크다. 유동성 함정(liquidity trap)에 빠져들어<sup>8)</sup> 소비나 투자의 진작 효과가 거의 나타나지 않을 가능성이 있기 때문이다.

자산가치가 하락하거나 물가가 하락할 경우 부채상환 부담이 늘어나 소비와 투자는 더욱 부진해져 실물경기가 침체에 빠질 수 있다. 또한 세계적인 소비감축 과정에서 저축 증대는 오히려 사회 전체의 총수요를 감소시켜 경기회복을 지연시킬 가능성이 있다.

정부지출 확대와 감세 정책의 효과에 대하여는 학자들의 의견이 분분하다. 일부 학자들은 정부지출 확대 정책이 감세

정책보다 승수효과 면에서 더 효과적이라고 주장한다. 정부지출 확대는 직접 수요를 창출하지만, 감세정책은 한계소비성향의 영향을 받기 때문에 그 효과가 간접적이라는 것이다. 미래에 대한 불확실성이 클 경우 사람들은 감세로 얻은 추가 소득을 소비하지 않고 오히려 저축하려는 경향을 보이게 된다. 또한 감세정책은 부분적으로 소득 불균형을 심화시킬 우려도 있다.

반면 일부 학자들은 정부지출 확대보다 감세정책이 더 효과적이라고 주장한다. 감세는 개인 소득의 직접 증대를 통해 소비를 신속히 자극하고 개인의 소비 선택권을 보장하기 때문에 소비자 후생 증진에도 효과적이라는 주장이다. 이들은 대규모 공공사업 등의 정부지출 확대 정책은 경제성을 무시하는 경우가 많으며, 또한 결과적으로 민간 투자를 대체하여 민간 투자 확대를 지연시키는 역기능(逆機能)이 있다고 주장한다. 그러나 현실적으로 정부지출 확대와 감세정책의 효과를 엄밀히 측정하는 것은 사실상 불가능하다.

이상의 정책들은 모두 재정 악화를 초래한다. 미국의 경우 금융위기 이전부터 이미 경상수지와 재정적자 즉 쌍둥이 적자(twin deficits)를 겪고 있는데, 금융위기

8) 유동성 함정이란 금리가 일정수준 이하로 떨어질 경우 금리 인하의 효과가 전혀 생겨나지 않는 현상을 말한다. 이 경우 경제주체들은 금리가 장래 상승할 것으로 예측하고 기대하여 오히려 현금 보유를 늘리거나 투자를 미루게 된다.

로 인한 대량 유동성 증가와 재정 악화로 인해 향후 감당하기 어려운 수준의 인플레이션과 세금 부담을 안게 될 것이라는 우려가 고조되고 있다. 미국의 재정적자는 GDP의 12%, 공공부채는 GDP의 80%에 달하고 있다.

이와 같이 세계 각국의 금융위기 극복 대책들에 대한 의문과 재정 악화에 대한 우려가 불식되지 않은 상황에서 국제금융시장의 불확실성과 불안정성은 여전히 남아 있는 것으로 보인다.

#### IV. 금융위기 극복의 과제와 전망

향후 세계경제 전망에 관하여는 비관론과 낙관론의 두 가지 견해가 대립되고 있다. 일부 낙관론자들은 미국이 금융위기를 조기에 극복하고 조만간 경기를 회복하게 될 것이라고 주장한다. 이들의 견해는 미국의 기업 부문이 아직도 상당히 건전하다는데 그 근거를 두고 있다. 이들은 미국 자본의 한계생산성이 매우 높기 때문에 실물 경제도 빠른 속도로 회복하게 될 것이라고 전망하고 있다.

그러나 대부분의 전문가들은 미국의 경기침체가 상당 기간 지속될 것이라고

전망한다. 미국 금융기관들의 자산 손실이 막대하고, 구조적으로 가계 부문의 부채가 많은 미국경제의 특성 때문에 구조 때문에 소비가 쉽게 되살아나기 어렵다는 견해이다. 극단적인 비관론자들은 미국 경제가 심각하게 경착륙(hard landing)하여 장기 침체 과정을 거칠 것으로 전망하고 있다.<sup>9)</sup>

금융위기 극복의 관건은 그동안 형성된 거품을 여하히 해소하고 부실채권을 정리하느냐 하는 것이다. 미국, 유럽의 주요국들은 부동산 버블 붕괴에 따른 부실채권의 처리를 위해 공적자금을 계속 투입하는 한편, 금융부실이 실물경제로 파급되는 것을 막기 위해 대규모 경기부양책을 강구하고 있다. 문제는 이같은 재정지출 확대에 의한 경기부양책이 얼마나 그 부작용을 최소화하면서 효과를 발휘할 것인가 하는 점이다.

재정지출에 의한 경기부양책을 무한정 계속할 수는 없다. 미국은 이미 7870억 달러, 일본은 27조 4000억 엔, 중국은 4조 위안 규모의 경기부양책을 시행하고 있는데, 더 이상의 확대 재정지출을 통해 경기를 부양할 여력을 갖고 있는 나라는

9) 최근에는 극단적인 비관론자들이 점차 그들의 의견을 수정하여 세계경제가 아주 완만한 회복세를 보일 것이라는 견해를 밝히고 있다.

극소수이다. 따라서 각국 재정의 경기대응 능력은 상대적으로 축소될 수 밖에 없다.

재정지출에 이어 민간투자가 살아나 재정지출의 경기부양 효과를 이어가지 않으면, 재정지출에 의한 경기부양 효과는 일시적인 상승으로 그칠 가능성이 크다. 민간 수요가 본격적으로 살아나 정부 지출을 대체하지 못한다면, 일시적으로 상승했던 경기가 다시 후퇴하여 하락하는 더블 딥(double dip) 현상이 생겨날 가능성도 있다.

금융시스템을 구조적 혁신하는 것도 중요한 과제이다. 이는 그동안 훼손된 건전금융원칙(sound banking principle)을 다시 살려 금융시스템을 재건하는 작업이다. 건전금융의 원칙이란 그동안 월가의 투자은행들 처럼 레버리지를 극대화하여 고위험-고수익의 머니 게임(money game)에 치중할 것이 아니라, 금융 본연의 중개기능(financial intermediation)을 회복하는 것이다. 즉 금융 본연의 중개기능을 회복함으로써 산업의 부가가치 제고에 기여하는 것이다.

금융기관들이 본연의 중개기능으로 되돌아가기 전에는 금융산업의 신뢰성이 회복되기 어려울 것이다. 투자은행들도 주식 및 채권 인수, 인수합병 자문 등의 고유 업무에 집중하여야 한다.

아울러 금융시스템에 대한 규제(regulation)와 감독 체계를 다시 확립할 필요가 있다. 특히 금융상품의 투명성을 제고하고 금융상품 거래의 표준을 정형화할 필요가 있다. 투자은행들의 고비용-저효율 구조가 표준화되지 않은 복잡한 구조의 파생금융상품 때문에 생겨났기 때문이다. 지나친 자율 경영이 심각한 도덕적 해이를 야기한 것에 비추어 금융기관 경영의 건전성도 적기에 모니터링(monitering)할 필요가 있다.

또한 개별 금융기관에 대한 감독 뿐 아니라 전체 금융시장의 건전성 여부를 감시하는 거시 감독(macro supervision)이 필요하다. 이번의 금융 위기가 거시적인 금융시스템의 부실 내지 역기능(逆機能) 때문에 생겨났기 때문이다. 금융 감독(supervision)의 국제적 공조도 필요하다.

또 하나의 과제는 미국의 과잉 소비와 이에 따른 지속적인 경상수지 적자를 해소하는 것이다. 미국의 과잉소비로 인한 경상수지 적자가 누적되고 그에 따라 미국 밖으로 유출된 달러를 회수하는 과정에서, 미국 금융기관들은 어쩔 수 없이 고위험-고수익 상품을 개발할 수 밖에 없는 처지에 놓여 있었다.

미국의 경상수지 적자로 인한 달러 유동성 확대는 세계 각국 특히 일부 아

시아 국가에 집중 적립되었다. 미국은 이 달러화를 다시 저금리로 조달하여 고수익 자산에 투자하고, 투자 수익을 확보해야 다시 경상수지 적자를 메꾸며 달러 유동성을 공급할 수 있었다.

이같은 미국의 글로벌 불균형(global imbalance)에 의거한 달러화 순환 시스템은 근본적으로 불안정한 비(非)정상 구조이다. 이 문제는 미국 경제의 구조적인 문제여서 해결이 쉽지 않음 것이나, 이 문제가 해결되지 않는 한 달러화 순환 시스템 곧 국제 유동성 공급 체계의 불안정성은 해소되지 않을 가능성이 크다. 중국의 경우 2조 달러 이상의 외환보유고를 갖고 있으며 미국 국채(國債)에 1조 달러 이상을 투자하고 있는데, 달러화가 폭락할 경우 막대한 손실 부담이 불가피한 실정이다.

이에 따라 향후 달러화의 위상이 일정 부분 약화될 것으로 보인다. 달러화는 다소 하락하고 일본 엔화와 중국 위안화는 강세 기조가 될 가능성이 있다.

그러나 달러화의 기축통화(key currency) 기능이 심각하게 훼손될 것으로는 보이지 않는다. 통화의 안정성, 국가의 신뢰도 등을 고려할 때 아직 위안화나 엔화가 달러화를 대체할 수는 없는 상황이기 때문이다. 미국의 FRB는 그동안 금융위

기 해결 과정에서 유럽중앙은행(ECB), 영국, 일본, 스위스, 브라질, 멕시코, 한국, 싱가포르 등 세계 각국과 스왑(swap) 거래 계약을 맺고 세계경제의 최종대부자(最終貸付者: last resort) 역할을 충분히 수행하였다. 현재 미국 이외에 세계경제의 최종대부자 역할을 할 수 있는 나라는 없다고 할 수 있다. 따라서 달러화의 신인도는 다소 떨어지겠지만, 기축통화로서의 기능은 계속 유지될 것으로 보인다. 다만 국제결제통화가 유로화, 엔화, 위안화 등으로 다극화될 가능성은 배제할 수 없다.

국제무역은 위축이 불가피하다. 세계 각국이 경기부양책을 쓰고 있긴 하지만, 경기 회복의 속도가 늦어 수입 규모를 모두 줄이고 있기 때문이다. 국제무역 규모의 위축은 불가피하게 무역 분쟁을 격화시킨다. 향후 가급적 무역 분쟁을 억제하고 교역을 확대할 수 있는 실효적인 국제분업 전략이 필요하며, 이를 토의하고 집행할 국제 공조가 필요하다. 특히 미국과 중국 같은 무역대국들이 긴밀한 협력체제를 갖추어 세계경제를 견인하는 리더쉽을 발휘하여야 한다. 이같은 국제 공조는 WTO의 범주를 넘어서는 것이므로, 국제무역 확대를 위한 새로운 글로벌협약체 구성이 요구된다.

세계경제가 궁극적으로는 회복되기 위하여는 앞으로 경기 회복을 견인하는 새로운 성장 엔진이 창출되어야 한다. 현재 진행되고 있는 대규모 회복정책들이 새로운 부가가치 창출을 위한 자본의 확대재생산으로 연결되지 못하고, 단순히 소비 진작을 통한 경기 부양에 그친다면, 세계경제의 회복은 제한적인 수준에 그치고 말 것이다.

또 하나의 관건은 향후 중국이 지속적으로 세계경제의 견인차 역할을 할 수 있는가 하는 것이다. 경제위기 극복 과정에서 중국은 신속하고도 과감한 경기부양책을 시행하여 경기 급락을 막음으로써 세계경제 회복에 긍정적인 자극을 주었다. 그러나 자산 버블 등 부작용이 심각해질 경우 중국 정부의 경기부양 의지는 자연히 약화된다.

중국은 현재 2조 달러 이상의 외환보유고를 갖고 있으며 미국 국채(國債)에 1조 달러 이상을 투자하고 있다. 또한 세계의 공장으로써 세계경제 성장을 견인하고 있다. 만일 중국 경제의 내부적인 모순(矛盾) 내지 시행착오, 경기부양 의지 약화 등으로 중국 경제가 침체될 경우 세계경제는 또 다른 경기 하락을 경험하거나, 적어도 매우 느린 회복세를 보이게 될 것이다.

## V. 맺음말: 자본주의의 경로 수정

이상에서 우리는 세계경제위기의 본질을 규명하고, 그같은 위기가 어떤 과정을 통해 파급되었는가 하는 것을 고찰하였다. 아울러 우리는 세계 각국의 경제위기 대응 정책을 살펴보고 향후 금융위기 극복의 과제와 전망에 대해서도 살펴보았다.

그렇다면 앞으로 자본주의는 어떤 변화를 겪게 될 것인가? 자본주의의 경로(經路)는 어떻게 수정되어야 하는가?

첫째, 그동안 자본주의의 가장 큰 기동중의 하나였던 시장주의의 일부 수정이 불가피하게 되었다. 이번 경제 위기가 『시장의 실패』 때문에 생겨났기 때문이다.

그동안 시장주의자들은 『시장 만능과 작은 정부』를 주장하며 규제 철폐(deregulation)를 주창해왔다. 그러나 시장은 완전한 것이 아니다. 시장은 본래 불안정하며 따라서 『시장의 실패』가 생겨날 가능성은 어느 국가 어느 시장이나 상존한다. 그러므로 『시장의 실패』를 보정할 적정 수준의 정부 개입은 불가피하다. 이번 경제위기의 극복 과정에서도 각국 정부의 신속한 개입이 없었더라면 세계경제는 대(大)과국의 진통을 치렀을 가

능성이 크다.

시장은 적정 수준에서 감시되어야 한다. 그렇다면 『적정 수준의 감시』란 무엇인가? 그것은 정부 개입이 시장의 가격 조절기능을 침해하지 않으면서 『시장의 실패』를 예방하는 수준에서 이루어지는 것이다. 또한 정부 개입은 가급적 『관료에 의한 지배』에서 벗어나 『룰(rule)에 의한 지배』여야 한다. 『관료에 의한 지배』는 또 다른 『정부의 실패』를 야기할 가능성이 크기 때문이다.

과거 미국은 기본적으로 사회주의 체제를 유지하면서 자본주의 경제 체제를 접목하여 도입한 중국의 사회경제 체제를 비난하는 입장이었다. 그러나 경제위기 극복 과정에서 미국은 몇가지 중요한 국유화 처방을 선택하였다. 국유화는 기본적으로 자본주의 체제에 역행하는 정책 수단이다.

1980년대 영국 경제 위기를 극복하는 과정에서 대처 수상은 정부의 역할을 축소화하고 민간의 역할을 극대화하는 대처리즘(Thatcherism)을 처방하였다.<sup>10)</sup> 대처리즘 정책에 따라 영국 정부는 국영기

업을 대거 민영화하고, 규제를 철폐하며, 금융시장의 빅뱅(big bang)을 추진하였다.

그러나 아이러니칼하게도 이번 금융위기 극복 과정에서 영국은 다시 일부 금융기관들을 국유화하는 조치를 취하고 있다. 대처리즘의 꽃이었던 금융 빅뱅이 이번 금융위기의 원인(遠因)이 되었기 때문이다.

따라서 앞으로의 자본주의는 적절한 규제로서 시장의 자율과 정부 개입을 조화시키는 혼합 형태로 수정될 가능성이 크다. 물론 시장에 대한 적절한 규제가 어떤 수준에서 결정되고 집행되어야 하는지에 대하여는 보다 깊이 있는 논의가 필요하다.

주주가치의 극대화를 추구하며 이긴 자가 모든 것을 독식(獨食)하는 기업운영과 분배 방식에도 근본적인 수술이 필요하다. 지나치게 단기적인 주주가치 극대화는 장기투자를 위축시켜 기업의 성장 잠재력을 약화시키며 기업가 정신(entrepreneurship)을 억제한다. 또한 실질적인 부가가치를 생산하는 것과 무관한 단순한 머니게임(money game)에 보상하는 금융시스템은 개혁되어야 한다.

글로벌리제이션의 속도도 일부 조정될 것으로 예측된다. 신자유주의(neoliberalism)는 국가권력의 시장개입은 경제의 효율

10) 대처리즘의 근간은 (1) 작은 정부, (2) 국영기업의 민영화, (3) 노동운동 규제 및 노조가 과격한 산업의 폐지, (4) 공공지출의 삭감 및 세금 인하, (5) 외환 관리 철폐와 금융 빅뱅 등이었다.

성과 형평성을 악화시킨다고 주장하며, 국제무역에 있어서도 자유무역과 국제적 분업이라는 논리로서 세계 각국의 시장 개방을 주창하였다.<sup>11)</sup>

그러나 금융위기 파급 과정에서 경험한 것과 같이 과도한 글로벌리제이션은 경제위기를 필요 이상으로 증폭시키는 역할을 한다. 글로벌리제이션이 과도하게 진행되지 않았더라면, 세계 각국에 대한 미국 금융위기의 여파는 상당히 제한적이었을 것이다. 그러나 글로벌리제이션의 결과 각국의 시장이 모두 어깨동무로 묶여있기 때문에, 미국내 금융시스템의 문제가 불필요하게 증폭되어 각국으로 전이되고 감염되는 것이다. 앞으로 글로벌리제이션의 속도를 어떻게 조절해나갈 것인가에 대하여도 깊이있는 국제적 논의가 필요하다.

## 참고문헌

- [1] LG 경제연구소, “미국금융위기의 향방과 국내외 금융시장 전망”, 『LG Business Insight』, (2008).
- [2] Acemoglu, D., “The Crisis of 2008: Structural Lessons for and from Economics,” *CEPR Policy Brief* No.28 (2009).
- [3] Kindleberger, C.P., *Manias, Panics, and Crashes-A History of Financial Crises*, 5th eds., (2006).
- [4] Mizen, P., *The Credit Crunch of 2007~2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses*, FRB of St. Louis Review, (2008).
- [5] Spilimbergo, A. et al., “Fiscal Policy for the Crisis,” *IMF Staff Position Note*, Vol.29(2008).
- [6] Citi, “Global Recession and Response,” *Economic and Market Analysis-Prospects for Financial Markets*, Vol.3 (2008).
- [7] HSBC, “Global Economics-Lost ... and Not Yet Found,” *Macro Global Economics*, Q1(2009).
- [8] IMF, *World Economic Outlook: Financial Stress, Downturns, and Recoveries*, (2008).
- [9] Merrill Lynch, “The End to Global Imbalances,” *Economic Analysis-Global Economics*, Vol.26(2008).
- [1] LG 경제연구소, “미국금융위기의 향방과 국내외 금융시장 전망”, 『LG Business Insight』, (2008).

11) 『세계화』 또는 『자유화』라는 개념도 신자유주의의 산물이라고 볼 수 있다. 국제무역 분야에서 신자유주의는 WTO나 다자간협상을 통한 시장개방 압력으로 나타났다. 일부 학자들은 신자유주의가 빈부격차, 선후진국간의 갈등 확대를 초래하였다고 비판하고 있다.