

## 현 금융자본주의 위기의 실체와 미래\*

최 공 필 (한국금융연구원 상임자문위원)

현 금융자본주의는 Bretton Woods II 체제하에서 취약한 자본토대와 고레버리지에 기초한 금융확장, 그리고 소비위주의 수요기반을 통해 유지되어왔다. 자본축적에 따른 불가피한 침체를 극복하기 위해 유동성 공급확대를 통한 소비기반을 확보하는 과정에서 전형적인 저축-투자의 성장 패턴마저 바뀌었다. 그 결과 실물부문과의 격차가 확대되고 자금편중이 더욱 심화되어 고용과 투자가 어려운 현재의 여건을 초래했다. 이는 지속적인 수요기반의 핵심인 고용과 소득창출을 도외시하고 단기해법을 선택한 결과이다. 고용과 투자가 적정 수준에서 이루어지는 상태로 복원하려면 금융은 현재의 각종 왜곡과 불균형을 적극 해소하고 납세자 자본을 저당으로 영위하는 카지노 영업에서 탈피하면서 신뢰기반을 구축해야 한다. 기본이 충실해야 건전한 자본의 축적이 가능하며 금융도 본래의 기능을 회복할 수 있다. 결국 이러한 노력의 전제조건은 위기에 대한 증상완화 차원의 대응방식에서 벗어날 수 있도록 현 금융지배구조를 개혁하는 것이다. 자본이 건전하게 커 나가기 위한 기초여건의 정비와 더불어 신뢰할 만한 준비자산(reserve asset) 공급차원에서 국제 금융 시스템의 개편이 절대적으로 필요하기 때문이다.

### 1. 논의의 배경<sup>1)</sup>

최근 자본주의의 본산인 미국 월가까지 확산된 데모행렬은 그 동안 침묵했던 다수의 절망을 대변하고 있다. 위기의 과장으로 취업의 기회조차 거부되고 있는 청년층이나 성실하게 근무하다 영문도 모른 채 직장을 잃어야 했던 시민들에게 세상은 어떠한 대답도 줄 수 없다. 이미 다수의 사

\* 본 원고는 2011년도 한국경제학회 주최로 개최된 워크숍(2011. 11. 10(목), 한국은행 소공별관 13층 대회의실), 「글로벌 경제위기와 경제학의 새로운 연구 동향」에서 발표한 내용을 정리한 것임.

1) 국민일보 2011년 10월 13일 시론에서 발췌.

회구성원들에게 고용기회는 불안한 복지혜택으로 대체되고 있다. 담보소유여부로 금융 접근성(accessibility)이 결정되면서 과거의 중산층마저 보호대상으로 전락했다. 효율성의 본보기인 현 금융자본주의로 인해 경제생태계는 오히려 파괴해졌다. 혜택은 금융자본을 주무르는 소수가 독점하면서 거둬들인 위기로 초래되는 수습비용은 납세자들에게 일방적으로 전가되고 있다. 분명 이익의 기반은 세계화 되었는데 배분구조는 독점화되고 있으며 보호되어야 할 계층은 오히려 투기의 저당(collateral)으로 동원되고 있다.

이렇게 일방적인 비용전가 구도가 유지되고 있는데도 건전하고 합법적인 견제장치마저 작동하지 않고 있다. 상황이 악화되는 과정에서 기득권들은 시장안정을 대가로 금융자본에 깊숙이 인질로 잡혀있다. 이미 증권화된 은행(securitized banking)들은 편당의 상당부분을 시장에서 해결하고 있다. 당연히 내재된 시장불안요인은 전통적인 자금중개와 신용창조 기반을 흔들기 마련이며 안정을 위한 시장개입은 이미 전례 없는 수준에 이르렀다. 문제는 통합된 금융환경과 시스템이 우리들에게 다양하고 유용한 금융혜택보다는 파악조차 어려운 위험과 감당기 어려운 부담을 안겨주었다는 사실이다. 저금리기반의 증권화와 고레버리지로 무장한 금융체제는 과잉유동성을 무차별적으로 퍼부었으며 그 결과 현재의 대규모 디레버리지(deleveraging) 과정이 촉발되었다.

그러나 뒤늦게나마 과거 무모한 베팅의 대가를 일부 치러낸 투기적 금융자본의 생존을 위한 몸부림은 여전하다. 납세자를 보호하기 위한 Dodd-Frank 금융개혁법안이 통과되었지만 은행시스템의 그늘 아래서 납세자들은 언제 다시 카지노 영업의 뒤편에 동원될지 알 수 없다. 무엇보다도 정보와 네트워크의 우월성으로 무장한 소수 엘리트 세력이 엄청난 이익을 독점하면서 스스로의 과잉에 무너져 내린 부실을 납세자 부담으로 전가하는 행위는 간과하기 어렵다. 월가에 대한 분노는 일시적인 울분의 표출 이상이다. 분명히 그들의 외침은 기본적인 상식과 공정성이 크게 훼손된 현실에 대한 좌절이다. 금융시스템을 지탱하고 있는 납세자와 예금자, 소액투자자들은 대리인들의 결정과정에서 철저히 소외되어 있다. 그런데도 현 금융시스템의 지배구조는 우리의 돈으로 구제(bail-out)대책만 양산하고 있다.

상황이 이 지경에 이르게 된 데 사회구성원 모두가 책임을 피하기 어렵다. 당장의 이익에 얽매어 공공재 성격의 지속가능한 금융생태계를 지켜내는데 소홀했다. 달리 말하면 공공재 성격의 금융안정과 공정성에 대해 둔감했던 우리의 무지와 무관심이 위기의 실체이다. 엄밀히 말해서 시스템 운영의 궁극적 주인인 대다수 시민들이 세상 돌아가는 방식에 건전한 관심을 가지지 못했다. 현재의 좌절은 정치권과 소수 엘리트들의 무모한 공약과 단기이익추구의 대가를 불특정 다수의 시민들이 일방적으로 지불하는 것에 대한 억울함의 표출이다.

시장지상주의의 Washington Consensus나 규제우선주의자 모두 균형감각을 되찾아야 한다. 자본이 국경을 넘나드는 통합된 환경에서 위험관리의 기본은 다양성이다. 그러나 비기축통화국으로서 외화유동성 충격에 대한 공동대응은 오히려 쏠림현상을 키웠다. 국가차원의 위험관리는 한계를 노정했고 시장안정비용은 기하급수적으로 늘어났다. 보다 심각한 사안은 금융자본의 막강한

지배력 하에서 냉혹한 성공의 잣대와 기존체제에 대한 묵종을 강요당하는 현실이다. 금융위기의 재발은 공정하지 못한 금융생태계의 법칙이 방치된 결과이다.

아담스미스 이래 자리 잡은 시장자본주의의 근간이 무너지고 그동안 규제되지 않은 금융자본의 횡포가 이번 글로벌 금융위기로 와해되면서 비상차원의 정부개입과 자본투입, 각종 보증, 그리고 최종대부(backstop financing)에 의존하여 겨우 작동이 유지되고 있다. 이렇게 꼬리사상(tail event)으로 문제가 확대된 이면에는 사회구성원들이 공히 납득할 만한 자본주의 체제의 운영방식이나 결과가 여전히 구현되지 않는 심각한 문제가 도사리고 있다. 실상 위기가 전개된 지 이미 3년여의 시간이 흘렀지만 오히려 사회전체의 불만이 커지고 갈등구조가 심화되면서 자본주의의 방향을 잡지 못한 채 표류하고 있다. 현 금융자본주의에 대한 근본적인 검토와 대응방향 모색이 절실한 때이다.

향후 금융자본주의는 상당한 수정이 불가피하다. 혜택과 비용, 그리고 위기수습비용까지 동원되는 일련의 부의 생성과 처리과정은 현 금융자본주의가 심각한 수정 없이 지속될 수 없음을 대변하고 있다. 금융권이 정치적인 배경을 토대로 지대추구의 장으로 간주되는 한 발전은 기대하기 어렵다. 무엇보다도 돈을 맡긴 주인의 의사가 최대한 존중되고 기본과 원칙이 중시되어야 신뢰가 구축되면서 건전한 금융자본의 형성이 가능하다. 모두가 모두에게 의존해있는 구도에서 대다수가 모르는 위험추구의 혜택과 대가가 특정계층에게 전유되는 현실은 분명 개선되어야 한다.

그러나 반대급부 차원에서 공정성이 지나치게 강조되는 사회분위기는 자칫 공동체 기반마저 와해시킬 수 있다. 정치적 요인이 과도하게 자극될 경우 우리가 바라는 변화보다는 극단적 반응으로 오히려 열등한 균형으로 수렴할 수 있는 가능성이 존재한다. 따라서 광범위한 강도 높은 개혁이 요구되지만 동시에 균형 잡힌 리더십이 절실한 때이다. 보다 나은 수정 금융자본주의로의 진화를 기대하려면 여전히 사회구성원 모두의 균형 감각이 무엇보다도 중요하다.

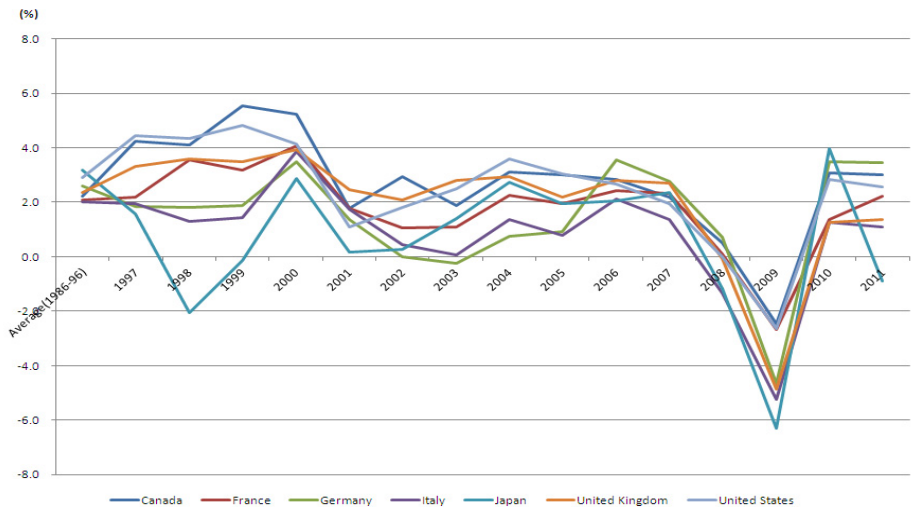
본 연구는 현 자본주의 체제의 문제를 근원적 차원에서 접근하고자 한다. 즉, 거둬들인 금융위기가 금융자본이 주도적 역할을 하는 자본주의와 국제금융체제상의 구조적 문제에 기인한다고 진단한다. 구체적으로 현 금융자본주의의 위기를 다각도에서 조명하고 특징을 부각시킨 후 미래의 방향에 대한 시사점을 도출하고자 한다. 무엇보다도 자본주의의 근간인 자본의 토대에 대해 논의하고 자본토대 약화의 원인과 대응방향에 대해 논의한다. 또한 신흥시장의 입장에서 국경을 넘나드는 금융자본의 폐해에 일방적으로 노출될 수밖에 없는 현실타개의 필요성을 부각시킨다. 마지막으로 현 금융자본주의 위기의 핵심인 지배구조의 문제를 논한다.

## 2. 현 금융자본주의의 특징

금융자본주의는 자본의 소유와 기능 분화를 기초로 금융자본이 경제를 전반적으로 지배하는 자본주의 단계이다. 조세피난처가 곳곳에 생기면서 정당한 부담 없이 투기자본은 세계를 돌고 있다. 이러한 자본은 속성이 부채위주로 단기성과에 급급할 수밖에 없다. ROE를 높이기 위한 부채와

레버리지는 돈이 가지 말아야 할 곳까지 넘쳐나게 되었고 지금의 많은 문제는 이러한 과도한 탐욕의 결과이다. 적어도 자본의 활용주체가 세계화·자유화 추세하에서 투기적으로 변모함에 따라 위험과악이 어려운 장기투자보다 단기차익거래에 주력하게 되었다. 추가 유동성을 확보하는데 부동산의 구조화·증권화가 활용되었으며 신용위험은 CDS등을 통해 시스템 위험으로 교묘하게 전가되었다. 이익의 사유화와 함께 잠재적 비용의 사회화가 진전되었다. 보다 심각한 문제는 탐욕의 결실이 소수에 집중되고 여지없이 파괴된 금융시스템의 보수작업에 우리의 미래재원이 무차별적으로 투입되고 있다는 점이다. 망가진 시스템에 많은 재원이 동원되는 결과는 고용과 투자기회의 상실이다. 분명한 사실은 단기 정책대응의 효과로 당장의 충격은 완화되지만 그 대가가 오래 남는다는 점이다. 좀비기업이나 부실대출마저 정치적 연관으로 인질로 잡혀 제한적으로 이루어지면서 성장우선 전략으로 대응하려는 전략(growing-out strategy)은 빛을 잃고 있으며 이제는 정상적인 자본토대가 어느 정도인지 가늠하기도 어렵다(<그림 1> 참조).

〈그림 1〉 미국 등 주요 선진국의 실질 GDP성장률



자료: OECD Economic Outlook.

이렇게 금융시스템을 기본부터 망가뜨린 국제 금융계의 지도층은 여전히 보너스를 챙기면서 피해자들에게 다양한 선심을 쓰고 있다. 일방적으로 당하기만 해야 하는 서민층의 분노와 좌절은 실상 정치권에서도 외면했다. 기존체제 어느 곳에서도 시스템이 운용되는 데 가장 중요한 기여를 해 온 노동자와 예금자, 투자자들에게 공정한 대가를 가져다주는데 진정한 관심을 보이지 못했다. 본의 아니게 포획된 우리의 재원은 총체적 위험을 무시한 결과로 초래된 부실 키우기와 땀질에 동원되었다. 이러한 일련의 상황에 대한 분노가 이제 세계도처에서 본격적으로 표출되기 시작한 것이

다.

시스템 차원의 위험에 직면한 현 금융자본의 특징을 첫째, 기형적 지배구조의 발달로 책임소재 파악이 어려운 점에서 둘째, 글로벌 기준의 대두에도 불구하고 여전히 유동성 공급체계가 주로 단기금융시장과 달러위주로 고착화되어 있다는 점, 셋째, 위기 후 처방에 있어 기존 시스템의 체제적 위험이 커지기 때문에 근본적인 대책이 매우 어려운 점으로 간주려 논의하고자 한다. 즉, 문제를 인식해도 이를 해결하는 데 있어 상당한 어려움이 불가피하기 때문에 전면적인 위기상황에 도달하기 전까지는 근본차원의 개혁이 어렵다는 점에서 문제의 심각성이 있다.

무엇보다도 현 금융자본주의는 위험에 대한 책임소재파악이 어렵다는 특징을 가지고 있다. 초기의 산업사회 성장을 주도해왔던 자본주의의 성과가 무색해질 정도로 무책임하고 비겁해졌다. 책임을 철저히 회피하고 납세자 자본을 저당으로 카지노 베팅을 할 수 있었으며 실현된 이익은 철저히 그들만의 리그 위주로 나누어 가지는 구도였다. 적어도 금융자본이 현 금융자본주의의 핵심이라면 이에 기초한 제반 운영방식에 대한 자체적인 시장의 평가는 실제 매우 어렵다. 모든 기준과 제도가 금융자본의 보호를 위주로 짜여있는 관계로 이러한 틀 안에서 초래된 현재의 많은 문제들에 대한 원인파악은 통상적 잣대로는 거의 불가능하다. 증권화와 복잡한 의사결정과정, 위험을 파악하기조차 어려운 복잡한 상품에다 국경간 자금흐름이 판치는 상황에서 우리는 우리도 모르는 사이에 상당한 위험에 노출되어 있다. 그런데도 글로벌 차원의 금융체제에 대한 개혁없이 국가단위의 책임주체를 중심으로 대응책이 논의되다보니 상황개선은 커녕 각종 증상이 혼재되면서 세계경제는 표류하고 있다.

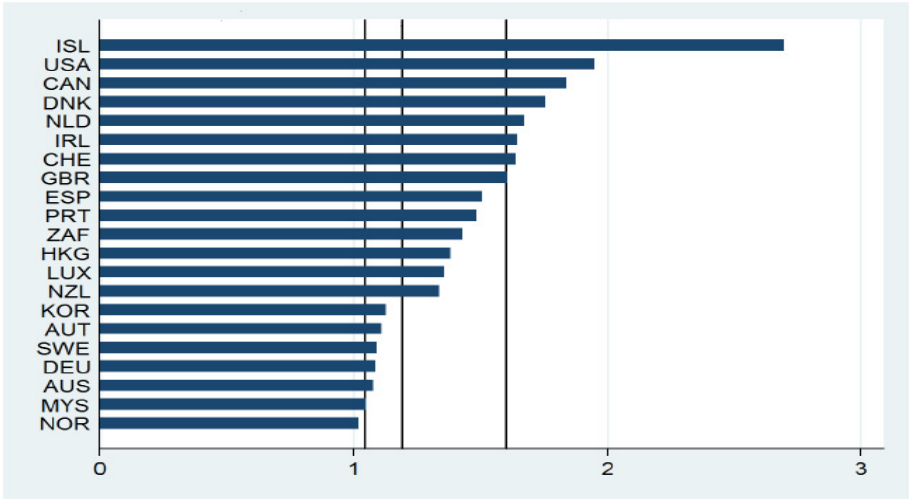
사실 Great Moderation기간 중 금융자본주의는 New Economy의 한축으로서 선도적인 역할을 하는 것으로 비춰졌으나 글로벌 금융위기를 거치면서 그간의 긍정적 모습이 허구적인 것으로 드러나고 있다. 특히 그동안 “originate and distribute”방식에 기초한 파생상품의 폭발적 신장은 책임소재 파악이 어려운 국경간 그리고 상품간 충격의 전달경로를 확립시켰다. 자신의 생존이 위협받는 상황에서 생태계나 공동체에 대한 책임의식은 원천적으로 배제되어 있다. 그러니 자기 우선의 시각에서 남의 돈을 투자하는 데 있어 무모해질 수 있으며 천문학적인 고수익과 배당도 가능했던 것이다. 이러한 구도의 연장선은 결국 양극화의 심화와 자본토대의 잠식으로 인한 다수에 대한 기회 박탈로 현실화 되었다.

이미 주요 경제생태계는 회복이 어려울 정도로 황폐화되었으며 국가는 사회갈등의 중재자로서 수동적 역할과 더불어 건전한 시장주의를 과도하게 견제하는 악역을 맡게 된다. 큰 그림을 망가뜨린 주체는 소수의 금융자본 엘리트의 생존전략과 다수의 무지인데도 불구하고 실제 위기수습 및 처리전담은 국가단위의 공공부문이며 그 재원은 철저히 납세자들의 부담이다. 이러한 구제방식에 변화가 없는 한 앞으로도 특권층에 속한 소수의 무모한 전략적 베팅의 결과는 여전히 납세자들의 몫이다. 상황을 안정화 하려는 조치는 양산되지만 납세자들의 이익을 보호할 수 있는 노력은 보이지 않는다. 원칙과 합의에 기초하지 않은 시장개입 방식은 결코 정당화되기 어려우며 되어서도 안

된다. 상식과 원칙에 어긋날뿐더러 지속가능성이나 형평성의 원칙과도 위배된다. 안타까운 점은 소수의 과도한 카지노배팅을 가능케 한 금융기법의 발전과 느슨한 감독체계, 왜곡된 인센티브 구조, 정치적 지배구조 등 실질적인 착취(?)구도가 우리의 인식이나 동의 없이 이미 오랜 기간을 통해 고착화되었다는 점이다.

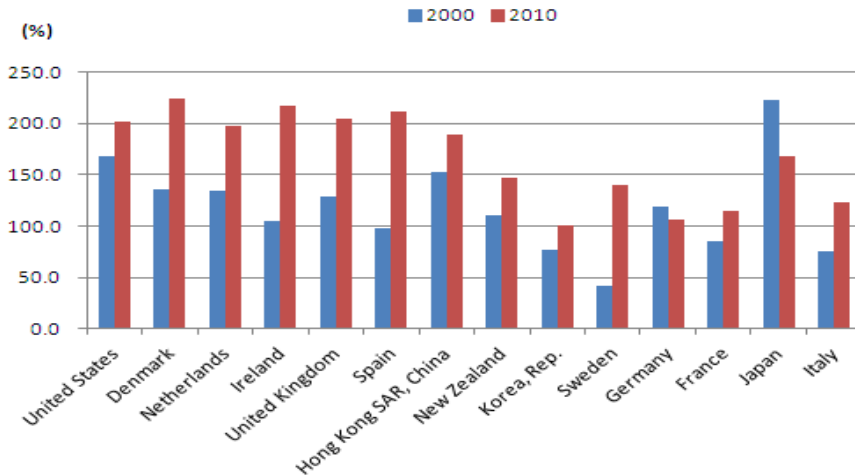
이러한 맥락에서 현 금융 및 재정위기의 책임소재는 자본토대가 취약한 상태에서 취약성이나 위험에 대한 적절한 인식 없이 과도한 레버리지를 쌓았던 금융 지도층과 이를 토대로 공급된 값싼 유동성에 취해있던 우리 모두의 안이함이다. 상호의존적 구도 하에서 모두에게 고르게 책임을 전가했으니 이제 누구도 책임지고 나설 수 없는 것이다. 지난 40여 년간 각국 정부는 묵시적 보증과 우발적 채무를 양산해왔으며 정치인들은 절약과 고통의 감수 없는 성장과 고용의 구호만 남발해왔다. 그 결과 선진국들은 과도하고 위험할 정도로 금융부문이 비대해졌으며 미국과 유럽의 납세자들은 GDP의 2.5배에 달하는 취약한 자산 가치를 떠안는 묵시적 부담을 안게 되었다(<그림 2, 3> 참조). 더욱 강화된 도덕적 해이는 시장의 선 기능을 마비시켰고 금융을 성장의 저해요인으로 둔갑시켰다. 실상 가공의 금융자본을 생산하느라 국가의 모든 역량이 알게 모르게 활용되었으나 유지될 수 없는 배팅의 후유증으로 엄청난 조정의 부담만 남게 되었다. 결국 우리를 이 지경으로 이끌어 온 핵심 사안은 잘못된 인센티브구조가 마치 성장의 견인차로서 역할을 하고 있었다는 Great Moderation기간 중의 착각이었다. 앞으로도 인센티브에 대한 대대적인 수정이 이루어지지 않는 한 납세자들과 노동자들은 이유도 모른 채 거둬진 구제노력에 귀중한 재원을 빼앗길 수밖에 없는 처지이다.

<그림 2> GDP대비 금융부문 비중(2006)



자료: Jean Louis Arcand, Enrico Berkes, Ugo Panizza (2011), "Too much Finance?".

〈그림 3〉 민간부문의 국내여신(% of GDP)



자료: World Bank.

결과적으로 책임소재 파악이 원천적으로 어려운 시장을 통한 자금조달방식의 구조화, 중층화가 고레버리지의 배경이었다. 상품도 기관의 영업활동도 정확한 위험파악이 어려울 정도로 복잡하게 얽혀있으며 가치의 원천이 어디에 있는지도 가늠하기 어렵다. 거둬들인 위기는 사회자본(social capital)의 형성을 저해하고 기존 자본의 파괴를 초래했다. 후유증도 심각하다. “AAA”등급의 채권이 순식간에 “toxic asset”로 전환되는 현상은 금융에 대한 기본적인 신뢰마저 와해시켰다. 신뢰의 상징으로 자본이 축적되는 것이 아니라 엉성한 신뢰의 축을 토대로 무지와 기만의 포지션이 지속적으로 누적되었던 것이다.

한편 금과의 연계성이 상실된 달러 위주의 유동성 공급체계는 일견 안전자산위주의 포트폴리오 구성에 기여하였지만 실상 대차대조표의 자산포지션은 충격에 매우 취약한 구조로 방치되었다. 아무리 안전자산일지라도 통합된 네트워크 환경에서 모두가 위험기피에 나선다면 안전자산이 위험자산으로 전환될 수 있음을 간과하였다. 즉, 자산구성상 집중도가 높아지면서 가치가 폭락할 가능성도 높아졌다. 이러한 근본적 변화는 금융자본주의의 발달이 결국 자본주의 3.0에서 자체적 과잉에 이은 내폭과정을 초래했음을 알 수 있다. 복잡한 시장에 대한 접근성 자체가 불확실성에 민감하게 반응함에 따라 중앙은행의 조치도 전례없이 복잡해졌다. 그러나 이러한 안정화 조치마저 시장 인센티브 왜곡을 수반하기 때문에 금융안정에 충분히 기여할지의 여부는 불투명하다. 시장 불확실성은 가격과락을 어렵게 하여 시장가격기능의 저하로 이어졌다. 그러니 개별적인 책임대신 집단적인 움직임만 강화되면서 시장변동성을 높였다. 더군다나 시가평가의 회계원칙은 자산 가격과 대차대조표간의 연관을 심화시켜 충격을 확대시키는 효과를 가질 수 있다(David Easley and Maureen O’Hara, 2009). 시장기능이 저하될 수 있는 여건이 과도할 정도로 강화되었는데 대차대

조표는 여전히 시장에 깊숙이 연결되어 있다. 가격파악이 어려운 여건에서는 회계정보의 신뢰성이 저하되며 불확실성이 장기화되기 쉽다(Krishnamurthy, Arvind, 2010).

이번 위기에서 부각된 다른 특징들은 전례 없는 정부개입방식과 거시건전성 감독노력의 강화이다. 첫째, TARP의 예에서 볼 수 있듯이 성격상 크게 변모한 위기발생 초기의 정부개입방식은 현 금융자본주의의 또 다른 실패로 간주되고 있다(Reinhart, 2011). John Taylor and Ohanian(2010)의 지적과 같이 위기관리를 위한 경제정책들은 불확실성을 높이고 인센티브를 왜곡함으로써 실제 침체를 더 심화시킨 측면이 크다. 더욱이 문제는 금융부문에서 촉발되었는데 노동시장의 왜곡이 자본시장보다 심각하게 나타나는 이유는 아직도 밝혀지지 않았다(Ohanian, 2010). 현 글로벌 금융시스템은 생각보다 통합되어 있으며 과도한 위험추구는 보다 광범위한 차원에서 이루어졌다. 시스템차원의 위험관리가 중요해졌으나 어떻게 관리해야하는 지에 대해서는 아직도 답이 없다. 특단의 조치로 최악의 상황을 방지했다고 하지만 이후의 환원조치(exit strategy)는 예상대로 난항을 거듭하고 있다(Mishkin, 2011). 또한 미시건전성 규제체계는 개별금융회사의 실패를 방지하려는 측면이 있는 반면 거시건전성 규제체계는 일반균형의 관점에서 금융시스템의 안정을 추구한다는 면에서 강조되고 있다. 그러나 Hanson, Kashyap, Stein(2011)은 최근의 논문에서 규제되지 않은 경우와 과도한 규제의 경우 모두 취약성이 높아짐을 갈파하였다. 더욱이 위기발생시 불가피한 자산의 급매는 종종 금융기관 대차대조표를 망가뜨리고 금융시스템의 취약성을 악화시킨다. 자산의 급매는 별도의 가격(dislocated price)에 이루어지는 강제적 매각으로 은행시스템의 위축과 금융시장 무위험재정기회의 실패를 초래하기 때문이다(Shleifer, Vishny, 2011). 과도한 자산포지션의 경우 분명 조정이 필요하지만 조정의 긍정적 효과는 항상 보장되지는 않는다. 주어진 시장의 능력으로는 조정마저 여의치 않은 상황으로 그간 모두 레버리지 쌓기에 매진해왔던 결과이다.

이상 최근 금융자본주의에 내재한 제반 특징은 위험의 누적과정을 모니터링하거나 사전개입하기도 어려운 데다 사후적인 조정을 통해 새로운 균형을 찾아가기도 어려움을 알 수 있다. 시장에 깊숙이 연관되어있는 대차대조표의 상태에 따라 유동성 공급여력이 결정되기 때문에 안정적 자금흐름을 기대하기 어렵다. 당연히 이렇게 불안한 금융시스템에 의존한 실물경제는 피해를 볼 수밖에 없으며 일부 기업들은 자체적인 저축에 의존하여 불확실성에 대응할 수밖에 없다. 정상적인 다변화된 자금흐름은 사라진지 오래이다. 조기에 뚜렷한 컨트롤 타워가 부각될 수 없는 상황에서 앞으로 세계경제는 오랫동안 불안한 국면에서 벗어나기 어렵다.

### 3. 금융자본주의의 근본적 체제 문제

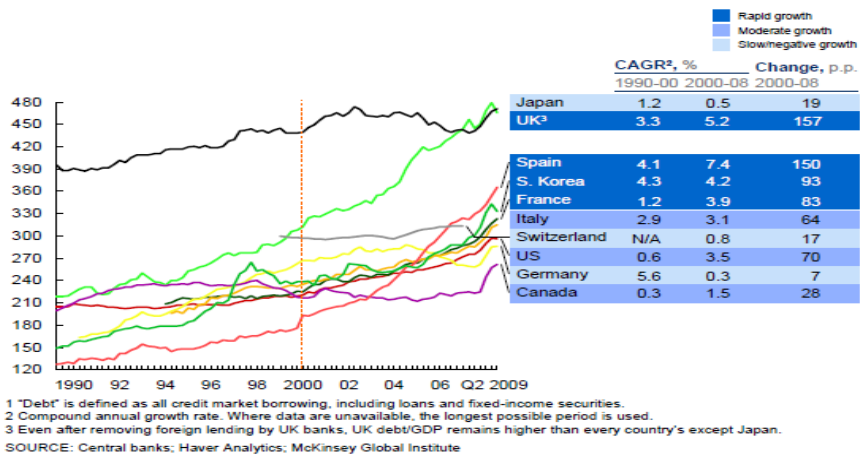
#### 1) 자본토대의 문제

금융자본주의의 근간은 금융자본이다. 금융자본은 실물자본과 달리 자원배분을 구체화 하는데



필요한 자금흐름을 관장하는 가장 기본적인 초석이다. 그런데 기초 자본은 가장 비싼 자금이기도 하다. 일종의 종자돈으로서 신뢰의 근간인 동시에 손실에 대한 제 1의 방어선이기 때문이다. 모두가 수익을 추구하지만 그 대가로 자신의 종자돈에 대해서는 각별한 관심을 보일 수밖에 없다. 이렇듯 모든 손실에 대해 일차적으로 상각해 나가는 자본은 대규모 투자를 가능케 하는 신뢰의 원천이다. 자본주의의 핵심인 자본토대는 대완화기간(Great Moderation)을 거치면서 다양한 유사자본을 수용하게 되었고 이를 토대로 이루어지는 자산의 팽창은 얼핏 튼튼한 자본토대 위에서 이루어지는 것으로 보였다. 그러나 정작 위기가 촉발되면서 나타난 조정과정에서 자본토대는 심각할 정도로 훼손되었다. 그동안 자본의 역할을 기대했던 부채성 자본이 시장여건의 악화로 더 이상 조달하기 어려워지면서 자본토대는 여지없이 손상되었고 자본주의의 핵심자본(core capital)마저 위협하는 상태에 진입한 것이다. 물론 자본잠식에 따른 신용공급 위축을 최대한 완화하기 위해 정부가 재정을 토대로 개입하였지만 이익을 토대로 이루어지는 진정한 핵심자본과는 거리가 먼 땀질처방으로 자리매김을 하였다. 결과적으로 위기 이후 10조 달러 이상의 자본잠식이 진행되었고 이를 메우기 위한 대규모 개입이 이루어졌으나 3년의 기간이 지난 후 우리는 그동안의 구제노력이 수포로 돌아갔음을 인정하지 않을 수 없다(<그림 4> 참조). 금융안정을 위해 조정속도를 늦추는 것으로 인식되었던 초기 대응노력은 시장이 안정기미를 보이자 다시금 안이함으로 대체되었다. 도덕적 해이와 부담만 껴데기처럼 남게 되었다. 그런데도 QE3가 정책대안으로 고려되고 있는 막대한 상황이다.

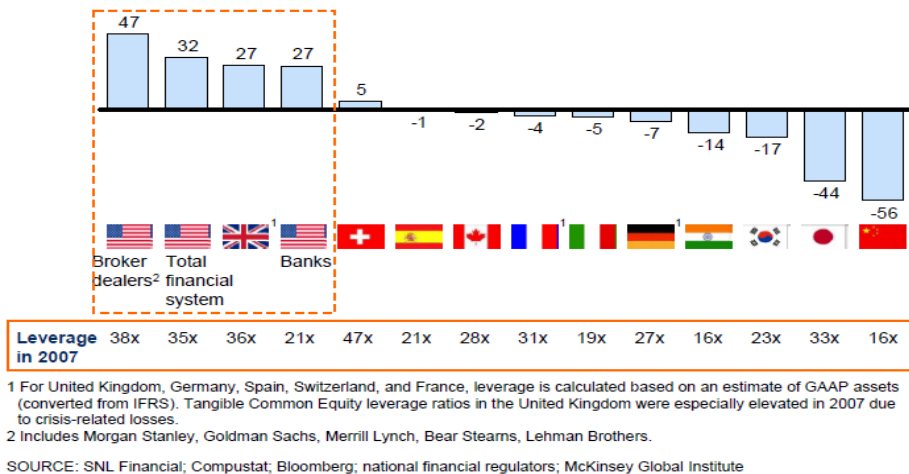
<그림 4> 국내 민간 및 공공부문 채무 국제비교 (% of GDP)



초기의 시장충격을 완화하는 안정 효과는 인정하지만 손실상각 능력 면에서 정부개입은 신용흐름의 정상화에 기여하지 못한 것이다. 이러한 이유는 여건의 안정화를 통해 과거의 금융엔진이 다

시 작동할 수 있으리란 판단이 잘못되었기 때문이다. 이제 우리는 악화된 재정 상태와 정상화되지 않은 신용흐름을 두고 심각한 고민에 봉착하게 되었다. Basel III에서는 그간의 실수를 보완하고 새로운 유동성 및 레버리지 규제 필요성을 강조하고 있지만 현 구도 하에서 과거의 신용팽창을 복원하고 지탱하는 노력에는 별 도움이 되지 못하는 사후약방문이다. 상황논리만 보면 지금은 강력한 규제 원칙을 확립시킬 수 있는 기초체력마저 의심되고 있다. 실상 신용공여규모를 축소하고 저당에 대한 재평가를 통해 지속가능한 신용중개 및 팽창의 규모를 산정해야 하지만 자본토대의 급격한 위축을 방지하려는 노력으로 인해 정확한 가격과악마져 어려운 실정이다(〈그림 5〉 참조). 당장의 안정이 중시되는 여건 하에서 위기극복의 정상화를 동시에 기대해야 하는 입장이다. 따라서 초기의 개입이 일시적으로 관찰되었던 정책공조는 더 이상 어렵다. 최근 유로사태에서 확인할 수 있듯이 안정과 성장의 갈림길에서 책임과 손실 분담에 합의할 수 있는 여지가 크지 않기 때문이다.

〈그림 5〉 금융부문의 레버리지 변화율<sup>1)</sup>



주: 1) leverage=tangible assets/ tangible common equity.

2) Hybrid capital instrument를 자본에서 제외하고 측정할 경우 레버리지 증가.

상황이 이러하다보니 아직도 자본토대의 잠식부분에 대한 자본 확충의 적정규모파악이 어렵다. 더군다나 세계화의 진전으로 통합된 금융체제하에서 한 국가의 책임손실부분이 어느 정도인지는 다른 국가의 손실분담 정도에 의존하게 되므로 자발적인 조정에 선뜻 나설 수 없는 어려움이 있다. 즉, 정책공조가 가장 필요한 시점에 자국 우선의 제약으로 인해 공조를 기대하기 어려우므로 자본손실과 확충(capital writedown and injection)규모의 파악과 대응에 있어 상당한 조정기간이 불가피하다.

## 2) 지배구조상의 문제

Rajan과 Zingales(2003)는 자본주의의 위기가 외부가 아닌 내부의 기득권들로부터 초래된다고 주장한다. 자신들의 특별한 위치를 지키기 위해 정치제체를 선택하고 정보를 독점하며 금융을 주무른다. 즉, 시장작동을 중시하는 듯한 자본주의의 핵심주체들의 이율배반적인 행태가 자본주의 체제의 근간인 시장경제의 작동을 왜곡시키는 것이다. 그러나 이를 견제하거나 건전한 압력을 행사할 주체는 어디서도 찾기 힘들다. 문제의 핵심이 지배구조라는 지적의 관점에서 Marx의 공산주의나 사회주의도 진정한 대안이 되기 어렵다. 다른 체제라고해서 지배구조의 본질적 이슈가 다른 것은 아니기 때문이다.

위기는 체제내부자들의 입장을 약화시키는 것이 아니라 오히려 더욱 강화시키며 사회지배력의 강화로 이어진다. 문제의 제공자들에 대한 견제를 위해서는 존재하지 않는 다른 특정집단의 힘이 필요하기 때문이다. 정치 불안은 극단적인 스윙에서 벗어나기 어렵다. 진정한 리더십의 주체가 대두되기 전까지 이러한 불안양상은 지속될 수밖에 없다.

예를 들어 금융의 소외(financial exclusion)는 불가피한 필연적인 것이 아니라 기득권들의 생존 방식이었다. 따라서 이를 해소하기 위해 정부주도로 별도의 금융프랫폼(대안금융체제)을 만들기 보다는 기존체제에 이를 적극 수용할 수 있는 가이드라인을 제시하는 것이 바람직하다. 사회약자와 위험계층은 정부의 뚝으로 밀어놓고 안전한 장사만 하겠다는 식의 태도는 공정경쟁의 원칙에 어긋난다. 일부의 성공과 혜택이 보장되는 폐쇄 환경보다 사회구성원 모두에게 적용될 수 있는 공정한 원칙이 준수될 때 미래를 위한 투자도 활성화될 수 있다.

재산권(property rights)이나 계약이행(contract enforcement)권을 보호하는 기본 원칙이 물론 중요하지만 원칙의 천명만으로 부가 지켜지지 않는다는 점을 지적해볼 수 있다. 이를 지켜내려면 돈이 흘러서 자본의 역할을 충분히 할 수 있도록 지배구조가 허용해야 가능하다. 투자와 고용이 원활해지면 자본도 커지고 금융의 영역도 넓어질 수 있다. 소수의 독점을 이겨낼 수 있는 건전한 견제는 참여자들의 뚝이다. 모든 금융시스템의 궁극적 주인들이 자신들의 이익을 스스로 지켜내려면 건전한 이해와 상식이 절대적으로 필요하다. 이는 교육과 사회시스템 전반의 문제와 직결된다.

지금같이 소수의 승자를 걸러내는 시스템으로는 필연적으로 소외계층이 늘어날 수 밖에 없다. 우리의 발전과 성장의 추진력은 이윤과 직결될 수밖에 없으며 이는 필연적인 승자와 패자의 구분을 수반한다. 경쟁 환경과 지속가능성이 조화되려면 사회적 비용과 혜택에 대한 보이지 않는 공감대가 생태계의 중요 부분으로 남아있어야 한다. 시장견제력으로 구체화될 필요성도 제기된다. 결과적으로 지배구조의 구성에 있어 우리 생태계의 가장 분명한 상실부분인 전체적인 시스템 차원의 시장견제력을 다양하게 구체화하는 것은 우리 모두의 뚝이다. 공동체의식은 그 기반이다.

현 시스템 운영자들에 의해서 유지되는 반시장주의(antimarket tendencies of incumbents)는 엄연히 자본주의체제 내에서 반자본주의를 싹트게 하는 원인으로 작용하고 있음을 공히 인식할 필요가 있다. 과거 고정환율체제하에서 금융이 억압되었던 Great Reversal(Rajan and Zingales,

2001)은 바로 이러한 현상을 대변하고 있다. 아마도 지배구조문제는 인류가 운영하는 어떠한 시스템에서도 극복하기 어려운 과제이다. 시스템 운영자로서 사회적 이익을 위해 얼마만큼 헌신할 수 있는 가는 쉽지 않은 문제이기 때문이다.

### 3) 국제금융체제상의 문제

그동안 자본주의가 수많은 문제에도 불구하고 경제성장에 적지 않은 기여를 했음은 부정하기 어렵다. 그러나 이러한 혜택이 일부에 집중되는 현상을 그저 불가피한 결과로 받아들이기에는 내 부적인 작동과 운영에서 형평성과 공정성이 과도하게 유린된 측면을 간과하기 어렵다. 미래의 수정금융자본주의 모습은 글로벌 사회구성원의 건전한 의식에 바탕을 둔 견제와 균형의 원칙이 시장주의와 맞물려 돌아가는 것이다.

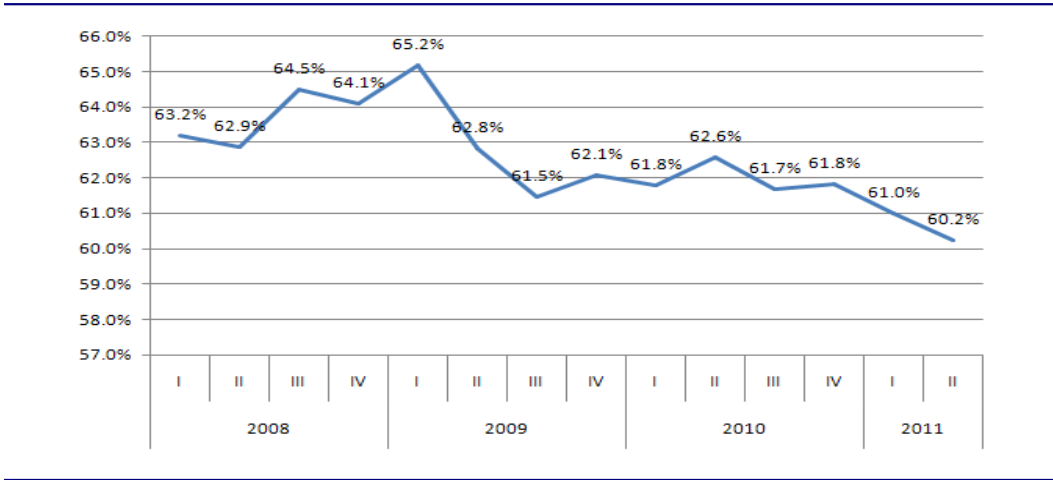
브레튼 우즈체제는 본질적으로 달러체제를 뜻한다. 고정환율체제의 붕괴 이후 국제금융체제가 재편되면서 근간으로의 역할을 해온 신브레튼우즈체제는 자체시장기반이 열악한 신흥국가들이 대거 부상하면서 자본역류가 심화됨에 따라 새로운 고민을 안게 되었다. 자본흐름이 적재적소로 파급되는 것이 아니라 중심국가로 역류되면서 글로벌 불균형이라는 새로운 현상이 심화되기 시작한 것이다. 이는 금융의 발달과 맞물려 대규모의 달러유동성을 세계적으로 확대 공급하는 계기가 되었고 자체수용기반이 제한적인 상황 하에서 신흥국가들은 재무성 증권의 매입으로 소화하면서 선진국의 버블생성을 도와준 셈이다. 위험과악이 어려운 증권화로 재포장된 금융투자자와 영역구분이 모호한 국경간 자금흐름이 확대되면서 돈이 가지 말아야 할 곳까지 대규모로 이루어진 자금공급은 바야흐로 현 체제의 근간인 단기금융시장과 Repo시장에서 문제를 초래하기 시작했으며 이후 순식간에 금융체제의 마비로 이어졌다. 대규모 레버리지를 조정하는 부담은 현 체제로서 소화하기 어렵기 때문에 일단은 FED에서 대차대조표의 확대를 통해 이 부담을 일거에 떠안았고 이후 일련의 구제책을 동원하여 완만한 조정의 모습을 구현하였다. 그러나 문제는 대규모부실의 책임소재 파악조차 어려운 복잡한 사안에 대해 정부개입만으로 해결하기 어렵다는 데 있다.

결론적으로 보면 금융의 발달과 단기실적 위주의 패러다임이 정착되는 데 비해 국제금융체제의 수용능력이 한계를 보이면서 책임소재 파악이 어려운 자산의 확대가 진행되었고 이제는 이를 조정해야 하는 난제에 봉착한 것이다. 현실적으로 금융부문에서는 컨트롤 타워역할을 할 주체도 없는 상태이며 시장기반도 선진국 중심으로 발달되어 해결이 어렵다. 더욱이 자국위주의 대응과정에서 소득계층간의 갈등마저 심화되는 양상을 보이고 있어 과연 현재의 갈등구도를 조정해나갈 글로벌 차원의 주체를 어디서 찾는가는 여전히 난제로 남아있다. 불행히도 이미 타이밍을 놓쳐버린 달러위주의 국제금융체제를 누가 어떻게 보완해 나갈지는 여전히 미궁에 빠져있다.

무엇보다도 잉여나 흑자를 처리할 만한 자체적인 금융시장이나 금융상품이 결여된 신흥시장의 산출량에서 차지하는 비중이 높아진데 비해 잉여를 담아둘 그릇이 마땅치 않았던 점이 국제금융체제의 가장 심각한 문제였던 것으로 파악된다. 잉여를 외환보유고 외에는 달리 활용하기 어려웠

던 점은 결국 조정부담만 키우는 결과를 초래한데 비해 금융시장의 충격 없이 이를 소화할 만한 시장기반은 어디서도 찾기 힘든 것이 현실이다. 잉여를 다변화된 자금흐름을 통해 실물투자와 고용으로 연결시켜주는 것이 원칙이나 달러와 달러체제의 한계로 인해 현실화되지 못하고 있는 것이다(<그림 6> 참조). 독점자본주의 시대에 경험했던 과잉과 침체가 글로벌 환경하에서 다시 한 번 구현되고 있는 것이다.

〈그림 6〉 전세계 외환보유액 중 달러 비중



자료: IMF.

#### 4. 금융자본주의 발전의 배경과 시사점<sup>2)</sup>

금융자본의 과도한 발전과 영향력의 배경이 무엇인지를 파악해야 현재의 위기를 극복할 수 있는 대안을 제시할 수 있다. 역사적 고찰차원에서 볼 때 현 자본주의 발전이 카지노영업의 결과라면 결과는 오래가지 못한다고 케인즈는 이미 설파하였다. 경제의 금융화(financialization)는 분명 과도할 정도로 진전되었다. 금융부문의 크기는 기업부문 산출량의 16%정도였으나 기업이윤의 40%이상을 차지했다. 2000년에서 2007년까지 미국 금융부문주가는 미국 주식시장의 연평균 6%증가보다 훨씬 큰 78%로 성장하였다. 금융심화도 빠르게 진행되어 GDP 대비 금융자산비율의 경우 2007년 미국 450%, 일본 550%, 유로 600%, 에이레 900%, 영국 700%, 프랑스 650%, 스페인 550%에 달했다(아시아 평균은 400% 정도). 유사한 맥락에서 Minsky의 “금융관리자 자본주의(money manager capitalism)”가설도 금융자본주의의 불안정성과 취약성을 일찍이 갈파하였다.<sup>3)</sup>

2) Christian Marazzi, 2010, The Violence of Financial Capitalism, MIT Press.  
 3) Jorge Nascimento Rodrigues, 2009, “The end of money manager financial capitalism”, Janela na web

역사적으로 금융자본은 70년대부터 제 2의 기회를 찾았다. 소위 70년대의 연기금혁명은 브레튼우즈체제의 붕괴이후 지대추구시스템의 발전과 맥을 같이한다. 복잡한 금융관계와 금융의 지배 강화, 집중도의 증가는 자유로운 경쟁을 배제시켰고 금융자본과 산업자본의 결합을 보다 견고히 만들었다. Veblen, Keynes, Minsky는 이러한 자본주의의 단계를 일찌감치 간파하였다. 시장과정은 기본적으로 안정적이며 제약의 완화가 바람직하다는 인식을 강화시키는 가운데 Minsky가 지칭하는 money manager capitalism이라고 불리는 금융자본주의가 부상하였다. 금융자본주의는 체계적으로 위험을 과소평가하는 환경하에서의 레버리지펀드로 지배되기 마련이다(Randall Wray, 2009). 규제가 느슨한 틈을 타서 자금운영자들은 자산가격을 떠받칠 수 있는 복잡한 상품을 통해 국경간 자금흐름을 좌우했다.

클린턴 정부 말에 30년대의 전통으로부터 이탈하는 경향이 엿보였는데 이것이 바로 Glass Steagall Act로부터의 탈피다. Galbraith는 약탈자의 개념과 신산업국가의 개념을 통합했으며 이것이 바로 약탈자국가(predator state)이다. Minsky의 paternalistic capitalism에 해당하는 산업국가는 약탈자국가로 대체되었으며 이들은 자신들의 이익을 위한 금권정치(plutocracy)의 강화를 위해 작동하였다. 금융정책은 즉, monetarism, IS-LM 그리고 New Keynesian approach의 결합으로 구동되었다.

Money manager capitalism의 대표적 인물인 Greenspan 이나 Bernanke는 금융정책과 금융시스템의 지대추구가 경기순환을 완화하고 지속성장이 가능하다고 믿었다. 그러나 “Minsky Moment” or “Minsky Crisis”의 핵심관찰은 금융시스템의 취약성이 점차로 커지고 있었다는 점이다. 위기 때마다 정책대응으로 어렵게 안정을 되찾는데 비해 근본적인 조정이 도외시되면서 우리는 점차로 강도 높고 빈번한 위기로 이어지는 난항에 빠져들었다. 70년대 초의 REITs(Real Estate Investments Trusts)위기; 80년대 초의 LDC(least developed countries)채무위기; 80년대의 상업용부동산, 정크본드, 저축기관위기; 87년의 주가폭락, 2000년의 Dot-com bust; 80년대 초의 일본위기; 90년대 말의 LTCM(the hedge fund Long Term Capital Management)위기, 러시아 위기 및 아시아 위기 그리고 최근의 글로벌 금융위기와 같이 위기는 우리의 일상이 되어버렸다.

Minsky의 관찰대로 현대 자본주의경제의 가장 강력한 힘은 규제되지 않은 투기 붐이었다. 취약성(fragility)과 불안정성(instability)은 자본주의체제의 구조적 결함으로 역사적으로 증명되고 있다. 금융불안정가설의 핵심은 안정이 역설적으로 불안정의 요인이라는 점이다. 내생적 과정을 통해 안정적 시스템이 결국은 취약한 시스템으로 전락하는 것이다. 현 위기는 지속가능하지 않은 부동산 가격의 폭등과 모기지 부채, 저당화채권의 레버리지포지션, 원자재 가격에 기초하고 있다. 비합리적 충일(irrational exuberance)과 같은 심리적 요인과는 달리 money manager capitalism은 위험을 체계적으로 과소평가하는 여건 하에서 고수익을 추구하는 고레버리지 기금이 판치는

---

(<http://janelanaweb.com/novidades/the-end-of-money-manager-financial-capitalism/>).

경제시스템으로 볼 수 있다. 단기의 고수익추구는 이를 구현할 수 있는 상품을 필요로 하는데 고레버리지펀딩은 기초자산의 가격을 높이면서 고수익을 창출했다. 이번 위기는 관리대상의 자금 외에도 심각한 자본잠식으로 이어졌다. 이는 자금운영자 자본주의의 실질적 종언을 뜻한다.

무엇보다도 자본적정성을 강조한 바젤기준은 자금관리자들이 붕괴될 수밖에 없는 여건을 만드는데 기여했다. 바젤기준은 높은 자본비율이 위험을 줄일 수 있음과 구입된 자산의 위험도에 따라 자본비율을 조절함으로써 시장효율을 높일 수 있다는 믿음에 기초하고 있다. 시장이 위험산정을 가장 잘할 수 있으며 거대기관은 스스로 자산의 위험평가가 가능하도록 허용하였다. 그러나 인센티브 구조상 위험을 과소평가하게 만들었으며 은행업무가 높은 레버리지 비율에 기초하여 이윤을 추구하는 것임을 간과하였다. 동시에 은행은 공공성격의 서비스도 공급하는데 최종대부자와 정부 보증의 보호막이 그러한 기능의 반증이다. 따라서 자본비율이 낮아질 경우 경영층이 무모한 베팅을 통해 규제감시를 회피하려 할 것이다. 비용은 납세자 담보로 혜택은 자신들에게 돌아갈 수 있는 베팅의 결과는 무모한 위험추구를 조장하게 되어있다. 바젤기준의 적용에도 불구하고 실제 기관들은 자본비율을 늘리지 않았으며 현 금융시스템의 붕괴를 초래한 취약성을 키웠다.

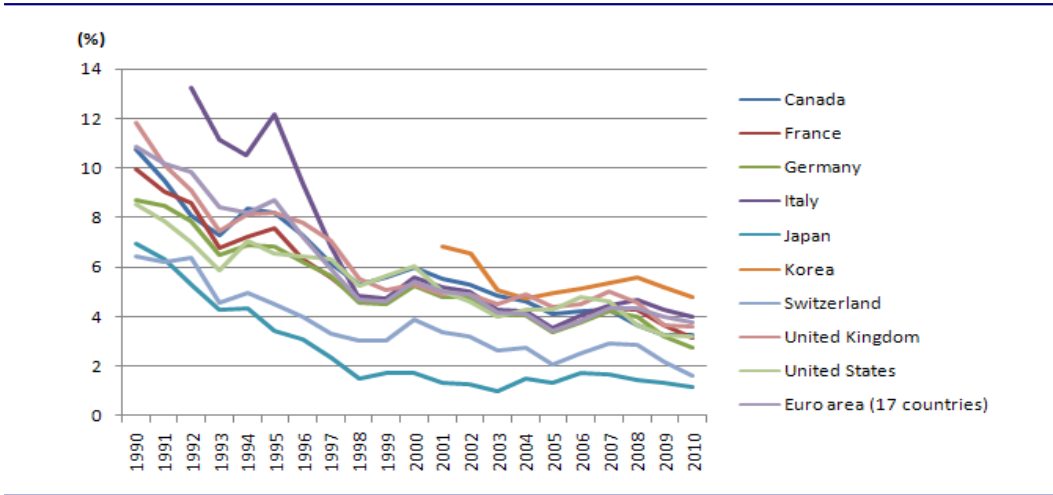
이미 신자유주의 자본주의는 세계적으로 상당한 피해를 주고 있다. 금융자본주의의 한계를 넘기 위해서는 금융화를 넘어서 새로운 모델이 필요한 시점이다. 콜롬비아의 Sassen교수는 이미 국제금융시스템의 구조가 어렵다고 주장하면서 일종의 조정과정(definancialization)이 필요하다고 주장한다.<sup>4)</sup> 금융의 과잉을 조절하고 안정성장하는 실물경제를 키워내려면 많은 역할이 필요하다. 납세자 자금을 착취하는 형태로 복잡한 금융수단을 활용하였으며 가계부문의 저축을 빨아들이기 위해 복잡한 상품을 개발하였고, 다양한 형태의 상품구매신용을 공급하는 동시에 주택구입 관련 지원을 하였다. 신용카드와 모기지 보유자를 양산하고, 일단 증권화가 되면 채무변제능력여부는 관심 밖으로 전락하였다. 사기성 상품을 활용하여 투자자들에게는 막대한 이익을 중산층에게는 부담을 가중시켰다. 미국의 경우 최근에는 매일 만 명의 주택소유자들이 주택보유를 포기하는 상황이며 향후 수년간 모기지 지불능력이 없는 가계가 천만가구를 상회할 것으로 보인다. 초기에 보유에 대한 희망으로 모든 것을 투자한 가계는 빚더미에 눌릴 우려가 높아진다. 거듭된 위기에도 불구하고 착취적 구도가 강화되는 현상이 반복되면서 국제금융시스템은 심각한 도전에 직면해있다. 금융이 자체적으로 주도적인 역할을 하게 되면서 균형을 상실하고 과도한 신용공급을 통해 저축률을 하락시키면서 대다수를 예측시키는 결과를 초래했다. 그 결과 부채규모를 조절하기 위한 가격변수의 기능은 오히려 부실부담으로 인해 인질로 잡혀있다(<그림 7, 8, 9>, <표 1> 참조). 더욱이 금융은 자원을 배분하고 가치창조를 지원하는 역할을 수행해야 하나 최근의 금융자본주의에서는 스스로 독자적 역할을 주도하면서 오히려 자본토대를 파괴하고 양극화의 원인으로 작용하고 있다. 금융은 이제 새로운 가치를 창출하기보다 기존 가치마저 파괴하는데 기여하고 있다. 결국

---

4) Saskia Sassen, 1 April 2009, Too big to save: the end of financial capitalism, [www.opendemocracy.net](http://www.opendemocracy.net).

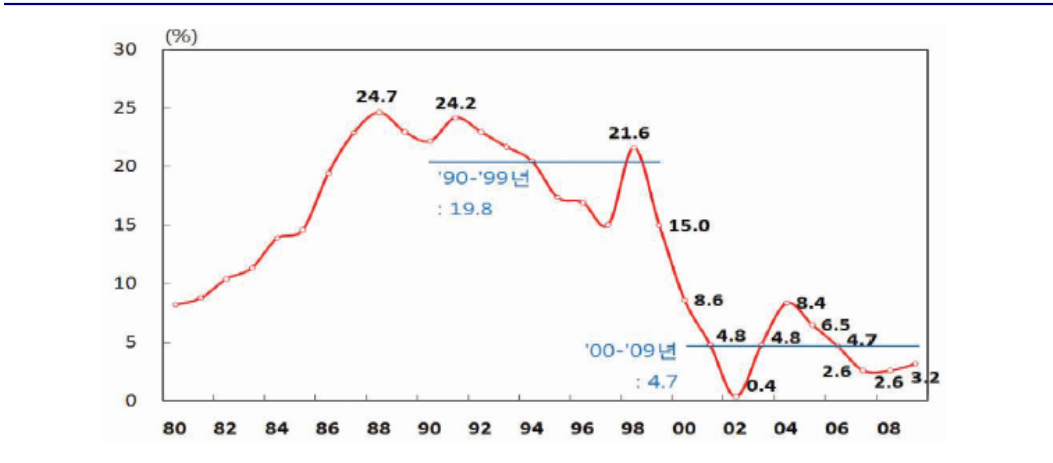
납세자의 돈은 금융자본주의의 최후의 종자돈 역할을 하면서 지속가능하지 않은 카지노 영업에 알지도 못하게 동원되었다. 우리는 금융혁신과 기법에 현혹되어 새로운 기술로 무장한 신경제 (new economy) 패러다임의 정착으로 잘못 이해했다. 분명한 사실은 연 20%대의 신용팽창이 부실 없이 유지되기 어렵다는 점이지만 정작 문제는 음악을 멈출 자가 지도층에는 없다는 사실이다. 이처럼 금융자본의 실질적 지배는 생각보다 강하다.

〈그림 7〉 장기금리 국제비교



자료: OECD.

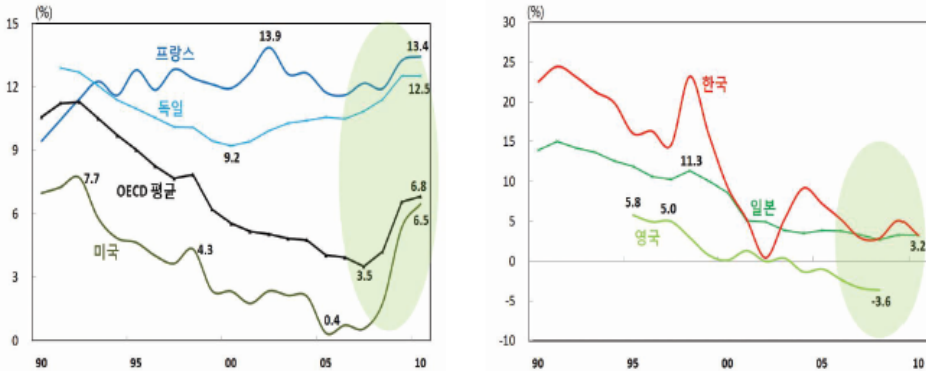
〈그림 8〉 우리나라의 가계저축률



주: 개인순저축률 기준.  
자료: 한국은행 「국민계정」.



〈그림 9〉 주요국의 가계저축률



주: 2009년~10년은 OECD 전망치(projection).

자료: OECD Economic Outlook.

〈표 1〉 주요국의 가계저축률 변화(최고수준과의 비교)

(%, %p)

	한국	미국	영국	일본	독일	프랑스	OECD평균
최고치(A)	24.4('91)	7.7('92)	5.8('95)	15.0('91)	12.9('91)	13.9('02)	11.3('92)
최근치(B)	3.2('10)	6.5('10)	-3.6('08)	3.2('10)	12.5('10)	13.4('10)	6.8('10)
차이(B-A)	-21.2	-1.2	-9.4	-11.8	-0.4	-0.5	-4.5

주: 1) ( )내는 해당연도, 2010년은 OECD 전망치(projection).

2) 한국의 경우 한국은행이 발표하는 국민계정상의 가계저축률과 다를 수 있음.

자료: OECD Economic Outlook.

금융자본주의는 이제 자체적인 한계에 도달했다. 금융은 사회 곳곳을 파고들었으며 비금융자본을 인질로 삼는 지경에 이르렀다. 세계적으로 금융자산은 160조에서 200조 달러에 이르러 현 글로벌 GDP의 1.5배규모이다. 이러한 상황에서 조정은 쉽지 않다. 돈을 찍어내기도 줄이기도 어렵기 때문이다. 극단적 형태의 금융을 통해 위기직전 미국의 금융자산 규모는 GDP의 4.5배에 이르렀다("Mapping global capital markets", McKinsey Report, October 2008). 유로의 경우에도 3.6배규모였으며 금융자산이 GDP를 상회하는 국가의 숫자도 90년의 33개국에서 2006년 72개로 늘어났다. 유럽의 금융부문은 특히 미국보다 빠르게 성장했는데 1996-2006동안 4.4% 성장해 미국의 2.8%보다 현저히 높았다. 유로통합의 여건과 상호신뢰 등이 큰 역할을 한 것인데 위기 이후 정반대의 상황에 직면하였다. 따라서 사후대책차원의 추가적인 과잉과 잉여는 정당한 대응방향이 아닌 임시방편일 수 밖에 없다.

부채규모의 비대칭적인 증가는 결국 여건악화와 더불어 대규모 조정을 초래하였다. 미국의 경

우 2008년 9월 만하더라도 은행자산가치는 수주달러였지만 CDS 총 가치는 60조 달러를 상회하였다. 파생상품의 총 가치는 600조 달러 규모였으며 이들의 성장속도는 전례 없는 것이었다. 미국의 부채수준은 이미 30년대 초의 수준을 상회하고 있다. 1929년 debt-to-GDP 비율은 150%였으나 1932년 215%로 높아졌다. 2008년 9월의 경우 CDS에 남아있는 부채규모 (debt due on credit-default swaps) 이미 GDP의 4배를 넘는 규모였다. 세계적으로 부채규모는 2008년 9월 기준 160조 달러로서 전세계 GDP의 세배규모였으며 남아있는 파생상품가치는 세계GDP의 14배 규모인 640조 달러에 이르렀다. 구제금융은 결국 고레버리지 확대의 주범역할을 해왔던 것이다. 80년대 이후 5번의 대규모 구제금융조치 이래 취해진 추가유동성 공급은 결국 레버리지로 가능했다. 그러나 앞으로는 이러한 구도가 여의치 않다. 문제를 제때 해결하지 못하고 잘못된 처방으로 일관하면서 병을 키운 셈이다. 두 가지의 도전은 주요 경제의 과도한 금융을 축소 조정하는 것과 현재의 금융자본주의로부터 탈피하는 것이다. 이미 세계적으로 실업자 수는 5000만 명에 이른다. ILO통계에 따르면 실업자 수는 조만간 2배로 늘어날 것이다. 빈곤층의 규모가 20억에 달하는 상황에서 고용 창출은 어떻게 가능할 까?<sup>5)</sup>

어떠한 의미에서 현재의 금융위기는 상상하지 못했던 패러다임의 전환을 촉발할 수도 있다. 소수가 운영하던 시스템에 다양한 참여자(citizens and activists, NGOs and researchers, local communities and networks, democratic governments)들의 참여가 가능해질 것이다. 주택과 위생 및 환경프로젝트를 지속가능관점에서 개선하는데 동원할 수 있을 것이다. 금융안정은 불안정의 요인으로서 금융자본은 어떠한 형태로든 다시 회생할 것이다. 현 금융자본주의의 근본적 결함은 부와 배분의 불공평한 분배, 실업을 늘리는 금융 불안정성 등은 좀처럼 극복하기 힘든 시스템 차원의 한계로 부각된다. 핵심적인 자원을 지켜내고 키우는 데 있어 지배구조나 체제상의 한계가 이미 노정된 상황이고 그 핵심에는 달러체제가 자리 잡고 있다. 따라서 앞에서 거론된 구조적인 문제들은 국제금융체제의 개편에서부터 변화를 추구해야 해결 가능할 것으로 보인다.

## 배경 1: Super-Rich의 등장과 전통적인 중산층의 퇴조

분명한 사실은 신자유주의의 패러다임으로는 더 이상 계층 간의 격차확대 문제를 해결할 수 없다는 점이다. 오히려 악화시키는 것이 역사의 증거이다. 일부 북유럽국가를 제외하고는 대규모의 내부변화가 절대적으로 필요하다(see Amartya Sen, "Capitalism Beyond the Crisis", New York Review of Books, 26 March 2009). 금융자본주의의 가장 큰 문제는 그들만의 리그에서 벌어지는 경계선상의 deal-making이 궁극적으로는 납세자 자본의 토대위에서 이루어짐에도 불구하고 충분한 검토 없이 진행된다는 점이다. 이러한 공백은 어디서도 체크되지 않으며 일종의 공공재 성격으로 관리가 소홀한 채로 부실을 양산하는 근거지 역할을 하고 있다. 금융자본의 엄청난 영향력

5) Saskia Sassen, 2009, Too big to save: the end of financial capitalism, [www.opendemocracy.net](http://www.opendemocracy.net).

은 결국 관리자의 역할을 장악할 수 있는 정권차원에서 만들어지기 때문에 법제도, 시장기구 등 제반 인프라로 정비된 검토과정은 종종 무시되곤 한다. 따라서 시장실패가 위기의 원인이라기보다는 시장실패를 인위적으로 조장하고 있는 지배구조의 문제가 더 크다. 물론 정부나 법조계, 교육계 등 소위 시장경쟁의 원칙에서 떨어져 있는 조직일수록 이러한 문제가 심각하지만 특히 금융 재원을 관리하는 조직의 경우 정치적 영향력은 무시하기 어렵다. 따라서 실질적으로 금융자본주의는 정치자본주의의 양상을 띠게 마련이다. 결과적으로 시장경제의 금융화(financialising)는 이윤극대화의 부정적 효과를 과도하게 증폭시켰다. 현재 기득권들의 이익을 전적으로 부정하지 않는 범위내에서의 해결책 모색 결과 금융자본화를 다시 가동(financialization process)하는 수밖에 없는 방도가 없는 상태이다. 이러한 선택은 궁극적으로 체제상의 문제를 방지할 수밖에 없기 때문에 장기침체를 불가피하게 만든다. 왜냐하면 유지될 수 없는 체제의 안정을 위해 미래성장에 필요한 재원이 일방적으로 동원되기 때문이다. 즉, 다수의 성장과 고용을 위한 선택보다는 기득권들의 금융과잉에 의존한 지대추구가 우선시되는 현실이다. 이러한 상황은 좀비기업의 양산과 더불어 청년들에 대한 취업기회 박탈로 현실화되고 있다.

## 배경 2: 독점금융자본(monopoly-finance capital)의 축적<sup>6)</sup>

규제되지 않는 방만한 금융의 영역을 허용하는 한 우리는 악순환의 덫에 빠지게 된다. 즉, 금융의 지배 하에서 선택되는 일련의 조치나 처방은 결국 금융자본의 보호를 위해 사회 제반재원이 인질로 잡힐 수밖에 없는 구도로 이어지게 된다. 금융화로 인해 성장과 투자가 부진해졌는지 아니면 성장과 투자부진으로 인해 상대적으로 금융이 비대해졌는지 파악하는 것도 중요한 과제이다. 제조기반 없는 금융의 자체적인 발전이라는 허구성은 자산버블에 노출될 수밖에 없으며 이를 규제하기 위한 노력도 균형성장으로 이어지기 보다는 저성장으로 연결되기 쉽다.

자연스러운 순환상의 조정마저 거부하고 지속된 성장을 꾀하는 금융자본의 지배는 문제의 원인을 방지하는 측면도 있는 반면 문제의 치유에 있어서도 선택의 폭을 제한한다. 당국의 규제되지 않는 금융시장을 복원시키려는 의도는 실물경제의 침체를 원인으로 보고 카지노경제만이 실질적으로 성장을 자극할 수 있다는 믿음에 기초하고 있다. 금융화를 다시 시작하려는 시도는 “제도적 포획(institutional capture)”을 반영하는데 즉, 금융이익의 강화를 뜻한다. 실제 우리가 경험하듯이 현 자본주의 체제의 근본문제는 현재의 자본축적이 생산적 활동으로 이어지지 않을 수 있다는 점이다. 자본축적의 경기침체와 금융화의 함정(stagnation-financialization trap)이 바로 현 금융자본주의의 한계이다.

Keynes는 이미 일반이론(1936)에서 장기실업균형의 가능성을 지적했다. 보유고가 활용되지 않고 축적되어 있는 상황이 장기화되면서 브래튼 우즈체제가 탄생하였다. 이후의 전략은 달러 부채

6) John Bellamy Foster and Robert W. Mc Chesney, 2009, “Monopoly-Finance Capital and the Paradox of Accumulation”, Monthly Review, Volume 61, Issue 05. 발췌.

를 전 세계에 확산시키면서 독점적 자본축적의 불가피한 과잉과 침체의 모순에서 벗어나려는 시도로 간주할 수 있다. 그 결과 1974-75 미국과 세계경제는 심각한 위기상황에 진입하였으며 점차 심각한 침체상황으로 이어졌다. 실제 2000년대의 경제성장은 30년대 이래 가장 낮은 것이었다.

과다축적과 침체의 조짐이 발견되었으며 지금도 그러한 징후는 농후하다. 유일한 예외는 자본주의 경제의 위에서 커나가고 있던 금융거대구조(financial superstructure)이다. 실물과 금융 간의 역의 관계는 현재의 추세를 이해하는데 결정적으로 중요하다. 잉여의 확대를 처리할 만한 배출구를 찾지 못하면서 자본은 잉여분을 금융으로 쏟아냈으며 자산가격의 증가를 기대한 투기에 열중하였다. 금융기관들은 막대한 자본유입을 수용하고 경제의 금융 상부구조를 레버리지하기 시작했다. 파생상품도 이러한 과정에서 상당한 역할을 하였으며 금융의 성장은 자본흐름이 국경을 넘나들게 되면서 더욱 가속화되었다. 세계적으로 금융이 빠르게 성장하게 되었다.

빠른 금융이윤의 성장과 더불어 총민간부채는 70년 GDP의 110%에서 293%로 증가하였고 금융이윤도 1995에서-2007년까지 300%이상 성장했다. 70년대부터 시작된 금융화과정은 부의 효과와 소비증가를 통해 성장률을 일부 높이는 요인으로 작용했다. 경제가 금융버블에 의존하게 되었고 신용공급이 증가하면서 질적 저하는 불가피했다.

경기침체와 금융화의 관계는 FED가 취약한 금융시스템을 구제할 수밖에 없음을 시사한다. 개입이 거듭될수록 침체의 늪에 빠지기 쉬운 경제는 더욱 약화되었다. 그러나 이러한 노력은 금융상부구조의 총체적 파국을 방지한다기보다 침체에 빠지기 쉬운 경제의 활력을 뿌리째 뽑아가는 결과를 초래했다. 이러한 상황은 장기적인 금융시스템의 자율화로 이어졌으며 자본을 줄이면서 위험추구가 가능한 금융혁신에 보다 많은 관심을 갖게 되었다. 증권화의 성장은 결국 판매가 어려운 부채를 판매하기 쉽게 만드는 일련의 과정으로서 신용위험을 관리할 수 있다는 믿음위에 존재하게 된다. 우리의 전체 시스템은 “Dollar Wall Street Regime”으로 귀결되었다.

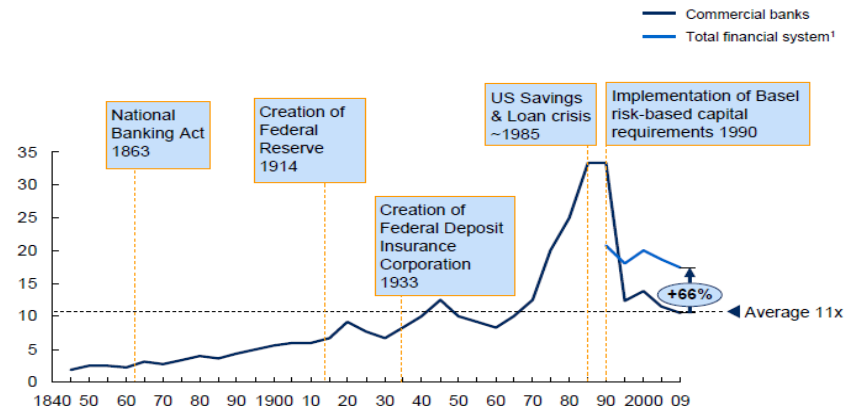
예로 미국의 금융시스템은 “financial-industrial complex”로 불리는 주요기업들이 편입되면서 equity보다는 부채 financing을 선호하게 되었으며 집중화는 심화되었다. 90년만 하더라도 10개 기관이 10%의 총 금융자산을 보유했으나 지금은 50%를 보유하고 있으며 상위 20개 금융기관이 금융자산의 70%를 보유하고 있다. 독점자본이 새로운 형태의 독점금융자본으로 변환된 것이다. 이러한 축적단계의 특징은 stagnation-financialization trap<sup>7)</sup>으로서 금융의 확장이 시스템의 주요 “fix” 역할을 한다. 자체적으로 경제의 구조적 결함을 해결할 수는 없다. 산업자본의 축적문제와 장기침체경향을 완화하기 위한 금융의 역할은 금융자본의 생성과 축적으로 이어졌으며 금융이 주도적 역할을 수행하면서 보다 심각한 부작용이 나타나기 시작했다. 부채위주의 자산축적이 본격화되었기 때문이다. 이는 과거보다 더 심각한 자산시장과의 연관을 불가피하게 했으며 결국 현

---

7) John Bellamy Foster, 2006, “Monopoly-Finance Capital”, Monthly Review 58, no. 7 : 1-14.

금융위기의 배경으로 작용하였다. 결과적으로 경제활동의 결과가 지나칠 정도로 달러표시 가공자산의 형태로 축적됨에 따라 자산은 자산으로의 가치유지를 위해 버블이 필요하였고 이는 거대한 통화팽창으로 이어졌다. 그러나 이는 지속될 수 없는 선택으로서 지금의 대규모 조정과정(great contraction)으로 이어졌다(<그림 10> 참조).

〈그림 10〉 미국 은행부문의 레버리지(총자산/자기자본)



1 Aggregate leverage of banks, finance companies, government-sponsored entities, and pools of securitized assets.

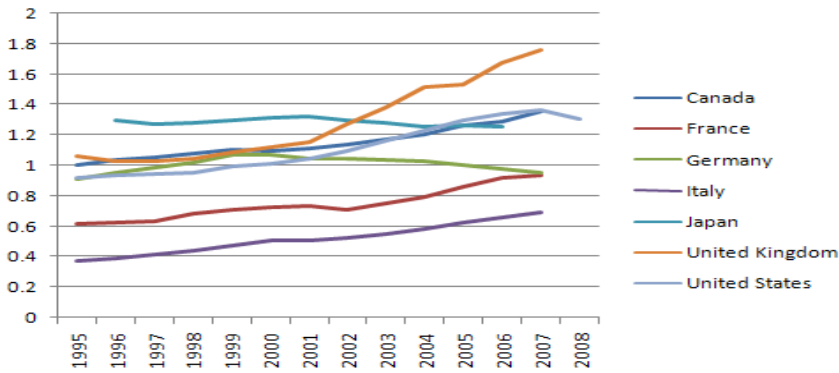
SOURCE: Adapted from A. Berger, R. Herring, and G. Szego, "The role of capital in financial institutions," 1995.

현재의 자본주의가 여전히 착취적으로 불리는 이유는 새롭게 대두된 신자유주의(Neoliberalism)가 결국은 대다수의 경제적 자유보다는 거대자본, 거대정부, 거대금융을 배태했기 때문이다. 금융의 역할제고를 통해 불가피한 침체를 방지하고 대규모 이윤을 돌려주기 시작했다. 계층 간 갈등은 심화될 수밖에 없다. 이러한 경향은 국제적으로 확대되어 이미 부채부담이 큰 경제에 더 많은 부채를 권장했고 자본의 자유로운 흐름을 관철시켰다. 더욱 종속적인 구도가 고착화된 것이다. 최근 금융위기 하에서 FED는 대마불사의 원칙을 더욱 강화했으며 현재의 기관의 손실을 사회화했다. 당초 부실과 과잉제거에 초점이 맞추어져야 하지만 소위 버블처방에 의존한 것이다.

정작 심각한 문제는 배분과 연관되어 있다. 독점 금융자본주의하에서 축적의 모순이 심해짐을 알 수 있다. 과잉설비에 더하여 투기적 금융자산의 증가로 생산증가가 촉진되기 때문이다. 중산층의 퇴조는 금융과잉과 연관이 있다. 2008년 비농림부문의 시간당 임금은 1967년과 동일하다. 2000년대 들어 금융 위기 전까지 생산성증가는 2.2%였으나 시간당 임금은 중위수로 0.1% 감소했다. GDP 대비 피용자보수는 70년대 53%에서 2005년 46%로 줄어들었다. 그러나 소비는 60년대 60%대에서 위기이전 GDP 대비 70%대로 상승했다. 이러한 배경에는 모기지의 증권화를 기초로 한 가계부채의 증가가 자리 잡고 있다(<그림 11, 12> 참조). 부문간 부의 이전(sectoral transfer

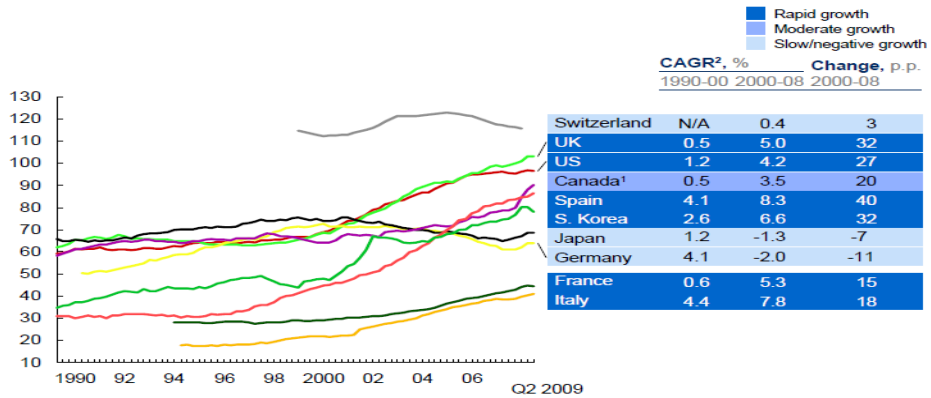
of wealth)이 진행되는 동안 금융부문은 막대한 이익을 즐겼으나 결국 사회 전체적으로 경제의 활력은 저하되고 미래는 어두워졌다. 따라서 저축과 소비 그리고 생산의 건전한 선순환 구조는 독점 자본주의의 구조적 모순을 금융자본의 전략적 성장을 통해 해소하려다 스스로의 한계에 부딪혀 악순환 구조로 전환되었다.

〈그림 11〉 가처분소득 대비 가계부채



자료: OECD.

〈그림 12〉 GDP 대비 가계부채 비율



1 Canada's data include nonfinancial noncorporate business.  
 2 Compound annual growth rate. Where data are unavailable, the longest possible period is used.  
 3 "Debt" is defined as all credit market borrowing, including loans and fixed-income securities.  
 SOURCE: Central banks; Bank of International Settlements; Haver Analytics; McKinsey Global Institute

자료: Mckinsey Global Institute, "Debt and deleveraging", 2010. 1.

### 배경 3: 국제금융체제와 거대자본 유출입: 달러체제의 발전

70년대부터 달러체제가 본격적으로 정착되면서 금융이 자체적인 부의 축적수단으로 부각되었

고 가계부문은 자금 부족부문으로 기업부문은 자금 잉여부문으로 전환되었다. 은행은 증권화 되었으며 중개기능은 존재하나 생산활동과는 별개의 것으로 주로 담보대출위주로 이루어지고 있다. 본질적인 변화는 광범위하게 일어났으며 그 근저의 원인에 대해서는 다각도의 분석이 가능하다. 금융자본주의는 실물과의 연관을 상실하여 이윤기회를 연관성에서 찾지 못한 금융자본이 자체적 이익추구를 위해 증권화에 기초한 레버리지에 몰두하면서 심각한 왜곡을 내포하게 되었다. 불균형은 확대되었고 시스템은 불안해졌으며 자금은 생산적인 곳으로 가지 못하는데도 금융종사자들의 이익은 천문학적으로 늘어났다. 사회적으로 효율적인 곳에 역할을 하지 못하는데도 수익성이 크게 높아진 것이다. 자본주의의 핵심은 끊임없는 축적이나 이러한 축적은 잉여를 기초로 하므로 어느 부분은 그 만큼의 희생을 감수해야 한다. 따라서 유효수요의 문제가 불가피하고 투자기회의 상실과 더 큰 규모의 잉여와 축적을 초래한다.

잉여문제와 과잉설비문제는 개방에 따른 위험요인의 급격한 증가로 대기업 외에는 실질적 투자기회의 상실을 경험하게 된다. 반면 자금사정은 대기업의 경우 사내유보가 크게 늘어난데 비해 중소기업은 여전히 크게 부족한 상태이다. 투자가능한 대기업은 조심을 하고 생존에 급급한 중소기업은 자금사정이 어렵다. 잉여시설의 증가는 성숙한 독점자본주의의 전형적 양상이다. 이렇게 볼 때 투자기회의 상실과 장기침체는 독점 금융자본주의의 불가피한 결과이다. 유효수요의 부족과 과잉생산문제의 저변에는 분명 상당한 왜곡이 존재함을 알 수 있다. 추가수요를 만들어내지 못하면 과잉설비문제 해결이 어려우므로 소비가 가능하도록 부채기반의 유동성 공급을 통해 가공의 이익을 만들어냈다. 이는 브레튼우즈체제의 붕괴에서부터 본격화되었는데 이제 그러한 구도의 한계에 도달한 것이다. 부의 원천이 유동성과 자산가격인 상태는 조정을 받을 수밖에 없다. 당연히 균형을 되찾으려는 노력이 가시화되어야 하는 상황이다. 이러한 상태에서는 고실업의 장기화가 불가피하다. 대공황 당시 실업률은 14-25% 주변에서 움직였다. Paul Baran and Paul Sweezy (1966)는 독점자본주의 경제의 정상적 상태는 경기침체라고 설명했다. 과잉을 해소할 수 있는 가격기능이 각종 담합과 경쟁제한으로 약화됨에 따라 침체의 요인은 상존하게 되며 이를 극복하기 위해 가공의 수요를 만들어 내는 기회는 매우 중요하게 간주될 수 있다. 금융의 역할이 필요했던 부분이다. 수급의 불균형을 완화시켜주는 데 있어서는 큰 역할을 했지만 질적인 면에서 지속가능하지 못한 자산가격과 가공의 유동성에 의존했던 점은 과거 자본주의의 구조적 문제로 남는다.

#### 배경 4: 위기처방의 문제

정말로 개탄할 사안은 2009년 초 12조 달러가 넘는 자금이 자본 확충과 보증으로 동원되었는데 이는 결국 달러 인쇄를 뜻하며 FED 대차대조표의 팽창을 가져왔다. 그러나 이러한 노력은 문제해결에 도움이 되기 보다 더 큰 조정으로 이어질 가능성을 키웠다. 시작부터 잘못된 대응으로 달러체제에 근간을 둔 국제금융시스템은 끝없는 불안요인에 노출된 셈이다. 독점의 피해는 생각보다 크다. 나눔의 철학을 통해 독점의 축적모순을 해결해야 금융이 가공의 수요 진작을 위해 스

스로의 과잉을 만들어 내는 일들이 불식될 수 있다. 금융은 수단으로 활용되어야지 기존 독점자본의 보호를 위한 역할에 밀려나서는 안 된다. 산업기반과 중서민계층에 대한 적극적 역할이 조기에 가시화되지 않을 경우 금융은 실물활동과 격리되면서 버블의 생성과 소멸을 통해 경제활력을 저하시킬 것이다. 금융이 원래의 기본역할에 충실할 수 있도록 기존 독점자본의 자세전환이 요구되는 시점이다. 금융화는 어쩌면 발전의 후반단계에서 벌어지는 불가피한 현상으로 볼 수 있다. 순환상의 시차를 두고 금융자본주의의 미래를 기대하기에는 세상은 너무 통합된 상태이다. 더 이상 민간부문의 부채증가는 기대하기 어렵다.

세계적으로 볼 때 최근에 취해진 일련의 대응은 규제강화를 통해 현재의 시스템을 합법화하고 체제의 근간을 유지한 채 신뢰를 유지하려는 시도로 볼 수 있다. 형태가 어떻든 금융자체의 창조를 통해 금융화를 촉진하려는 시도는 뿌리 없는 레버리지로 고용과 성장의 진정한 기폭제가 될 수 없다. 최근 들어서는 주요 은행들이 신용라인을 단기금리와 credit default swaps(CDSs), 그리고 복잡한 파생상품과 연계시켜 회사부도 시에 대비한 보험을 제공하고 있다. 이러한 구조 하에서는 회사가 어려울수록 적용금리는 높아지게 된다. 단기금리 외에도 CDS관련 변동성으로 인해 관리 부담이 가중되는 것이다. 구조화채권(structured notes)은 초기의 매력과는 달리 엄청난 손실가능성을 내포하는 것이다. 현재의 환경 하에서 향후 새로운 금융버블이 생성될지는 예단할 수 없으나 정작 아이러니는 이렇게 큰 파장을 몰고 온 금융자본주의의 폐해를 다시금 금융이 선도하는 회복의 구도에서 극복하려는 시도가 중시된다는 점이다. 금융은 본래의 기능에 충실해야하며 결국 자본은 사회에서의 역할에 대해 보다 균형 잡힌 자세를 견지해야 한다. 축적의 모순은 자본주의가 안고 있는 한계이므로 건전한 자본의 축적과 성장이 가능하려면 축적이 활용될 수 있는 제반 노력부터 강화할 필요가 제기된다.

## 5. 신금융자본주의의 미래

신금융 자본주의에서는 자본의 활용 면에서 상당한 제약이 수반될 것으로 보인다. 이를 관리하는 주체나 대리인에 대한 적격성 심사도 강화될 것이고 지배구조상의 이해관계자에 대한 대표성(representativeness)도 재검토되는 것이 불가피하다. 시장의 감시 장치나 규율도 강화될 수밖에 없다. 문제는 이러한 일련의 조정과정에서 금융서비스의 위축이 불가피하다는 점과 이미 약해진 경제활동의 결과인 고실업의 문제를 위축된 금융기능이 완화시킬 수 없다는 데 있다. 더욱 우려되는 점은 자본주의가 큰 그림차원의 개선 없이 추가되는 많은 안전장치와 견제장치를 가지고도 원활히 작동될 수 있는 가의 문제이다. 결국은 금융과잉에 대한 견제장치끼리의 상충관계로 형태가 모호해지는 절충적인 자본주의로 발전할 가능성을 배제하기 어렵다. 사실 단순히 수정이나 보완의 차원이 아니라 근본적인 개혁차원의 밑그림에 대한 사회적 공감대가 필요한 때이다. 그중에서도 국제금융체제는 기축통화인 달러체제에 대한 현실적인 개혁이 절실하다. 자본을 현실에서 성장시키는 토대는 궁극적으로 국제금융체제이기 때문이다. 따라서 앞으로의 모든 개선노력이 중장



기적 관점에서 신중하게 수행되어야 한다.

문제는 이를 추진할 새로운 집단의 출현이 현 구도 하에서 쉽지 않은데 있다. 기득권은 여전히 기존 이익을 지키기 위해 최선을 다할 것이고 납세자의 재원으로 당장의 갈등요소를 우선적으로 관리하려 할 것이다. Ricardian equivalence는 존재하지 않는다. 각국이 자국이익 우선의 이해갈등 구조에서 벗어나지 못하는 현실에서 구조적 개선을 주도할 세력의 출현을 기대하는 것 자체가 무리일 수 있다. 그러나 우리는 지금의 문제가 임시방편으로 해결될 수 있는 차원이 아닌 문제임을 알았다. 따라서 새로운 추진세력의 대두를 갈망하는 시민들의 목소리가 힘을 얻어야 한다.

현 금융자본주의의 기본 문제는 취약한 자본토대 위에서 과도한 단기이윤을 무모하게 추구하도록 방치된 환경이다. 즉, 과잉유동성의 공급과 소비를 근간으로 돌아가는 체제는 엄연히 현실적인 체제의 개선 필요성을 무시한 탐욕의 결과이다. 이러한 환경하에서 일반 서민들은 생존기반을 지켜내기도 벅차다. 이들의 생존권을 보호하려면 불가피하게 국가의 역할이 중요해진다. 금융자본을 지켜내려는 국가의 바람은 원칙적으로 자율과 창의성이 실력을 발휘하는 건전한 시장작동과 상충관계를 보일 수 밖에 없다. 손실에 대한 책임이 모호한 상태에서 납세자 저당에 의존하면서도 감독체계마저 유린시키는 금융권의 교묘한 네트워크는 납세자 보호와는 거리가 멀다.

첫째, 자본흐름을 관리하고 국가재정을 생산적인 곳에 활용하려면 외부여건이 안정되어야 한다. 세계화된 환경은 필히 국가간의 협력을 필요로 한다. 충격의 내용이 글로벌화 되고 있는데 대응은 여전히 국가단위 위주라면 대답은 자명하다. 포퓰리즘이 득세할 경우에는 국익우선주의가 팽배할 것이고 이러한 구도 하에서 국가 간 협력은 구호에 불과하다. 그러나 분명한 사실은 협력 없는 구도는 결코 국익에 도움이 되지 못한다. 따라서 포퓰리즘이 구호를 극복하고 국가 간의 협력을 요구하는 시민들의 목소리가 높아져야 한다.

둘째, 사회계획자(social planner)로서 정부의 역할은 더욱 중요하다. 그러나 돈쓰는 곳에서만 역량을 발휘하지 말고 공정한 원칙이 구현될 수 있는 중재자 역할을 중시해야 한다. 당장의 현상에 인질로 잡혀 근본적인 문제에 대한 방향조차 수립되지 않는다면 우리는 절망할 수밖에 없다. 이념적인 스윙에 더 이상 휘둘릴 처지가 못 된다. 당장이라도 기본 생존권인 일할 수 있는 권리가 보호되어야 한다. 현재의 많은 어려움은 금융자본의 혜택이 공정하지 못한 환경에서 소수에 집중되면서 금융공공재의 공급에 문제가 초래되었기 때문이다. 일방적인 착취구도로부터 대다수 납세자들의 이익을 보호해줄 견제세력이 상실되었다. 이러한 부분에서는 국가의 역할이 강화되어야 한다.

향후 공정성이 강조되는 사회분위기는 어쩌면 과거의 무분별한 금융 과잉에 대한 당연한 대응이다. 그러나 이러한 상황에서는 자칫 대결과 분열이 조장되기 쉽고 스윙이 커져 사회불안까지 증폭되기 쉽다. 이를 바로잡고 정상적인 진화를 기대하려면 정부의 역할이 무엇보다 중요하다. 향후 금융자본주의는 이와 같은 세계화 초기의 문제를 극복하면서 진화할 것이다.

그러나 몇 가지의 원칙이 중요하다. 첫째, 규제감독이 문제이지만 이를 강화한다고 금융안정에

도움이 되지는 않는다. 오류를 최소화하기 위해 전체의 억압을 정당화해서는 안 된다. 둘째, 공동체의 의식을 강화하되 균형을 유지하는 역할을 중시해야 한다. 개인의 자발적인 결정과 창의성을 중시하고 새로운 패러다임이 정착될 수 있도록 해야 한다. 셋째, 앞으로 다가올 혹독한 조정과정에서 혼란을 관리하는 건전한 레프리의 역할에 기대를 걸어본다.

최근의 경험에 비추어 역설적이지만 기득권의 보호는 어쩌면 가장 개방적이고 공정한 환경의 조성으로 가능할지 모른다. 신금융 자본주의는 우리끼리만 이익을 독점하려는 초기과정을 상호 연관된 생태계의 관점에서 극복해 나가야 가능하다. 제로섬의 재분배 기능보다는 모두의 개별결정이 전체의 이익증진에 도움이 되는 방향으로 경제 생태계를 디자인하는 노력이 무엇보다도 절실하다. 단기이윤만 빨대로 빨아들이는 자본의 속성상 글로벌 시장은 엄청난 기회로 다가왔다. 그러나 초기의 성장과 발전은 이제 장기침체와 재정 부담으로 미래전망을 어둡게 하고 있다.

향후 금융자본주의가 발전한다면 자원배분은 단기에서 중장기로 이익의 원천에 대한 공정한 배분이 이루어지는 방식으로 가능하다. 지금같이 사회의 여러 버팀목을 활용하여 얻어낸 단기이윤을 소수가 독점하는 방식으로는 지속성장하는 생태계를 구성하기 어렵다. 엄밀한 요인분석은 정당하고 공정한 대가의 귀속을 가능케 한다. 세계화와 금융자본주의는 시스템 위험관리차원에서 가장 불안한 결합이다. 가공자본의 토대위에서 단기이익을 추구하는 결과는 세계적인 양극화를 낳을 수밖에 없다. 물론 이윤은 금융자본주의의 몫이고 시스템자체가 여러 면에서 미비한 상태이기 때문에 수반되는 피해는 각국의 납세자 몫이다.

소위 가진 자들의 자기이익보호 본능은 어쩌면 당연한 것이다. 그러나 현재의 여건에서 가장 좋은 전략은 스마트하게 나누는 것이다. 외면당하고 무시당하는 다수가 존재하는 한 소수의 부나 권력도 지속가능하지 않다. 그들의 성공은 바로 다수의 뒷받침이 있어서 가능했기 때문이다. 이제 사회의 구석진 곳에 대한 따뜻한 시선이 절실하다. 그러나 언론에서 부추기는 기부문화가 전부는 아니다. 기부가 어떻게 관리되고 활용되는지 제대로 파악되지 않는다. 외면당한 다수가 진정으로 원하는 것은 복지로 포장된 적선이 아니다. 나눔의 아름다움은 아무리 강조해도 지나침이 없으나 기부를 강요하는 듯한 분위기는 문제이다. 공평하지 못한 작동으로 억울하게 전략한 데 대한 정당한 기회를 요구하는 것이다. 따라서 무엇보다도 공정한 원칙을 준수하는 모습이 필요할 뿐이다.

이를 위해서는 이윤의 원천을 객관적으로 평가하려는 공정한 사회 인식이 필요하다. 남의 돈을 다루는 금융기관이 자기돈 쓰듯이 온갖 정치적 이해관계에 얽매어 만들어 놓은 금융의 정치화는 종식되어야 한다. 가장 핵심적인 기능을 전리품으로 간주하는 사고방식은 시스템 운영의 주인이자 핵심인 소수 예금자와 투자자들에게 돌려져야 한다. 고령화 사회에서 앞으로 부양의 의무를 떠맡게 될 우리의 청년층에게 일자리조차 허용하지 않는 현실은 과감한 수술을 통해서라도 타파해야 한다.

현재 세계로 과급되는 월가의 소리는 머지않아 우리 귀에도 들릴 것이다. 사회적 불안과 정치적 소용돌이속의 방향을 피하려면 10%의 기득권부터 자성해야 한다. 자본을 키우려면 움켜쥐고

썩히지 말고 금융시스템을 통해 물 흐르듯이 자금을 돌려야 한다. 돌리는 데 필요한 제반 인프라 구축은 제대로 하지 않고 시장실패와 정부개입만 구호처럼 외치는 식상한 지성에 반기를 들어야 한다. 현재의 상황은 기본마저 흔들리는 꼬리사상(tail event)이다. 이로 인한 피해는 고스란히 서민층에 전가된다. 이러한 부당성을 종식시키려면 덧칠하는 식의 시장개입을 넘어서 기본부터 바로잡는 노력이 조기에 가시화되어야 한다.

한편 지금까지의 대응노력은 보유세와 재산세, 그리고 금융거래세와 같이 다양한 형태의 세금 부과가 주를 이루고 있다. 단순히 세금부담을 늘리는 것은 원인에 대한 처방이라고 보기 어렵다. 소위 부유계층에 대한 과세도 그들이 지금의 문제를 야기한데 상당한 책임이 있다는 증거가 없는 한 쉽게 거론될 사안도 아니다. 경제에 정치적 논리가 가세할 경우 우리 생태계는 걸잡을 수 없는 대결구도에 휩싸이게 되며 합리적 결과를 기대하기 어렵다. 그동안 축적되었던 사회자본의 토대도 쉽게 허물어지기 쉽다. 현재의 체제에 심각한 문제가 있다고 해서 파괴적이고 소모적인 제안으로 갈등을 심화시킨다면 치러야 할 대가가 너무 크다. 따라서 합리적인 범위 내에서 해답을 구하려는 균형 있는 접근이 무엇보다도 중요하다. 세계화된 환경이 주어진 것이라면 금융자본의 폐해가 우리에게 던지는 시사점은 경제적 번영 외에도 사회정의 그리고 환경의 지속가능성의 균형적 발전이 필수적인 요건이라는 점이다. 이들 간의 균형을 추구하는 것이 정치권의 절체절명 과제이다.

구체적으로 향후 우리가 지속가능성장의 관점에서 신금융자본주의를 키워나가려면 자본토대, 지배구조 및 국제금융체제의 근본적인 개혁이 필요하다. 무엇보다도 글로벌 환경에서 첨예화된 갈등구조를 헤쳐 나갈 진정한 리더십(지배구조)이 절실히 필요하다. 그리고 국제금융체제의 개편을 통해 다변화된 기축통화체제로의 전환을 조기에 현실화해야 한다. 돈이 흐르지 못하는 이유를 원천적으로 극복해야 비정상적인 자금흐름을 완화할 수 있다. 안전자산의 포장지인 기축통화마저 신뢰를 잃어가는 상황에서 자본을 지켜나갈 기회는 점차 제한적이다. 극단의 상황을 방지하고 보호무역주의의 과거로 회귀하지 않으려면 국제금융체제의 개편을 통해 장기적으로 신뢰할 수 있는 기반을 지금부터 확보해나가야 한다.

## 6. 결론과 시사점

지금까지의 논의를 종합하면 현 금융자본주의의 문제는 세계화 환경하에서 여전히 달러체제에 의존하여 자산담보와 그림자 금융(shadow banking)을 통한 신용공급에 주력한 결과이다. 실물과 금융부문의 격차가 큰 신흥시장의 대두로 금융부문의 역량은 기초여건의 점검없이 가공의 자본과 위험과악이 어려운 상품을 통해 레버리지되었다. 그 결과 대완화 기간 동안 근로소득 하락추세에도 불구하고 풍부한 유동성과 자산가격 상승에 기초하여 인위적 수요기반을 지탱할 수 있었다. 그러나 저축-투자-고용-소득흐름의 선순환과정이 무시된 금융은 자체의 한계로 조정이 불가피한 상황에 봉착했으며 이후의 조정과정에서 시스템 마비로 이어졌다. 시장충격의 확산을 방지하고 인위적으로 시장을 안정시키기 위한 노력의 결과 재정기반마저 잠식되었다. 대규모 디레버리징과

자본확충과정에서 현 국제금융체제의 근간인 기축통화와 준비자산에 대한 불신이 커지고 있는 상황이지만 여전히 대책은 근본적인 차원의 노력과는 거리가 멀다. 현 금융자본주의의 부채양산과 자산가격 상승을 통한 소비위주의 수요기반 확보전략이 가져다주는 부작용은 불투명한 미래이다. 따라서 앞으로의 신금융자본주의는 부채를 줄이고 자산대신 소득흐름을 뒷받침할 수 있는 고용과 투자에 집중해야 하며 이를 위한 국제금융체제의 개편이 절대적으로 필요하다. 패닉은 막아야겠지만 시장이 고통속에 전달하는 메시지를 무시하지 말고 줄일 것은 줄이고 고칠 것은 고쳐야 한다.

첫째, 거둬들인 불안의 근원인 국제금융체제의 달러 편중현상을 극복할 수 있는 구체적 노력이 구체화되어야 한다. 기초여건이 아직 건실한 아시아 지역의 새로운 기축통화와 준비자산의 공급 문제에 대해 가시적인 결과가 도출되어야 한다. 잉여의 축적이 침체의 원인으로 작용하지 않으려면 분산된 체제로 자금 흐름이 원활해져야 한다.

둘째, 현 금융자본주의의 문제로 부각된 책임의식과 공동체의식의 결여를 극복할 수 있는 수정 금융자본주의로 진화해야 한다. 책임소재 파악조차 어려운 구도 하에서 단기이익을 추구하다보니 모두가 의존하고 있는 자본주의의 작동에 심각한 장애가 나타난 것이다. 특정 소수가 아닌 모두가 참여하는 생태계 안에서만 성장과 결실이 지속적으로 가능하다. 왜냐하면 그 어떤 부나 자산의 가치도 폐쇄 환경의 죽어가는 경제에서 가치를 유지하기 어렵기 때문이다. 가치는 많은 사람들이 공유할수록 높아진다. 그런 환경을 꾸려나가는 핵심으로서 수정 금융자본주의의 미래를 기대해본다.

셋째, 상황의 심각성에 비추어 현재 취해지고 있는 일련의 조치에 대해 보다 면밀한 검토가 우선시되어야 한다. 지금까지 취해진 조치들의 핵심은 초저금리와 무제한 유동성 공급의 완화정책으로써 제기능을 못하고 있는 시장과 생존위험을 받고 있는 금융기관에 대한 광범위한 구제노력(bailout)이다. 엄밀히 말해 이는 현 위기의 원인을 살려두려는 노력으로 간주할 수 있다. 이는 상식적으로 진정한 의미의 대책으로 볼 수 없다. 당연히 부실을 초래한 기관의 퇴출과 근본차원의 시스템 작동 원활화 노력이 병행되어야 한다. 그러나 진정한 처방과는 정 반대로 사회적인 과장을 초래한 기업들에게 오히려 구제책이 동원되고 있다. 부실에 이르는 과정과 부실처리에 동원되는 과정과 노력이 모두 시장의 정상적 작동에 대한 기대와는 거리가 멀다. 그러다보니 위기처리에 금융부문의 재원이 점차 큰 규모로 강제 동원되는 악순환의 고리가 형성된 것이다. 이렇게 당장의 상황논리에 사로잡혀 시장작동의 근간에 문제가 될 수 있는 조치를 양산할 경우 자본주의 체제 자체에 대한 시장불신은 더 커나갈 수 있다. 정상적인 인센티브가 뒷전으로 밀린 상태에서 자금흐름은 기형적일 수밖에 없다. 마치 달러체제에 대한 불신이 커가는 상황에서도 달러표시 자산으로의 자본역류(capital flow uphill)가 지속되는 현 상황과 유사하다.

얼마 전까지만 해도 자유시장주의에 대한 믿음은 발전의 초석으로 간주되었다. 미국이 표방하는 규제완화의 자본주의는 글로벌 금융위기 직전까지 소수에게나마 엄청난 부를 가져다주었다. 그러나 대부분의 중산층 시민들에게 이러한 혜택은 남의 일로 간주되었다. 분명 자본주의가 다수

로부터 불신을 받기에 충분한 여건들이 성숙되고 있었다. 그나마 소득흐름이 위축된 중서민층의 소비를 근근히 지탱해왔던 부채 늘리기도 이젠 금융위기로 인해 더 이상 의존할 수 없게 되었다. 형평성과 건전성 규제 그리고 정부와 시장의 균형적 역할배분 대신 부채처리방식에 대한 과도한 탐닉은 시스템의 정상적 운영을 불가능하게 만들었다. 자본흐름을 정상화하지 않는 한 정상적인 투자와 고용은 기대하기 힘들며 핵심적인 자본마저 추가적인 잠식의 위협에 노출될 수 있다.

위기 대응여력도 소진되었다. 국가채무논쟁은 재정정책의 효과를 더 이상 기대하기 어렵게 한다. 리카디안 동등조건은 재정정책을 세수만큼의 지출범위 이내로 묶기 때문에 효과를 기대할 수 없다. 지출의 우선순위와 삭감논의는 현 경기후퇴국면의 장기화를 초래할 수밖에 없다. 더욱이 금융부문이나 정치권이나 공히 구태에서 벗어나길 거부하고 있다. 현 시점에서 긴축과 민영화 논의가 어떠한 결과를 가져다줄지는 명약관화하다. 분명 현 여건과 동떨어져 과거의 처방에 집착하는 한 상황개선은 기대하기 어렵다.

시장의 규율을 지탱하는 규제체계의 개편논의는 피상적이고 부분적인 개선노력에 머물고 있으며 핵심적인 차원의 개선은 논의조차 하지 못하고 있다. 그 이유는 지금까지 문제를 만들었던 주체들이 여전히 문제해결의 주체역할을 자임하고 있는데 있다. 따라서 현 금융시스템의 심각한 문제를 객관적으로 수정하고 시스템 운영의 주인들에게 정당한 결실을 돌려주기 위해서는 독립적이고 공정한 새로운 주체의 등장이 무엇보다도 절실하다. 이러한 새로운 그룹의 부상을 정치적으로 수용할 수 있는 가의 여부는 결국 사회구성원의 공감대에 달려있다.

한편 일부의 체제수정논의는 자칫 자본주의의 근간인 시장주의에 대한 반대적 입장으로 이어지곤 한다. 급여상한선, 주택압류완화노력 등은 이미 금융의 준사회화가 진행 중임을 시사한다. 무역정책이나 중국환율정책에 대한 강경한 태도는 신자유주의의 워싱턴 합의가 이미 상당히 퇴색했음을 반증하고 있다. 결국 이러한 조치의 핵심은 상황을 개선하기 위해 정부가 보다 적극적인 노력을 하는 것으로서 위기가 초래된 근본적인 체제상의 결함을 수정하려는 시도와는 거리가 멀다. 문제의 해결을 외부에서 찾는 시도는 결국 서민층의 부담으로 연결되기 쉽다.

우리가 좋은 균형으로 속히 수렴해 가기 위해서는 현 금융자본주의의 폐해를 시정하되 균형각을 유지하여 지속가능성을 제고하는 것이 필수적이다. 건전한 자본이 축적되어 유용하게 활용될 수 있는 기본 인프라 정비와 구축에 적극 나서야 한다. 저축을 늘리고 부채를 줄여가야 한다. 가계부문의 저축이 투자와 고용으로 연결될 수 있도록 금융의 기본을 되찾아야 한다. 이러한 노력 없이 기존 지도층에 의존하여 임시방편적 처방에 만족한다면 우리의 미래는 거둬들인 위기와 혼란 속에서 점차 어두워질 것이다. 결과적으로 잘못된 인센티브를 독점하고 있는 금융권 지배구조의 문제를 해결하지 못한 대가로 전세계 시민들이 엄청난 대가를 치르고 있는 것이다. 우리의 재원은 우리의 동의 없이 무의미한 뺄질처방에 동원될 것이고 귀중한 투자와 수익의 선순환 구조는 기대하기 어렵다. 지금이야 말로 우리는 미래를 좌우하는 중요한 기로에 와있으며 따라서 시장경제 참여자 모두의 솔직하고 용기 있는 결단이 필요한 때이다.

## ■ 참고문헌

- Amartya Sen (2009), "Capitalism Beyond the Crisis," *New York Review of Books*, Volume 56, Number 5.
- Campbell, John Y., Howell E. Jackson, Brigitte C. Madrian, and Peter Tufano (2011), "Consumer Financial Protection," *Journal of Economic Perspectives*, 25(1): 91-114.
- Christian Marazzi (2010), "The Violence of Financial Capitalism," MIT Press.
- David Easley and Maureen O'Hara (2009), "Ambiguity and Nonparticipation: The Role of Regulation," *Review of Financial Studies*, 22, 1817-1843.
- Hanson, Samuel G., Anil K. Kashyap, and Jeremy C. Stein. (2011), "A Macroprudential Approach to Financial Regulation," *Journal of Economic Perspectives*, 25(1): 3-28.
- Hyman Minsky (1982), *Can "It" Happen Again?*, New York: M.E. Sharpe, 94-95.
- J. Bradford De Long and Carlos D. Ramirez (1996), "Understanding America's Hesitant Steps Toward Financial Capitalism," UC Berkeley.
- John Bellamy Foster (2006), "Monopoly-Finance Capital," *Monthly Review*, 58, no. 7, 1-14.
- John Bellamy Foster and Robert W. Mc Chesney (2009), "Monopoly-Finance Capital and the Paradox of Accumulation," *Monthly Review*, Volume 61, Issue 05.
- John Maynard Keynes (1973), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan, 249.
- Jorge Nascimento Rodrigues (2009), "The End of Money Manager Financial Capitalism," Janela Na Web (<http://janelanaweb.com>).
- Joseph A. Schumpeter (1942), *Capitalism, Socialism and Democracy*, New York: Harper and Row, 90.
- Kaufman (2007), *The Road to Financial Reformation*, 174; Federal Reserve Board of San Francisco, FRBSF Economic Letter, January 19, 2007.
- Krishnamurthy, Arvind (2010), "Amplification Mechanisms in Liquidity Crises," *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(3): 1-30.
- L. Randall Wray (2009), "Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis," The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 578.
- McKinsey Report (2008), "Mapping Global Capital Markets," Fifth Annual Report.
- Mishkin, Frederic S. (2011), "Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis," *Journal of Economic Perspectives*, 25(1): 49-70.
- Ohanian, Lee E. (2010), "The Economic Crisis from a Neoclassical Perspective," *Journal of Economic Perspectives*, 24(4): 45-66.
- Paul Baran and Paul Sweezy (1966), "Monopoly Capital: An Essay on the American Economic and Social Order", Monthly Review Press; 1st Modern Reader Paperback Ed Edition.
- Paul M. Sweezy (1994), "The Triumph of Financial Capital," *Monthly Review*, 46, no. 2, 8.
- Peter Boone and Simon Johnson (2010), "Will the Politics of Global Moral Hazard Sink US Again?," The Future of Finance, LSE Report.
- R. Rajan, L. Zingales (2003), "Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity," Crown Business; 1st Edition.
- Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales (2001), *The Great Reversals: The Politics of Financial Development*

- in the 20th Century, NBER Working Paper No. 8178.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff (2008), "Is the 2007 US Sub-prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," *American Economic Review*, 98(2): 339-44.
- Richard Sylla (2006), "Schumpeter Redux: A Review of Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales's Saving Capitalism from the Capitalists," *Journal of Economic Literature*, Vol. XLIV, 391-404.
- Saskia Sassen (2009), Too Big to Save: The End of Financial Capitalism, [www.opendemocracy.net](http://www.opendemocracy.net).
- Shleifer, Andrei, and Robert Vishny (2011), "Fire Sales in Finance and Macroeconomics," *Journal of Economic Perspectives*, 25(1): 29-48.
- Stephen S. Roach (2009), "Whither Capitalism?," *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 21, no. 1. 24-27. Morgan Stanley.
- Taylor, John B. (2010), "Getting Back on Track: Macroeconomic Policy Lessons from the Financial Crisis", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 93(3): 165-76.
- Thomas I. Palley (2009), "America's Exhausted Paradigm," Washington, D.C.: New America Foundation, 32, [www.newamerica.net](http://www.newamerica.net).
- Vincent Reinhart (2011), "A Year of Living Dangerously: The Management of the Financial Crisis in 2008," *Journal of Economic Perspectives*, 25(1): 71-90.
- Woodford, Michael (2010), "Financial Intermediation and Macroeconomic Analysis," *Journal of Economic Perspectives*, 24(4): 21-44.