

세계금융혼란의 케인즈적 해석과 정책적 선택*

유 장 희 (대한민국 학술원 회원, 이화여자대학교 명예교수)

1. 서 론

최근 15년 동안 세계경제는 두 번의 큰 금융위기를 경험하였다. 1997년의 아시아 외환위기와 2008년의 세계금융위기가 그것이다. 전자는 주요 아시아 국가들의 성급한 성장정책으로 빚어진 과도한 부채중심의 경영이 급변하는 국제금융시장의 여건에 적응치 못하여 빚어진 것이며 후자는 뉴욕의 월가 중심의 투자은행들이 지나치게 확대된 레버리지에 의거 각종 불건전하고 불확실한 파생상품을 시장에 내어 놓았기 때문에 촉발된 것이었다.

이상의 두 번의 금융위기는 급속도로 진행되어온 시장의 글로벌화와 각국 금융시장의 자유화 추세에 빚어진 것으로서 어떤 인위적 정책의 실패 때문이라기보다는 시장 시스템 내부에 잠재해있던 조정기능의 불완전성 때문이라고 봐야 할 것이다. 특히 미국경제에 크게 의존하고 있던 브렛튼우즈 체제가 위기 관리에 미흡할 수 밖에 없다는 사실도 드러났다.

비록 실물부문에서 국제거래가 정상적으로 진행된다고 하더라도 금융시장에 교란현상이 일어나면 경제전체는 견잡을 수 없는 속도로 위기를 맞을 수 있다. 금융부문에 불확실성이 나타나면 대폭적 예금인출(bank run) 사태가 일어날 것이며 레버리지가 비정상적으로 확대된 금융기관은 부실을 면치 못할 것이다. 뿐만 아니라 몇몇 주요국의 금융질서에 위협성이 높아지면 환율에 급락 또는 급등 현상이 나타나 수출·수입은 물론 국가 전체의 채권·채무 수준에도 큰 변화가 일어날 것이다. 즉 경제 전반에 불균형 현상이 나타나는 것이다. 이러한 시장적 변화 때문에 필연적으로 각국의 재정정책, 통화정책의 수단이 동원 될 것이며 때때로 그 정책들의 강도가 적절치 못할 때

* 본 논문은 2011년 10월 21일 대한민국학술원 주최 국제회의에서 「세계경제의 재편성을 위한 정책적 선택」이라는 제목으로 발표한 논문을 재정리한 것임.

불균형은 심화 될 수 있다.

본 논문에서는 금융부문 불안으로 촉발된 세계경제의 불균형 확대 현상을 다루면서 부문간의 불균형 심화로 나타나는 충일효과(Spill-over Effect)를 파악하려 한다. 1980년대서부터 누적되었던 미국의 극심한 무역적자는 금융불안을 야기시켰고 미국 이외의 타 지역으로부터 막대한 자본 유입을 발생시켰다. 이는 이어서 미국 내 금융시장에서 자본거래를 통한 지나친 이익 경쟁의 원인이 되었으며 심지어 정부보조금을 무기 삼는 파생상품(예: 서브프라임 주택융자)이 등장하기에 이르렀다.

이 때문에 경제 내부에서는 신뢰가 무너지고 투기행위가 만연하여 예측하기 어려운 불균형 확대 현상이 나타날 수 있는 것이다. 세계 각국은 급기야 국제적 공조를 통하여 이러한 불균형, 불안정 현상을 타개하려고 노력하기 시작했으며 연거푸 열린 G20 정상회의가 바로 그것이다. 지금까지 논의된 각종 국제공조의 정책적 메뉴를 점검해보면서 이를 통해 과연 세계경제 안정을 위한 새로운 운영기재(governance)의 초점을 어디에 맞춰야 될 것인지를 찾아보는 것이 본 논문의 목적이다.

2. 브렛튼우즈(Bretton Woods) 체제의 한계

주요국들 간의 환율조정과 후진국 개발지원을 목적으로 1944년 출범한 브렛튼우즈 체제(IMF 및 World Bank)는 역사상 최초의 다자간 경제 및 금융협력 체제였다. 미국의 주도로 출범한 동 체제는 세계경제가 위기에 처할 때 긴급히 유동성을 마련하여 이를 극복하자고 하는 목적에 45개 참여국이 전적으로 동의하였으며 다음 네 가지 사항에 대해 공감대를 형성하였다.

첫째, 1, 2차 세계대전을 거쳐 오는 동안 혼란에 빠졌던 환율체계(변동환율제)를 개선하여 고정 환율제는 아니더라도 정부 간의 협의를 통해 비교적 안정적 화폐 가치를 상호간 유지하는 것이 좋다는 점에 의견의 일치를 보았다. 이른바 자국화폐의 액면가유지제도(par-value system)의 등장 이 그것이다.

둘째, 각국재무당국이 전통적 금본위제도로의 복귀는 원치 않으면서도 IMF와 각국 통화당국이 합리적이라고 평가할 수 있는 지불준비금은 확보하고 있어야 하겠다고 의견을 모았다는 점이다. 이 지불준비금을 기본으로 하여 국제적 대출 규모가 결정되도록 하는 장치이다.

셋째, 앞으로는 1930년대에 있었던 것 같은 경제 및 금융전쟁을 사전에 방지해야 되겠다는 점이다. 먼저 상품 및 서비스 교역에 연결된 외화거래에는 정부가 간여치 말되 자본거래에서 빚어지는 부작용(예: 핫마니)은 정부가 막을 수 있도록 하는 것이다.

넷째, 이러한 국제통화 질서를 관리하기 위해 UN산하에 영구기구로서 IMF를 설립할 것과 이의 운영에는 지분의 1/3을 소지한 미국이 주도적 역할을 담당할 것에 합의하였다.¹⁾

1) IMF의 성립 과정과 Bretton Woods System의 역사에 대하여 Benjamin Cohen, "Bretton Woods System",

이러한 브렛튼우즈체제 중심의 국제통화질서가 1980년까지는 그런대로 세계 금융시장의 안정성을 지탱하는데 어느 정도 역할을 했다고는 볼 수 있으나 위에서 요약한 IMF의 태생적 성격과 특징은 1990년대부터 세계금융질서의 모순을 치유하는데 한계를 드러내기 시작했다. 여기서 지적인 『한계』라 함은 세가지를 들 수 있다.

첫째는 동 질서가 미국에 지나치게 의존해왔다는 사실이다. 이 때문에 미국경제 자체가 때때로 불안정현상에 휩싸일 때 세계경제 전체가 휘청거릴 수 있는 가능성을 내포하고 있는 것이다. 즉 미국이 모순의 치유역할이 아닌 모순자체가 될 수 있다는 한계성이다.

둘째는 브렛튼우즈체제가 출범할 당시의 관심사는 환율안정과 무역의 순조로움이었다. 이 때문에 각국의 금융시장 내부에서 일어날 수 있는 투기적 거래의 부작용이나 상상을 초월하는 부실성과생상품의 등장으로 빚어지는 불확실성에 대해 점검할 수 있는 장치가 마련되어 있지 않았다는 점을 주시할 필요가 있다.

셋째는 IMF가 정부간 환율조정을 위하여 협의를 벌이기 위하여는 결정적인 불균형(Fundamental Disequilibrium)이 발견되어야 한다고 현장에 나와 있으나 과연 Fundamental Disequilibrium이 무엇인가에 대한 뚜렷한 정의가 없었다는 점이다. 이에 대한 뚜렷한 개념이 없이 어느 정부가 환율을 조정해야 하겠다는 시점을 어떻게 잡을 수 있다는 것인가? 이 때문에 대부분의 정부들은 자국화폐의 액면가치(par-value)를 고치지 않으려고 환율을 경직되게 운영하는 경향이 생겼고 이 때문에 유동성 부족이 확대되는 위험을 낳곤 했다. 이로부터 국제적 투기세력이 발호하는 결과를 낳은 것은 말할 것도 없다. 미국의 만성적 적자가 교정되지 않는 한 미국을 중심으로 한 「Fundamental Equilibrium」이란 기대하기 어려운 환경이 되어 버렸다.

브렛튼우즈체제가 2차 대전 이후 세계경제를 안정적으로 발전시키는데 큰 역할을 담당해 온 것은 사실이다. 또한 국제사회에 미국의 역할과 책임이 중요하다는 사실을 별 이론(異論)없이 심어 주는데 계기를 마련해주었다. 남은 문제는 세계 금융질서유지의 중심국가로서 미국이 양대 적자를 해소하면서 점차로 복잡하게 전개되어가는 세계금융질서를 혁신적으로 개혁함으로써 안정기조를 재창출할 수 있는가의 여부이다. 이에 대한 해답으로서 전 세계가 공동으로 노력하는 더 폭넓은 리더십의 형성이 지극히 필요하다는 공감대는 형성되었다고 본다. 그런데 이 같은 공동노력은 무엇보다도 미국 금융시장에서 약화된 신뢰, 확대된 불확실성, 그리고 일관성 없는 감독기능을 어떻게 다루어 나갈 것인가가 해결의 관건이라고 볼 것이다.

3. 2008년 이전의 세계금융시장의 추세

2008년 하반기에 발생한 세계금융위기는 그 발원지가 미국이었음에 이론을 다는 이는 없다. 세계경제의 큰 축이라고 볼 수 있는 미국발 금융위기였으므로 그 충격은 가히 세계적이었음은 피할

수 없었다.

미국발 금융위기의 근본 원인에 대해서는 논자에 따라 설이 분분하다. 그러나 초기에 금융위기를 촉발한 직접적 요인은 앞서서도 언급한 바 있는 1990년대 말과 2000년에 시작된 주택가격 폭등현상이라고 봐야 한다. 2006년에는 주택가격이 최고조에 달해 평상시 수준보다 50%를 초과하는 수준이었고 이 때문에 서브프라임 모기지론(sub-prime mortgage loan)이 확대되고 이어서 투기적 파생상품이 난무하였던 것이다. 즉 주택가격의 거품현상 때문에 경제적 능력이 미흡한 사람들도 “무조건 집을 사두면 손해 보는 일 없다”라는 심리에 휩싸이게 되었고 이들에게 금융기관들은 저리의 주택융자를 감행했던 것이다.

이러한 서브프라임 모기지론은 거의 규제를 받지 않았고 최초의 대부은행들(loan originators)도 주택시장의 활황현상에 영향을 받아 대부할 때 세밀한 점검도 하지 않았다. 채무자의 능력 검증은 물론 상환 스케줄 검토도 제대로 하지 않았을 정도이다. 이렇듯 위험성이 큰 주택대출이 제2 금융시장에서 증권화되어 거래될 때 금융감독 당국도 이의 위험도 측정에 별 관심을 갖지 않았다. 오히려 감독당국보다는 민간 신용평가기관들(S&P's, Fitch, Moody's 등)의 평가 보고서에 의존하는 경향이 있었고, 역설적으로 이들은 신용도를 높게 평가해주는 평가기관들에게 더 기대는 일까지 발생한 것이다. 2007년에 이르러서는 서브프라임 모기지론에 근거를 둔 증권 발행이 2001년에 비교할 때 90%가 증가했음을 알 수 있다. 금융시장의 부실이 내재하고 있었음을 금융당국은 파악하고 있었어야 했다.

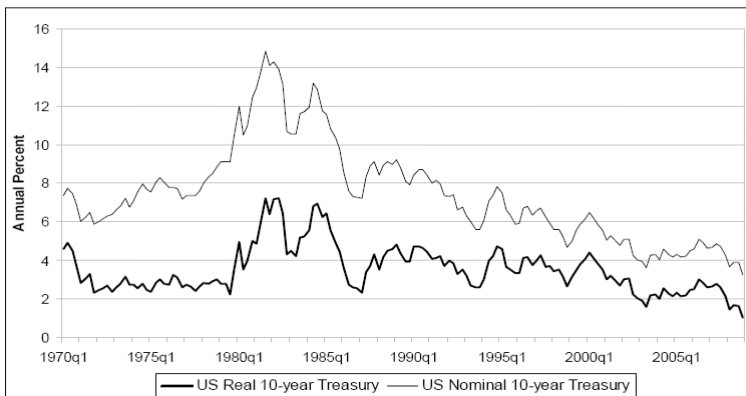
경기의 활황기가 끝나고 주택가격이 하락하기 시작하자 저소득층 주택 소유자들이 집을 처분해서도 빚을 갚지 못하는 사태가 발생했다. 이 때문에 제2금융권 은행들이 파산하기 시작했고 이는 금융권 전체에 위험을 확산시키는 결과를 낳았다. 이러한 위험 확산은 신규상품개발에 의해 확장되었던 금융산업 전체가 오히려 『신규상품』 때문에 불신을 당하는 사태까지 발생하면서 신규상품 개발에 앞장서 있던 리먼·브라더스의 파산에까지 이르렀던 것이다.

금융위기를 촉발한 이상의 직접적 원인 이외에도 미국 금융정책 당국의 정책오류도 많이 지적을 당하고 있다. 즉, 2002년도의 불황의 결과로 금융당국이 단기금리를 너무 낮게 유지한 것도 2003~2006 기간 중 주택가격의 급등을 초래했고 이것이 서브프라임 모기지의 기본 구상을 낳게 되었으며 계속해서 확대되는 결과를 초래하였다는 주장도 있다(Taylor, 2009).

또 하나의 간접적 요인으로 미국의 대외부채와 국제부문의 불균형을 거론하는 학자들도 있다. 특히 1997년~1998년에 있었던 아시아 외환 위기 이후 많은 국가들이 외환보유고를 늘리기 위해 수출흑자 기조를 밀고 나간 데 반해 미국은 이를 정책적으로 중화시키는 노력을 기울이지 않았다는 것이다. 이에 대해 미국의 자본계정에서 나타난 바와 같이 1990년에서 2005년까지 이어진 해외로부터의 자본유입(특히 중국으로부터)은 미국 내 실질금리를 저감시키고 이 때문에 미국 내에서 소비가 급등하고 저축은 급감하면서 동시에 금융시장에서 이윤율을 높이기 위한 각종 투기 행위가 확대되었던 것이다.

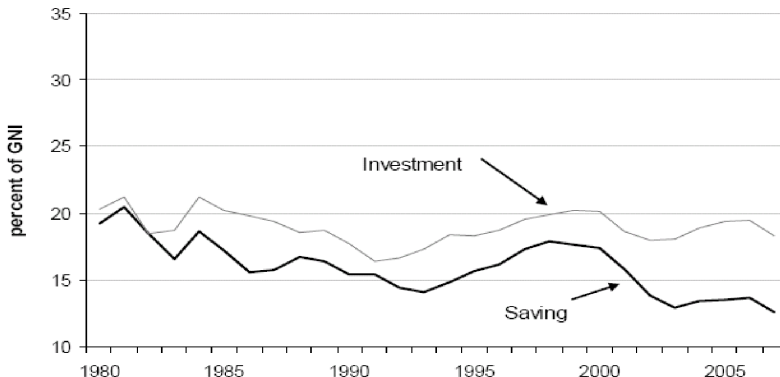
<그림 1>에서 1970~2008 기간 동안 미국의 국채이자율(실질 및 명목)의 추이를 보여주고 있으며 <그림 2>에서는 1980~2008 기간 동안 미국의 투자와 저축의 장기추세를 보여주고 있다. 두 그림에서 볼 수 있듯이 최근의 저금리현상과 낮은 저축 그리고 전반적으로 하향추세에 있는 기업투자는 금융기관으로 하여금 필연적으로 과거의 정상적 금융질서 하에서의 이윤추구가 아닌 “비정상적 신규상품”의 출시에 의한 투기적 이윤추구에 빠지도록 유도하였다. 이러한 금융시장에서의 분위기 때문에 금융기관의 결정권자들이 냉정하고 객관적인 위험도 점검을 철저히 하지 않았으며 금융기관들이 단기간에 큰 돈을 벌도록 하는 재무관리에 집착하도록 방치했다는 결론을 내릴 수 밖에 없다.

<그림 1> 미국의 국채이자율(실질 및 명목) 추이: 1970~2008



자료: Federal Reserve Bank of New York(2009) and Clark and Nakata(2008).

<그림 2> 미국의 투자와 저축의 장기추세: 1980~2008



자료: U.S. Federal Reserve and Bureau of Economic Analysis, and Bosworth and Flaaen(2009).

4. 케인즈의 불균형 이론²⁾

앞 2절에서 본 바와 같이 브렛튼우즈 체제는 세계 경제의 운용을 정상화 해 나감에 있어 세 가지 전제, 즉 미국경제가 안정을 지탱하는데 버팀목이 될 수 있다는 것, 금융시장이 투기적 거래에 크게 영향 받지 않는다는 것, 그리고 이른바 결정적 불균형(Fundamental Disequilibrium)은 IMF 기능으로 교정이 가능하다는 것 등을 전제로 하고 있었다.

그리고 3절에서 본 바에 의하면 최근 미국 경제는 1990년대 말과 2000년대 초에 나타난 주택 가격의 폭등현상에 의해 금융시장은 전례 없는 투기행위와 금융감독의 미흡, 그리고 미국경제전 전반이 저금리, 고소비, 저저축 현상과 외국자본의 국내유입에 크게 의존하는 경상수지 적자 현상에 오랫동안 휘둘려 왔다는 것을 보았다. 다시 말해서 브렛튼우즈 체제가 우려했던 결정적불균형(Fundamental Disequilibrium) 상태가 너무 오래 지속되어 왔다는 데에서 오늘날 세계경제 전반의 불안정, 불확실성이 확대되고 있음을 알아내었다.

이러한 경제전반의 불균형 상태를 이미 1930년대 초에 인지하고 이를 치유할 수 있는 정책적 대안을 제시한 사람이 케인즈(J.M. Keynes)이다. 그는 일반이론(The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936)에서 현실적으로 시장경제를 신 고전학파들이 주장하는 바와 같이 가격이 유연하게 즉각적으로 변함으로써 불균형이 없어지고 단기간에 균형점을 찾아 안정된다는 경우는 드물고, 오히려 물가, 임금, 이자율 등 가격변수의 경직성과 현존하는 제도적 한계성, 그리고 정보의 제약 때문에 시장의 불균형이 존재하는 상황하에서 거래가 이루어지고 있는 것이 더욱더 현실적이고 일반적인 현상이라고 주장했다. 왈라스(Walras)가 주장한 암중모색가설(tatonnement process), 즉 균형가격에서만 거래가 성립한다는 시장조정 과정은 현실적으로 타당치 않다는 것이다.

왈라스(Walras)의 암중모색가설(tatonnement hypothesis)에 최초로 이의를 제기한 학자는 히크스(J. Hicks)다. 그는 개인들이 맨 처음 접한 가격이 균형가격인지 확신이 서지 않더라도 주어진 여건 하에서 가장 현실적인 가격이라고 믿고 거래를 맺는 경우가 허다하다는 것이며 이 때의 가격을 균형가격과 차별화하기 위해 오인가격(false price)이라고 불렀다.³⁾ 오인가격 하에서 거래가 이루어질 수 있으므로 시장에서 수요나 공급 중 어느 한 쪽이 그 가격 하에서 초과수요나 초과공급이 일어날 수 있는 것이다. 따라서 만족되지 못한 수요나 공급이 있는 만큼 개인의 예산에 차질이 발생하며 남은 예산은 타 시장에서 전용될 수 밖에 없는 것이다. 이 때의 거래를 오인거래(false trading)라고 한다.

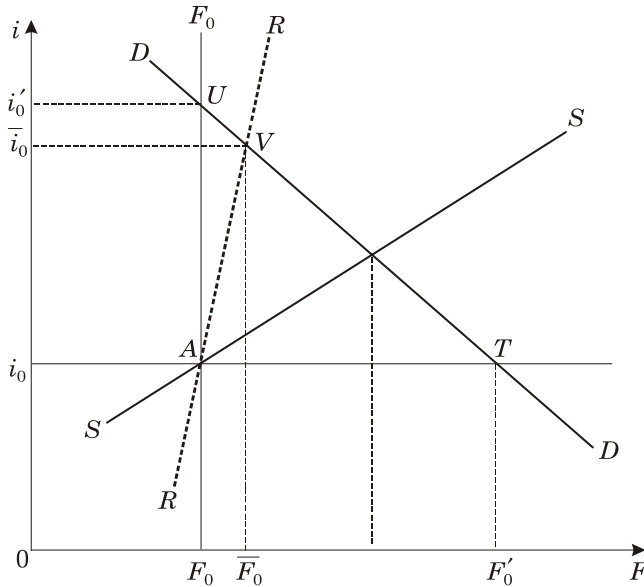
케인즈가 금융시장 조정과정을 신 고전학과와 차별화 한 것을 요약하면 <그림 3>과 같다. 신 고전학과와 달리 케인즈는 단기에 이자율은 사전에 주어지고 자금의 재고에는 약간의 여유가 있

2) 이 절에서 쓰여지고 있는 불균형모델은 Ott-Ott-Yoo(1975)에서 제시한 모델에 기초하고 있다.

3) Hicks, J., *Value and Capital*, New York, Oxford, 1939.

다고 보았다.

〈그림 3〉 Keynes 류의 오인거래 개념도



i_0 는 금융기관의 사전이자율이고 $0F_0$ 는 동 이자율 하에서 금융기관이 공급할 수 있는 자금량이다. 단기에 가령 금융기관이 자금여유가 있어 시장수요에 어느 정도 응답할 수 있다고 한다면 자금의 공급곡선 F_0F_0 보다도 약간 탄력적인 RR 이라는 공급곡선을 상정해 볼 수는 있으나 이자율이 i_0 로 사전에 결정되어 있는 한 공급량은 $0F_0$ 에 한정되어 있을 것이다. 수요자들은 $0F'_0$ 라는 자금량을 원할 것이므로 $F_0F'_0$ 이라는 초과수요가 단기에 발생한다 금융기관은 이를 감지하고 이자율을 올리되 최근 금융시장의 관행이 그렇듯이 단기에는 고정되어 있고 장기(다음기간)에만 이자율을 올리면서 자금도 더 많이 공급할 수 있을 것이다. 즉 SS 라는 선이 금융시장에서 장기에서나 발견할 수 있는 공급곡선이 된다.

비록 간단한 그림이지만 이 그림은 다음 세가지 현실적인 시장형태를 극명하게 나타내주고 있다. 즉 (1) 단기에는 앞서 제시한 제도적 경직성, 정보의 미흡, 시장 조정 기능에 대한 불신, 균형을 기다릴 수 없는 투기적 매매 등 때문에 가격변수가 자유스럽게 변화되지 못하고 수량이 유동적이다, (2) 거래는 시장 균형가격이 아닌 사전 제시된 가격(ex ante price)에서도 상당량 이루어지고 있다. 즉, 오인거래(false trading)가 나타난다, (3) 시장에서는 항상 초과수요나 초과공급이 존재하기 마련이므로 수요와 공급이 단기간에 맞아 떨어진다는 균형이론은 더 이상 현실적이지 못하다. 따라서 금융시장에서 나타난 초과수요나 초과공급과 연결된 미실현 소득(자금)은 어떤 형태

로든지 다른 시장(상품 및 노동 시장)으로 이전될 가능성이 있으며 따라서 충일효과(充溢效果: Spill-over Effect)가 늘 나타나고 있다.

충일효과가 나타난다는 사실은 경제전체에 적지 않은 불확실성을 야기시킨다는 점에서 종래의 신 고전학파적 시장조정이론에 개정을 불가피하게 하고 있다. 불균형-충일효과-불확실성 확대의 인과관계는 필연적으로 시장질서의 근본이 되는 신뢰(trust)에 타격을 가하게 되며 이것이 더욱 확대된 이익경쟁과 투기행위를 불러일으킬 수 있는 것이다.

여기서 충일효과가 나타날 때의 거시경제적 상황변화와 그로 인한 정책적 대안 및 그 효과를 분석해보기로 한다. 케인즈가 주장한 바와 같이 시장에서의 거래가 균형가격이 아닌 불균형 가격 즉 오인가격(false price)에서 이루어진다면 시장 참여자들의 수요는 가격과 실현소득(realized income, 균형에서 얻어지는 개념적 소득이 아닌)의 함수라고 볼 수 있다. 따라서 충일효과는 시장 참여자들의 의증거래량과 실현거래량의 차이 때문에 나타나는 일종의 소득효과라고 볼 수 있다. 우선 경제 내에 세 개의 시장이 (A,B,C) 존재한다고 가정하자. 그리고 한 개인이 그의 효용함수에 의거 C財를 판돈으로 A財를 Q_A 만큼, 그리고 B財를 Q_B 만큼 사고 싶다고 가정하자. 그런데 C시장에 어떤 이유에서든 불균형(초과공급)이 존재하고 따라서 그의 실현 소득이 기대소득(의증소득)에 못 미친다고 가정하자. 이러한 가정이 사실이라면 이 개인은 당초 원했던 Q_A 나 Q_B 를 구입할 수 없을 것이고 그것보다 적은 $Q_{A'}$ 및 $Q_{B'}$ 만큼 밖에 구입하지 못할 것이다. 이렇게 되면 A시장과 B시장도 따라서 초과수요 현상에 직면할 가능성이 있는 것이다.

이상의 개념 하에서 충일효과(Spill-over effect)가 나타났을 때의 거시모형을 구성하여 보자. 편의상 개념수요(notional demand)와 유효수요(effective demand)라는 용어를 도입해본다. 전자는 시장참여자들이 당초에 의증에 갖고 있던 계획된 수요(또는 기대수요)를 말하고 후자는 시장에서 실제로 나타난 수요(realized or actual demand)를 말한다. 물론 공급의 경우도 개념공급과 유효공급이라는 용어를 같은 목적으로 쓸 것이다.

이제 한 경제에 3개의 시장이 존재한다고 가정한다. 즉, 상품시장, 금융시장, 노동시장이 그것이다. 우선 다음과 같은 변수를 상정해 본다.

p = 상품가격

i = 이자율

w = 실질임금

Mo^H = 가계가 보유한 초기 통화 보유량

Mo^F = 기업이 보유한 초기 통화 보유량

$Mo = Mo^H + Mo^F$ (초기통화 보유량)

$\frac{Mo^H}{p}, \frac{Mo^F}{p}$ = 실질통화 보유량

C^d, B^d, N^d = 상품, 금융, 노동시장에서의 개념수요

C^s, B^s, N^s = 상품, 금융, 노동시장에서의 유효수요

$b^s, b^d = B^s, B^d$ 의 실질가치

C^t, B^t, N^t = 충일효과 때문에 나타난 이전수요(transferred demand)

y = 실질소득

상품, 금융, 노동시장에서의 초과수요(Excess demand: ED) 방정식을 구성한다면 다음과 같다.

$$ED_c = C^d(p, i, w, \frac{No^H}{p}, y) - C^s(p, i, w, \frac{No^F}{p}, y) + C^t(p, i, w) \quad (1)$$

$$ED_B = b^d(p, i, w, \frac{No^H}{p}, y) - b^s(p, i, w, \frac{No^F}{p}, y) + b^t(p, i, w) \quad (2)$$

$$ED_n = N^d(p, i, w, \frac{No^H}{p}, y) - N^s(p, i, w, \frac{No^F}{p}, y) + N^t(p, i, w) \quad (3)$$

종래의 균형거시모델과 충일효과가 있는 거시모델의 차이는 바로 위에 세 방정식에서 보는 바와 같이 세 번째 변수 즉 C^t, b^t 및 N^t 의 존재이다. 이들은 가격변수, 즉 p, i 및 w 의 함수로 표시되었는데 그 이유는 충일효과가 거래시점에서의 가격들이 오인가격들(false prices)때문에 나타난다고 가정했기 때문이다. 충일효과로 인한 이전수요 방정식을 다시 쓰면

$$C^t = C^t(p, i, w)$$

$$b^t = b^t(p, i, w)$$

$$N^t = N^t(p, i, w)$$

여기서 가격변수의 변동에 따른 충일효과의 부호(sign)를 상정한다면

$$\begin{aligned} \frac{\partial C^t}{\partial p} &\leq 0 & \frac{\partial C^t}{\partial i} &\geq 0 & \frac{\partial C^t}{\partial w} &\leq 0 \\ \frac{\partial b^t}{\partial p} &\leq 0 & \frac{\partial b^t}{\partial i} &\geq 0 & \frac{\partial b^t}{\partial w} &\leq 0 \\ \frac{\partial N^t}{\partial p} &\leq 0 & \frac{\partial N^t}{\partial i} &\geq 0 & \frac{\partial N^t}{\partial w} &\leq 0 \end{aligned} \quad (4)$$

라고 볼 수 있다.

우선 상품시장과 금융시장간의 가격변동이 어떻게 일어날 것인지를 분석해 보기 위해 일단 노동시장은 항상 균형 상태에 있다는 단순가정을 도입해본다. 이 가정 하에서 금융시장이 초과수요(EDB)에 있을 때와 초과공급(ESB)에 있을 때를 먼저 보기로 한다. EDB를 상정할 때 위의 방정식 (1)을 다음과 같이 쓸 수 있다.

$$C^d(p, i, w, \frac{Mo^H}{p}, y) = C^t(p, i, w) + C^s(p, i, w, \frac{Mo^f}{p}, y) \quad (5)$$

즉, 금융시장이 초과수요를 보이고 있으므로 총일효과가 상품시장에 미쳐 C^t 가 정(正)의 함수가 된 것이다. 방정식 (5)를 전미분하고 재정리하면 다음 관계식을 얻을 수 있다.

$$\frac{di}{dp} = \frac{(Cp^s - Cp^d - Cp^t) - Cm^s(\frac{Mo^F}{p^2}) + Cm^d(\frac{Mo^H}{p^2})}{Ci^d - Ci^s + Ci^t} \quad (6)$$

여기서 $Cm^d = \partial c^d / \partial (\frac{Mo^H}{p})$ 및 $Cm^s = \partial c^s / \partial (\frac{Mo^F}{p})$ 으로 약식으로 표기하였다. 관계식 (6)에서 부호를 상정한다면

$$\begin{aligned} Cp^s &> 0, \quad Cp^d < 0, \quad Cm^s < 0, \quad Cm^d > 0 \\ Ci^d &< 0, \quad Ci^s > 0, \quad Ci^t \geq 0, \quad Cp^t \leq 0 \end{aligned} \quad (7)$$

(7)의 부호관계가 맞는다면

$$|Ci^d - Ci^s| \begin{cases} \leq \\ > \end{cases} Ci^t \text{에 따라서 } \frac{di}{dp} \begin{cases} > \\ < \end{cases} 0 \quad (8)$$

이 될 것이다.

반대로 금융시장이 초과공급(ESB) 상태에 있다면 C^t 함수가 부(負)가 될 것이므로 방정식 (5)는 다음과 같이 변경될 것이다.

$$C^d(p, i, w, \frac{Mo^H}{p}, y) = C^s(p, i, w, \frac{Mo^f}{p}, y) - C^t(p, i, w) \quad (9)$$

관계식 (9)를 전미분하고 정리하면

$$\frac{di}{dp} = \frac{(Cp^s - Cp^d) - Cm^s(\frac{Mo^F}{p^2}) + Cm^d(\frac{Mo^H}{p^2}) + Cp^t}{Ci^d - Ci^s + Ci^t} \quad (10)$$

여기서 $Cp^t \leq 0$ 일 것이므로 관계식 (10)의 분모는 분명히 부(負)의 가치를 가질 것이다. 그러므로

$$(Cp^s - Cp^d) - Cm^s(\frac{Mo^F}{p^2}) + Cm^d(\frac{Mo^H}{p^2}) \leq |Cp^t| \text{에 따라서 } \frac{di}{dp} \geq 0 \quad (11)$$

이 될 것이다.

관계식 (6)과 (10)은 금융시장이 초과수요와 초과공급 상태에 있을 때 이로부터 상품시장이 어떤 영향을 받느냐를 보인 것이므로 다음 표에 나타난 바와 같은 6가지 가능성을 도출할 수 있을 것이다.

〈표 1〉 금융시장이 불균형일 때 상품시장에 미치는 효과 ^{*,**}

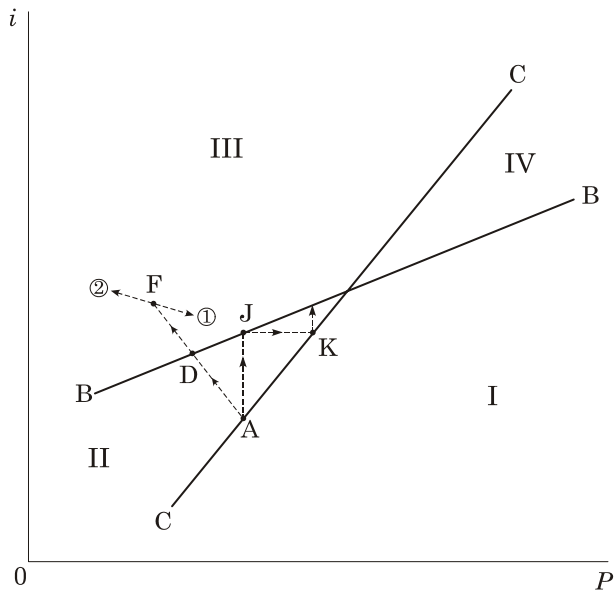
	총일효과가 없었던 때의 $Ci^d - Ci^s$ 또는 $Cp^d - Cp^s$ 의 절대값에 비하여	금융시장이 초과 수요일 때 di/dp 의 부호(방정식 6)	금융시장이 초과 공급일 때 di/dp 의 부호(방정식 10)	비 고
(1)	Ci^t 작을 경우 Cp^t 작을 경우	-	-	고전케이스
(2)	Ci^t 작을 경우 Cp^t 같을 경우	-	0	
(3)	Ci^t 작을 경우 Cp^t 클 경우	-	+	상품시장주도
(4)	Ci^t 클 경우 Cp^t 작을 경우	+	-	금융시장주도
(5)	Ci^t 클 경우 Cp^t 같을 경우	+	0	
(6)	Ci^t 클 경우 Cp^t 클 경우	+	+	케인즈 케이스

* 위의 6가지 케이스 중 2008년 금융위기가 발생했을 때 어느 것이 미국경제(혹은 세계경제전반)에 가장 가까운 것 인가는 판단하기 어렵다. 그러나 금융시장에서의 불균형 상황이 극히 심각했던 것을 고려하면 금융시장으로부터의 총일효과가 컸을 것이라고 짐작할 수 있으며 따라서 (6)번이 당시의 상황에 가장 근접했다고 가정할 수 있다.

** <표 1>은 Ott-Ott-Yoo(1975)의 p. 354에 실린 Table 19-1을 그대로 옮겨 놓았음을 밝힌다.

금융위기를 당했을 때 실물부문에 어떤 영향을 받을 것인가가 우리의 관심사이므로 불균형이 “위기”의 수준이라면 마땅히 위 <표 1>에서 (6)번, 즉 케인즈 케이스가 주시해야 할 경우일 것이다. 이를 그림으로 표시하면 <그림 4>와 같다.

<그림 4> 케인즈 케이스일 때의 불균형 조정 가능성



위 그림에서 표시한 I, II, III, IV 지역(area)은 각각 다음의 경우를 나타낸다.

- I 지역: ESB 및 ESC (채권시장 초과공급, 상품시장 초과공급)
- II 지역: ESB 및 EDC (채권시장 초과공급, 상품시장 초과수요)
- III 지역: EDB 및 EDC (채권시장 초과수요 및 상품시장 초과수요)
- IV 지역: EDB 및 ESC (채권시장 초과수요 및 상품시장 초과공급)

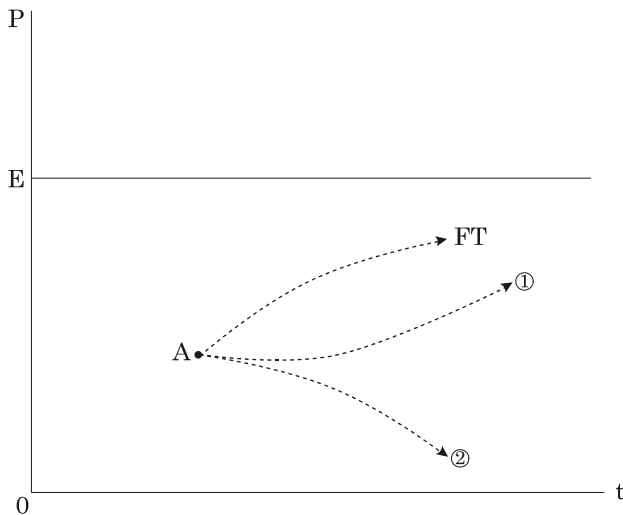
케인즈 불균형 모델의 조정과정을 예시하기 위해 위 그림에서 초기의 경제상황이 A점에 있다고 가정하자. 상품시장은 균형상태이나 채권시장은 초과 공급상태(채권이 초과 공급되거나 또는 부채가 과도한 수준)에 있는 경우이다. 현 상태에서 이자율이 보통 때(균형수준: E점)보다 훨씬 아래에 있으므로 2008년의 상황이 이에 해당한다고 보겠다. 만일 충일효과가 그리 크지 않은 상황이라면 적절한 금융정책으로 이자율을 높여 BB선에 이르도록 하고(J점), 이는 곧 상품시장에서의 초과수요를 유발할 것이다. 정상적인 경우 상품시장에서의 초과수요는 가격을 상승시킬 것이므로 그림에서 K점으로 시장은 조정해 나갈 것이다. 이 과정이 반복되어 시장은 점진적으로 균형(E점)

에 도달할 것이다.

그러나 이상과 같은 미세조정(fine tuning)은 쉬운 일이 아니며 정책은 적정수준에 비해 과다하거나(overshooting) 혹은 미진하거나(undershooting) 할 경우가 대부분이다. 더구나 총일효과가 $Ci^d - Ci^s$ 또는 $Ci^p - Cp^s$ 의 절대값보다 큰 경우가 케인즈가 염려했던 “불안정한” 불균형 상태이므로 현실에서는 A→J→K.....→E로의 과정이 순조롭게 나타나지 않을 수 있다. 우선 A점에서 총일효과가 시장조정 과정을 흐트러 놓을 수 있다는 가정을 세워보자. A점은 금융시장(채권시장)의 초과공급을 나타내므로 이자율은 상승하겠으나 채권시장의 불균형 때문에 현상이 나타나 상품시장에서 가격 상승을 못하게 할 뿐만 아니라 Ci^t 의 절대값이 $Ci^d - Ci^s$ 의 절대값보다 커서 상품시장에서 가격 하락 현상이 일어날지도 모르는 일이다. 즉 시장은 A점에서 D를 거쳐 F점으로 이행할 수도 있다. 특히 금융정책이 긴축 일변도로 갈 때에는 이런 일이 발생할 수도 있다. 만일 시장이 F점에 이른다고 가정했을 때 경제는 III지역 즉 EDB 및 EDC에 있으므로 이자율은 떨어지고 가격은 올라가는 ①의 방향으로 움직일 것이나 여기서 또다시 총일효과가 기존효과보다 절대치에서 클 경우 그 반대방향 즉 ②의 방향으로 이행할 수도 있는 것이다. 즉 경제는 불균형 확대의 길로 갈수도 있는 것이다.

이렇듯 총일효과가 시장전체에 어떤 영향을 미치느냐가 중요하므로 경제전체가 균형점(E)으로 지속적으로 조정해 나갈 것이냐에 대한 판단은 쉽게 내리기가 어렵다. 따라서 A점으로부터 균형점(E)으로 이행하기 위한 통화정책은 II지역 내에서 이루어지도록 절제되고 신중한 것이라야 할 것이다.

〈그림 5〉 정책내용과 총일효과가 가져올 수 있는 여러 가지 시장조정의 가능성



<그림 5>에서 시장의 움직임을 세가지 가능성으로 보여주고 있다. <그림 4>에서 초기의 A상황이 적절한 경제정책(Fine Tuning)에 의해 균형 E점으로 조정되는 과정을 가격(p)과 시간(t)의 관계만으로 보일 때 화살선 FT에 해당한다고 보겠으며 <그림 4>의 ①의 조정과정은 화살선 ①로, 또 ②의 조정과정은 화살선 ②로 표시될 수 있다. 즉 정책의 실수가 클 때 경제는 ②의 방향으로 추락할 수 있음을 보여 주는 것이다.

이를 실증적으로 보이기 위해 계량경제학적(econometric) 모델을 설정해 보려고 했으나 실제거래량과 오인거래량, 실제초과수요(또는 공급)와 총일수요(또는 공급) 등을 거시적 차원에서 계량화할 수 없기 때문에 여기서는 최근 40여 년간 미국의 거시경제적 상황을 활용하여 불균형이 조절되는 모습을 보기로 하였다.

먼저 <그림 4>에서 예시한 A점, 즉 실물시장은 균형상태에 있으나 금융시장이 불균형 상태에 있을 때 II지역을 넘지 않는 범위 내에서 재정 정책이나 통화정책을 써야 균형점 E로 순조롭게 접근할 수 있을 것이며 그렇지 않고 정책이 과다(overshooting)할 경우 쉽게 III지역으로 일탈할 수 있으며 이는 곧 불균형을 확대하는 결과를 초래할 수 있다는 것을 보이는 것이다.

지난 40여 년 동안 미국에서는 7번의 불균형(불황)이 있었다. <표 2>에서 통화정책(통화량증가율)의 크기와 정책시행 이후에 경제가 정상화될 때까지 걸린 기간의 크기를 비교해 보았다. 7번의 불황 중 통화정책이 온건(moderate)했을 때의 경우는 경제가 정상 수준으로 회복하는데 비교적 짧은 기간을 요했음에 반해 통화정책이 급하고 과격했을수록 불황 탈출에 오랜 시간이 걸렸음을 확인할 수 있었다.

<표 2> 주요 불황시 통화정책과 거시경제효과(미국의 경우)

Recession Period	Growth Rate of Money Supply between Beginning of Recession and End of Recession (%)	Length of Recession (months)	Remarks (Episodes)
70-71	3.0 → 13.2	long(11)	Stagflation persists
74-75	5.2 → 13.0	long(12)	'73 Energy Crisis, stagflation
80-81	8.6 → 9.7	short(6)	'79 Energy Crisis
82-83	7.9 → 12.5	long(12)	S&L Crisis, Federal Recovery Tax Act
90-91	2.5 → 5.0	short(6)	Black Monday, Eastern Europe+Latin America Reform
2001-02	6.0 → 10.4	short(6)	9-11 Terrorism
2008-09	6.0 → 24.5*	long(14)	World Financial Crisis

* 2008년 12월에서 2009년 2월까지.

자료: Economic Report of the President, Monetary Policy Report to the Congress, Board of Governors, Federal Reserve System 등의 해당호.

다만 예외적으로 2001~2002년 사이에 비교적 급격한 통화량 증가가 있었음에도 불구하고 불황이 또다른 불황으로 일탈되지 않고 비교적 빠른 시일 안에 경제가 정상을 되찾은 것으로 나와 있는데 이는 불황의 원인이 경제적 원인이었기보다는 9-11 테러에 의한 심리적 원인이 컸기 때문에 과도한 통화정책이었다 하더라도 시장질서에는 큰 영향을 미치지 않았기 때문이었다고 추정된다.

여기서 추리할 수 있는 정책적 권고사항이 있다. 즉 2008년 세계금융위기 이후 미국의 연방은행은 양적완화정책(quantitative easing)이라 하여 1차에 1조 7천억 달러, 2차에 6천억 달러에 이어서 이와 비슷한 수준의 3차 정책을 기획하면서 통화공급정책을 집행하고 있는데 이것이 다분히 적정선을 넘어 과다한 통화정책으로 치달을 수 있는 가능성이 충분히 있다.

이상을 요약하건대 케인즈의 불균형 이론을 원용해볼 때 금융 시장 내에 정보의 불완전, 거래질서의 혼란, 감독기능의 부실, 그리고 시장참여자들의 심리가 불안할수록 시장의 불확실성이 증대하고 따라서 투기행위, 탐욕 등의 이상 현상이 발생한다. 이로 인한 오인가격(false price) 및 오인거래(false trading)가 발생하며 이 때문에 개념수요(notional demand)와 실질수요(realized demand)의 차이가 발생하며 총일효과(spill-over effect)가 나타난다. 한 시장에서 발생한 총일효과를 필연적으로 타 시장에 이전수요를 발생시키며 때때로 이전수요의 크기는 총일효과가 없었던 원래의 정상적 시장에서 나타날 초과수요 또는 초과공급보다도 클 수가 있다. 이때 정부가 내놓는 통화정책(또는 재정정책)은 이전수요를 감안하지 않았기 때문에 흔히 미진(undershooting)하거나 과다(overshooting)할 수가 있다. 정책 자체가 불균형을 확대할 가능성이 있는 것이다.

2008년에 있었던 금융위기가 다분히 위 모델에서 설명하고 있는 상황과 맥을 같이 하고 있음이 Rajan(2010)에 잘 강조되어 있다.⁴⁾ 세계 경제의 위기는 미국에서 시작된 금융시장의 불균형으로부터 촉발되었는데 이는 단순히 금융시장자체에서의 불균형이라기 보다는 오랫동안 적체되었던 미국 경제내의 불균형 즉 저축과 투자의 불균형, 소득분배의 불균형, 수출과 수입의 불균형이 정치적 압력으로 변형되었고 이것이 정부의 지나친 정책(특히 easy-credit policy)에 의해 금융시장 내에 불확실성 증대, 위험도 증대, 투기행위 확대, 도덕적 해이 등의 현상을 만들어 내었다는 것이다. 미국 내의 이러한 불균형 현상은 세계화 시대에 빠른 속도로 전 세계적으로 번져나가 유럽, 중남미, 심지어는 동아시아에까지도 바람직스럽지 못한 경향을 미치고 있다는 것이다.

금융시장의 불균형 가능성을 더욱 극명하게 강조한 전문가도 있다. 즉, 오늘날 금융인들은 위험한 사람들이라는 것이다. 특히 투자은행업은 도박게임과 다름없다. 과대망상증 환자와 정신이상자들이 거품을 만들었다. 컴퓨터로 각종 장난을 치는 이들이 금융시장에서 활동하도록 방치하는 것은 “생쥐들을 공간에 풀어놓은 것이나 다름없다”. 엄격한 금융 규제가 필요하다라고 설파하고 있다.⁵⁾

4) R. Rajan 저, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press, 2010.

Roubini와 Mihm(2010)은 오늘날 세계경제가 균형이론하고는 전혀 맞지 않는 불균형, 불안정한 상태에 놓여 있다고 지적하였다. 미국뿐만 아니라 멕시코, 태국, 브라질, 파키스탄 및 아르헨티나에서 일어나고 있듯이 금융시장이 비이성적 요동(irrational exuberance)에 의해서 영향받고 있으며 모두가 허황된 이윤 극대화를 쫓고 있는데 이것을 방지하면 불균형이 확대되어 대재앙(cataclysm)으로 발전할지 모른다고 지적했다.⁶⁾

오인 가격에 의한 오인거래가 평상시에도 흔히 일어나는 일이라는 희스의 주장은 케인즈의 불균형 이론을 가장 먼저 인정하면서 신 고전학파의 일반균형이론이 정태분석적 틀에서 시장의 조정기능을 단순화한 것임을 지적한 최초의 현대이론이라고 볼 수 있다.

이러한 오인거래가 평소의 수준을 넘어 과도하게 확대되는 경우를 다시 정리하면: (1) 실물 부문에서 불균형이 클 때 (2) 정부의 정책에 불확실성이 클 때 (3) 금융시장이 여러 가지 원인에 의해 교란될 때 (4) 불균형을 악용하려는 투기 심리가 확산되어 있을 때 (5) 시장질서를 유지하기 위한 감독기능이 미비할 때 (6) 시장의 참여자들 간에 신뢰가 붕괴될 때 등이다.

5. 서울 G20 정상회의와 개혁과제

이상에서 분석한 2008식 경제불균형 현상은 신 고전학파에서 주장한 암중모색가설(tatonnement process), 즉 시장의 자율조정기능에 의해 시장은 균형점에도 도달하며 균형가격이 형성된 시점에서 거래가 이루어진다는 주장은 최근의 불균형 확대를 설명할 수가 없으며 케인즈의 불균형 이론이 오히려 현실에 접근하고 있다는 것을 보았다. 즉, 시장에서의 거래는 각 부문에 존재하는 불균형 상황하에서도 이루어지며 이때의 가격을 오인가격(false price), 이때의 거래를 오인거래(false trading)라고 불렀다. 이러한 현실적 감각으로 찾아낸 총일효과(spill-over effect)를 어떻게 다룰 것이냐가 경제정책의 성공여부가 결정된다는 것을 보았다.

과거와 달리 한 국가에서 발생한 금융시장의 불균형 현상이 순식간에 전세계로 퍼져나가 세계 경제전반의 불균형을 촉발하고 이어서 이를 확대시키는 부작용을 낳고 있다. 먼저 2008년의 세계 금융위기의 근본원인을 파악한다면 앞서 제 3절에서 설명된 바와 같이 ① 실물경제에서 불균형누적 ② 정책적 불확실성 ③ 금융시장 질서의 교란 ④ 투기행위의 확산 ⑤ 금융감독체제의 미비 ⑥ 시장전반에 나타나고 있는 신뢰의 상실 등을 들 수 있다.

이러한 문제점들을 개선하기 위하여 통상적인 재정정책이나 통화정책은 한계를 드러낼 수 있음을 앞의 IV절에서 보았다. 정책은 다분히 과도하거나 미진할 가능성이 크며 따라서 불균형이 심화되는 역작용을 가져 올 수 있다. 앞으로의 금융위기 정책은 전통적 경제정책 (재정정책, 통화정책)

5) "Interview with Charlie Munger, Vice Chairman of Berkshire Hathaway," JoongAng Sunday, 2011. 7. 3~7. 4, p. 25.

6) Roubini, N., and S. Mihm, *Crisis Economics: A Crash Course in the Future*, The Penguin Press, New York, 2010.

보다는 시장의 신뢰를 회복하고 질서교란 요인을 제거하며 감독기능을 강화하는 제도적(institutional) 개혁에서 찾아야 할 것이다.

2009년 워싱턴에서 시작된 G20 정상회의는 바로 이러한 근원적 원인을 제거하기 위한 리더십을 보였으며 그 방향으로 런던-피츠버그-토론토-서울로 이어지는 G20 정상회의에서 많은 정책적 대안을 내어 놓았다고 본다.

i) 실물부문에서의 불균형축소 방안

서울 G20 정상회의에서는 경상수지의 불균형을 축소시키기 위해 자유무역의 원칙을 지키면서 평가지표(indicator)를 설정하여 상품, 원자재, 서비스의 모든 부문에서 가이드라인을 제시하는 정책을 내놓았다.

ii) 정책적 불확실성을 제거하는 방안

공공부채와 재정적자, 민간저축률과 민간부채, 무역수지, 순투자소득, 이전수지 등을 항상 점검하고 환율정책, 재정정책, 통화정책, 기타정책들을 투명하게 발표하고 시행한다.

iii) 금융시장 질서의 교란방지

시장교란적인 자본이동억제, 기축통화를 보유한 선진국들의 과도한 변동성 지양, 무질서한 환율변동경계 등을 위해 국제통화제도(IMS)를 설치·강화한다. 특히 IMF의 감시활동(surveillance) 강화를 계속 논의해간다.

iv) 투기행위의 확산방지책

장외 파생상품 시장을 정밀 검토하고 신용평가사들의 무책임한 평가행위를 감시하며 금융감독기구의 권한과 책임을 분명히 하며, 국제적으로 중요한 금융기관(G-SIFI)을 선정, 관리감독을 강화한다. 또한 채권자손실부담(bail-in)을 포함한 손실흡수방안을 고안한다.

v) 금융감독체제의 재정비

국제적으로는 IMF에 각국의 통화정책을 주기적으로 점검 감독하는 기능을 부여하고 국내적으로는 바젤(III)에서 합의된 은행규제 기준을 철저히 이행토록 각국의 금융감독기관을 독려한다. 특히 G7 재무장관회의에서 의해 1999년 설립된 FSB(Financial Stability Board)의 구체적 권고안을 각국이 철저히 이행토록 하며 그 결과를 매년 개최되는 G20 정상회의에서 발표한다.

vi) 시장 신뢰의 회복

2008년 미국금융시장의 혼돈으로 인해 촉발된 세계금융위기는 전세계 금융시장에서의 신뢰수준이 하락하는 불행한 결과를 초래했다. 이를 회복하기 위하여 세계경제의 주역으로 볼 수 있는 20개국의 정상들이 매년 회의를 개최하고 이를 뒷받침하기 위해 G20 재무장관회의도 매년 혹은 필요에 따라 수시로 개최하여 금융시장을正道(正道)로 운영해 나가는 신질서를 꾸준히 구축해 나가야 한다. 이와 더불어 FSB, IMF, World Bank, BIS, IOSCO(국제증권기구위원회, International Organization of Security Commission), OECD 등이 함께 협력

하여 금융서비스 분야에서의 안정과 소비자 보호 및 합리적 규제와 감독에 대한 공동의 원칙을 개발한다.

6. 결 론

1930년대 초 세계대공황 이래 최대의 경제위기라고 일컫는 2008년도 세계금융위기는 브레튼 우즈 체제 하에서 지탱해왔던 세계교역과 세계금융 질서에 커다란 허점이 있음을 나타낸 것이었다. 그 근본 원인은 미국의 극심한 무역적자와 연방채무 그리고 투자저축간의 불균형이었으며 너무 장기간 지속된 저금리정책과 시장원리를 무시한 서브프라임 모기지 확대에 있다고 지적된다. 이는 다시 금융시장에서의 부실한 파생상품거래 확대와 신뢰의 붕괴를 초래하였으며 이 때문에 불균형은 교정되지 않고 계속 확대되는 경향을 보인 것이다.

케인즈의 불균형 이론을 도입하여 이러한 현상을 분석해 보면 재래식 재정정책이나 금융정책을 통해 불균형을 쉽게 해소하기는 힘들다는 것을 알 수 있었다. 특히 시장이 균형상태가 아니더라도 오인거래(false trading)가 만연되어 있는 상황에서는 각 부문에 충일효과(spill-over effect)가 나타나게 마련이며 이것의 크기에 따라서는 시장이 불균형 확대로 일탈할 수도 있다는 결론에 도달하였다.

따라서 이를 단기간에 해소하는 방안으로는 미국뿐만이 아닌 세계경제의 주역국가들이 힘을 모아 실물부문의 불균형을 축소시키고 정책의 불확실성을 제거하며 금융시장에서 투기의 확산을 제어하고 신속히 신뢰를 회복하는 일이 급선무라고 판단되었다. 즉 재래식 경제정책보다는 제도적 혁신이 더 중요하고 절실하다는 결론에 도달하였다.

G20 정상회의가 지속적으로 열려 이를 실천에 옮기고 점검함으로써 세계경제는 불균형의 늪에서 벗어나 빠른 시일 내에 균형점에 도달할 수도 있을 것이다. 이것이 장기적으로 세계경제를 원만한 조건하에서 안정적 성장을 이룰 수 있는 새로운 운영기재(governance)가 될 수도 있을 것이다.

■ 참고문헌

- Bosworth, B. and A. Flaaen, 2009, "America's Financial Crisis: the End of An Era," Working paper Presented at ADBI Conference, Brookings Institution, April.
- Clark, T. and T. Nakata, 2008, "Has the Behavior of Inflation and Long-Term Inflation Expectations Changed?" Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, first quarter.
- Cohen, B., 2008, "Bretton Woods System," *Routledge Encyclopedia of International Political Economy*, Routledge Publish.
- French-Davis, Ricardo, 1997, "The Tequila Effect: Its Origins and Its Widespread Impact," *Desarrollo Economico: Revisitate Ciencias Sociales*, Vol. 37.

- Hicks, J., 1939, *Value and Capital*, New York, Oxford.
- JoongAng Sunday, 2011.7.3~7.4, p. 25, "Interview with Charlie Munger, Vice Chairman of Berkshire Hathaway."
- Keynes, J. M., 1936, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Harcourt, Brace and Company, New York.
- Martinez, Leonardo, 2001, *Setting the Rules for Global Business: The Political Economy of Accounting Standards*, Oxford, M. Phil Thesis.
- Mistry, Percy, 1998, "The Challenges of Financial Globalization," in Jan Joost Teunissen (ed), *The Policy Challenges of Global Financial Integration*, The Hague Forum on Debt and Development.
- Ott, D., A. Ott, and J. Yoo, 1975, 1983, *Macroeconomic Theory*, McGraw-Hill, New York.
- Rajan, R. G., 2010, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press.
- Roubini, N., and S. Mihm, 2010, *Crisis Economics: A Crash Course in the Future*, The Penguin Press, New York.
- Talyor, J., 2009, *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused Prolonged and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Press.
- Woods, Ngaire, 2001, "Making the IMF and the World Bank More Accountable," *International Affairs*, Vol. 77, No. 1.