

# 트리핀 딜레마와 글로벌 不均衡의 歴史的 眺望<sup>(1)</sup>

梁 東 休

브레튼 우즈 체제 실패의 근저에는 트리핀 딜레마와 경상수지 불균형이 있다. 서독과 일본의 경제부흥에 힘입어 달러부족사태를 극복한 후 달러신인도가 떨어져 체제붕괴를 맞았다. 그러나 국제통화로서 달러의 지위는 낮아지지 않았고 이것이 가끔 브레튼 우즈 II로 지칭되면서 글로벌 불균형이 누적되었다. 이러한 상황은 2008년 세계금융위기 이후에도 큰 변화가 없다. 역사적 조망과 함께 진단과 처방을 시도한다.

주제어: 트리핀 딜레마, 브레튼 우즈 체제, 글로벌 불균형, 2008년 위기

1958년 12월 유럽의 태환결정은 ... 세계를 1920년대 말의 금환분위제로 돌려놓은 것에 불과하다. 이러한 시스템의 비합리성과 취약성은 ... 당시 모든 경제학자가 비난했다 [Triffin(1960, p. 145)].

아마도 그 이름에서 연상되듯, 차이메리카(중국과 미국의 경제적 상호의존)는 사자, 염소, 용의 몸을 가진 신화 속 괴물 키메라(chimera)에 불과할 지도 모른다[Ferguson(2008, p. 335)].

## 1. 머리말

6년 전에 필자는 미국 주도 세계화에 관한 글을 쓰는 계제에 ‘復活한’(revived) 브레튼 우즈 체제(또는 브레튼 우즈 II) 가설을 언급한 적이 있다[양동휴(2005)]. 그 내용은 대략 다음과 같다. 즉 1971년 달러의 금태환 정지와 평가절하와 함께 달러의 국제화폐로서의 공식적 지위는 상실되었다. 그럼에도 달러의 영향력이 유지되고 있는데, 이것은 달러를 당장 대체할만한 국제화폐가 없고, 달러의 지위를 보존하는 것이 바람직하다는 국제적인 암묵적 합의가 있기 때문이다. 저평가된 환율을 고수하며 수출주도형 성장에 여념이 없는 ‘周邊部’ 아시아 국가들이 미국에 의해 발행되고 미국 달러로 표시된 국제준비금을 대량으로 축적하는 한 ‘中心部’ 미국은 지속적으로 소득 이상의 지출수준을 누릴 수 있다는 것이다. 브레튼 우즈 기간인 1960년대에는 유럽과 일본이 주변부 역할을 했고 저개발국들은 아직 국

(1) 자료수집에 도움을 준 서울대학교 박사과정의 배연호, 이진민 씨에게 감사한다.

〈表 1〉 東아시아 主要國의 經常收支와 外換保有高(10億 달러)

	2005	2006	2007	2008	2009	2009년 말 외환보유고	2010년 말 외환보유고
중국	160.8	253.3	371.8	436.1	297.1	2425.9	2847.3
일본	165.7	170.4	211.0	157.1	141.8	1235.9	1096.2
대만	16.0	26.3	35.2	27.5	42.9	348.2	382.0
한국	15.0	5.4	5.9	-5.8	42.7	270.0	291.6
홍콩	20.3	22.9	25.5	29.3	18.3	255.8	268.7
싱가포르	28.6	35.1	47.2	35.8	32.4	187.8	225.8
말레이시아	19.9	25.8	29.8	38.9	31.8	96.7	-
태국	-7.8	2.3	15.7	1.6	20.3	138.4	-
합계	418.5	541.5	742.1	720.5	627.3	4958.7	-

資料: IMF, *International Financial Statistics*. 대만, eng.stat.gov.tw.

제경제체계에 완전히 통합되지 않았었다. 현재는 세계화의 확산으로 새로운 주변부가 계속 팽창하면서 달러자산 보유를 증가시키고 있으므로 미국이 경상수지 적자를 누적시킬 수 있다. 국제수지조정 필요가 없으니까 달러가치가 더 이상 하락할 필요도 없다. 특히 아시아 국가들이 수출경쟁력을 위해, 또한 보유 달러자산의 가치하락을 방지하기 위해 미국의 재무부증권 등 달러표시 자산을 계속 구입할 것이므로 당분간은 별문제가 없다는 주장이다[Dooley, Folkers-Landau, and Garber(2003)]. 달리 말하여 요즈음 미국의 적자누적과 아시아 국가들(그리고 산유국)의 달러자산축적은 ‘글로벌 不均衡’(global imbalances)이라고 불리는데 이러한 불균형은 과거의 예에 비추어 보아 걱정할 문제가 아니라는 것이다. 〈表 1〉은 2005-2009년간 동아시아 주요국의 경상수지와 외환보유현황이다.<sup>(2)</sup>

아이켄그린[Eichengreen(2004, 2007)]은 이 가설이 지난 40년 동안 세계경제가 극적으로 변화하였음을 과소평가하는 과오를 범하고 있다고 지적한다. 첫째, 1960년대에 비해 ‘주변부’ 국가의 수가 훨씬 많고 이질적이다. 아시아 나라들은 경제발전단계가 서로 다르고, 따라서 정책우선순위도 각양각색이며 지역적 협력도 제도화되어 있지 않으므로 현상유지를 위해 단결된 움직임을 지속할 가능성이 작다. 둘째, 달러를 대체할 국제화폐 대안으로 유로화가 존재한다.<sup>(3)</sup> 셋째, 1960년대에는 미국이 대규모 경상수지 흑자를 유지했으나 지금

(2) 4월 14일 중국 중앙은행은 3월 말 준비금이 3조 달러를 넘었다고 발표했다. 외환보유고가 높은 다른 나라로 러시아, 인도, 브라질 등을 들 수 있다. 2011년 2월 말 기준으로 각각 4,938억, 3,008억, 3,075억 달러이다.

(3) 2004년 말 기준으로 공적 외환준비금의 통화구성은 달러 65.9%, 유로 24.9%, 파운드스털링

은 경상수지 적자폭이 커지고 있고 저축률도 매우 낮다. 넷째, 자본통제가 제거된 상황에서 민간 금융거래를 규제하기 곤란하며 현상유지를 위한 불태화나 외환시장 개입 등의 비용이 커졌다. 다섯째, 국내금융시장의 자유화로 인하여 환율을 낮게 유지하고 저축을 증대하는 정책이 교역재 부문에 부가적 투자를 집중시킨다는 보장이 없다. 마지막으로, 아시아의 정책결정자들이 이미 여러 문제를 야기했던 자국화폐의 체계적 저평가 정책을 무작정 반복하리라고 기대할 수 없다. 결론적으로 현재 상황이 브레튼 우즈 체제와 비슷한 점이 있다 하더라도 이것이 오래 지속되리라고 판단하기 힘들다는 것이다.

이제 2008년 세계금융위기를 흑독하게 경험한 이후, 세계경제환경도 많이 바뀌었고 관련 연구도 급속히 축적되었다. 같은 주제를 다시 돌아볼 필요가 있다는 말이다. 특히 글로벌 불균형에 대한 논의가 성격을 달리하며 증가했다. 중국의 부상과 국제에너지가격의 상승으로 21세기 들어 미국의 경상수지 적자는 계속 커지는 반면 중국 등 동아시아국가와 산유국에서는 흑자가 쌓이고 있다. 금융위기 이후의 문헌은 이러한 글로벌 불균형이 지속 가능한 자연적 현상이라는 쪽과 빨리 치유해야 할 질병의 증세라는 편으로 나뉘고 있다. 이와 함께 국제유동성의 필요성과 달러신뢰도 약화 우려를 동시에 고려해야 할 트리핀 딜레마도 함께 다시 검토할 필요가 있는 것이다.

이 글의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 브레튼 우즈 초기 세계적, 특히 유럽의 달러부족과 태환자연, 그리고 이의 극복 후 트리핀 딜레마의 발생에 대해 역사적으로 조망한다. 당연히 마셜플랜(ERP), 유럽지불동맹(EPU) 등의 설명이 따른다. 3장에서는 부활한 브레튼 우즈 체제(BWⅡ)와 현존하는 글로벌 불균형을 검토한다. 글로벌 불균형과 2008년 금융위기의 관계를 따져보고 불균형을 완화, 해소해야 하는가, 한다면 방법은 무엇인가에 대한 연구를 정리한다. 마지막 장은 향후 전망에 할애한다.

## 2. 브레튼 우즈 體制와 트리핀 딜레마

### 2.1. 世界的 달러不足과 兌換遲延

브레튼 우즈 체제는 기본적으로 금환본위제이지만 국제자본이동 제한(외환통제)과 환율변화가 가능하다는 점에서 차이가 있다. 협약 당시부터 환율조정과 규제를 허용할 것과 흑자국이 적자국에 자금을 공여하는 국제결제동맹 설치를 제안한 케인즈안과, 규제를 불허하고 고정환율 유지를 감시할 국제기구를 창설하자는 화이트안이 대립되었다. 채권국의 의

3.3%, 엔 3.9%였다[Eichengreen(2007, <표 4.2>)].

무, 환율의 신축성, 자본이동성에 대해 견해 차이가 있었던 것이다. 이들의 타협으로 1944년 등장한 것이 ‘調整 可能한 固定換率制’(adjustable peg)<sup>(4)</sup>로서, 흑자국의 부담을 줄이는 만큼 적자국의 자본통제를 허용해야 했다.

어찌 되었든 겉보기에는 금환본위제의 모양을 띠었는데 달러가 금 1온스에 35달러 비율로 금으로 태환되고 나머지 화폐들은 기축통화인 달러로 태환되는 형태였다. 그러나 실제로 1947년 7월 15일 영국의 파운드스털링 1£에 4.03\$로 태환을 시작한 지 (그것도 1946년 미국이 37.5억 달러의 대부를 공여한 조건으로) 한 달 만에 8월 20일 태환을 정지할 수밖에 없었다. 선진공업국들의 통화가 태환성을 회복한 것은 1959년이었으며 일본은 이보다 3년 늦었다. 유럽의 달러부족현상(달러갭)을 나타낸 대표적 사례다[Eichengreen(2008, ch. 4)].

그도 그럴 것이 1947년은 유럽 전역에 걸친 위기의 해였다. 종전 후 2년 이상이 지났지만, 아직 회복 기미가 없었다. 미국의 이런저런 구호원조에도 불구하고 1947년의 유럽경제는 전쟁의 파괴와 참상에서 크게 벗어나지 못한 상태였다. 생산은 대공황 시대인 1938년 수준에도 미치지 못하였고, 일용필수품의 배급이 일반적이었으며 암시장이 횡행했다. 공산주의 세력은 동유럽뿐 아니라 이탈리아, 프랑스, 벨기에 정부의 연합정권에서도 전후 경제회복의 부진함에 대한 대중적 불만을 토대로 영향력을 키워가고 있었다.

이와 같은 정치적 불안과 경제적 침체상황은 1947년의 유난히 혹독한 겨울로 말미암아 더욱 악화되었다. 추운 겨울은 석탄 공급과 교통망 재건에 압박을 가했으며, 다음 추수기의 흉작을 예고하였다. 많은 사람이 유럽의 전후복구가 중단되고 서유럽의 민주와 안정이 다시 한 번 봉쇄되었다고 생각하였다. 더욱 두드러진 것은 국제수지 적자에 따른 外換不足이었다. 석탄이 모자라 비료생산에 차질을 가져와 식품생산에 곤란을 겪었고, 석탄 등 연료와 탄광의 수갱에 버팀목으로 쓸 목재가 부족하여 철강생산에 한계가 있었으며, 면화의 부족으로 직물생산에 애로가 발생하였다. 석탄과 면화 등 원자재를 수입하려면 금이나 달러가 필요했는데, 달러부족은 근본적인 문제였다. 경기회복을 위한 투자자금이나 원자재 수입에 필요한 외환의 공급에 부분적으로 기여한 것이 바로 유럽復興計劃(ERP), 즉 마셜 플랜이었다.

이와 비슷하게 일본에도 점령지역 경제부흥자금(EROA)을 포함한 대규모 원조가 제공되었다. 유럽과 일본에 경제발전을 위한 자금을 제공한 것은 냉전의 도래와 함께 공산주의의 팽창을 봉쇄할 목적에 따른 일이었다. 그러나 그 내면에는 세계적인 달러부족을 해결하

(4) 대표적인 oxymoron으로서 조정메커니즘이 없음을 나타내고 있다.

고 미국 중심의 협조적 세계경제를 건설하려는 대원칙이 있었다[양동휴(2007, p. 831)]. 경기회복의 지연은 물론이거니와 세계적 달러부족문제는 미국의 생산비가 거의 모든 품목에서 낮았기 때문에 무역흑자가 누적되는 구조적 불균형이 지속되었다는 데 있다. 19세기 영국은 무역흑자를 내면서도 투자, 대부, 외화보유 등을 적절히 활용하여 다자간 자유무역을 유지할 수 있었다. 이는 식민지와 영연방, 금본위제, 그리고 해군력 덕분에 가능했다. 역사적으로 미국의 대유럽 무역흑자는 유럽식민지의 원자재 수입으로 상쇄되었다. 2차대전 이후에는 식민지들의 독립, 유럽국가의 전시부채, 동유럽시장의 상실, 유럽의 구조적 무역적자, 그리고 일본과 중국의 무역단절로 달러부족사태가 야기되었다. 원조제공은 단기적으로는 직접 달러갭을 완화했으며 장기적으로는 유럽과 아시아가 개방적인 경제발전을 이루어 더 이상 달러를 공급할 필요가 없게 하는데 도움을 주었다. 이러한 노력이 성공하여 1960년대가 되면 달러갭이 해소되었다. 달러부족 해소는 지나쳐서 소위 트리핀 딜레마에 곧 빠져들었다. 뒤이어 글로벌 불균형의 싹이 트게 된 것이다.

## 2.2. 마셜플랜과 유럽支拂同盟(EPU)

마셜플랜이란 1948-1951년간 약 120억 달러(요즈음 가격으로는 약 천억 달러)의 원조를 투입하여 전후 유럽부흥에 도움을 주려는 계획적 노력을 말한다. 1948년에 의회를 통과하여 마셜플랜의 근거가 된 經濟協力法(Economic Cooperation Act)은 궁극목적을 “건전한 경제조건, 안정적 국제경제관계, 외부원조에 독립적인 강건한 유럽경제의 성취”에 두고 ① 강력한 생산증대, ② 해외무역의 팽창, ③ 국내금융안정의 창출과 유지, ④ 경제협력의 개발이라는 네 가지 구체적 목표들을 설정하였다.

ERP 기간 중 이러한 목표는 달성되었는가. ①과 ②의 경우 당초 예상과 목표를 초과하는 성과를 보였다. 1947년에서 1951년까지 서유럽의 통합 총생산은 30% 이상 증가하였다. 산업생산은 1938년보다 30% 높은 수준으로 목표치를 정하였으나 실제로는 41%를 상회하였다. 해외무역의 경우 1948년에 유럽경제협력기구(OEEC, 후에 OECD로 확대개편)의 예상은 유럽 내 무역량이 1952-1953년에 1938년 수준으로 회복하리라는 것이었다. 실제로는 1950년에 이미 1938년보다 24% 높은 수준으로 팽창하였다. 1948년부터 1951년 말까지 유럽 내 무역은 70%, 서유럽의 여타 세계와의 수출·수입은 각각 66%, 20% 증가하였다. 그러나 유럽의 농업생산은 목표치에 미달하여 1951년 말에도 서유럽은 식품소비의 30% 정도를 수입에 의존하였다. 또한 서유럽 전체로서 심각한 국제수지 적자와 외환부족 상태가 계속되었다. 국내금융안정도 완전히 성공적으로 달성하지는 못하였으며 인플레이션 압력에 시달렸다. 유럽의 경제협력도 당초의 의욕만큼 이루어지지 않았다. 그러나 ③과 ④의 목표도 장기적으로 추구할 수 있는 기반이 마셜플랜에 의해 마련되었다는 설명이 전통적

〈表 2〉 마셜援助額數

(單位: 百萬 달러)

수혜국	연대			누적합계
	1948-1949년	1949-1950년	1950-1951년	
오스트리아	280.0	166.5	114.3	560.8
벨기에-룩셈부르크	261.4	210.9	74.3	546.6
덴마크	126.2	86.1	45.1	257.4
프랑스	1,313.4	698.3	433.1	2,444.8
서독	613.5	284.7	399.1	1,297.3
그리스	191.7	156.3	167.1	515.1
아이슬란드	8.3	7.0	8.4	23.7
아일랜드	86.3	44.9	15.0	146.2
이탈리아(트리스트 포함)	685.9	416.2	246.1	1,348.2
네덜란드(인도네시아 포함)	571.1	305.6	101.9	978.6
노르웨이	101.1	89.5	46.1	236.7
포르투갈	0.0	38.8	11.7	50.5
스웨덴	45.4	51.9	21.2	118.5
터키	49.0	58.5	45.0	152.5
영국	1,619.7	907.9	289.4	2,826.0
EPU 출연	0.0	0.0	350.0	350.0
합계	5,953.0	3,523.1	2,376.8	11,852.9

註: 연도는 회계연도 7월 1일-6월 30일을 말하며, 1948-1949년은 1948년 4월부터를 포괄한다. 1950-1951년도에는 MDAP 원조액이 포함되어 있다.

資料: U.S. Mutual Security Agency, *Procurement Authorizations and Allotments*(1953, p. 4)에서 작성. 양동휴(2004, p. 199)에서 전재.

이다[양동휴(2004, p. 198)].

〈表 2〉는 수혜국별 원조액 배분을 보여준다. 마셜원조의 배분은 각국의 경제규모가 아니라 해외무역에서 발생하는 달러적자의 크기에 의해 결정되었다. 4년간 총액 약 120억 달러에 이르는 마셜원조는 공여 91억 9,940만 달러, 대부 11억 3,970만 달러, '條件附' 원조 15억 4,290만 달러로 구성되었다. 여기서 조건부 원조는 1948년의 서유럽 내 지불협약을 뒷받침하기 위한 것인데, 흑자국이 적자국에 외환을 공여하고 대신 미국으로부터 같은 액수의 보상을 받는 것으로, 사실상 서유럽 국가 간 무역을 촉진하기 위한 지불이며 양도가 가능하였다.

공여 및 대부형태로 제공되는 외화는 재건을 위한 수입대금으로 쓰였다. 수입업자는

같은 금액을 자국화폐로 그들의 정부에 지불하고 대신 정부의 달러화 계정에 ‘對充資金’(counterpart funds)이 생성되어 투자활동이나 공채상환 등에 사용할 수 있었다. 이 자금의 사용에 미국이 영향력을 행사함으로써 유럽 국가들로 하여금 시장기구의 범주 내에 자본형성을 추진하도록 유도했다. 마셜원조의 약 15%는 ‘機械와 運送裝備’에 투자되었고, 나머지는 원자재와 농산물 구입에 사용되었다. 물론 나라마다 특징이 있어 영국이나 서독의 경우 자본재 수입의 비중이 낮고 프랑스는 높다.

마셜원조액은 평균적으로 수혜국 총투자액의 10% 정도에 해당하는데 그만큼 성장을 위한 투자자금 부족분을 보전하여 설비투자의 증대를 가능케 했다. 최신기술이 滯貨된(embodied) 새로운 자본설비는 유럽의 생산성을 제고하는데 도움이 되었다. 또한, 마셜플랜의 기술지원규정에 따라 미국 기술이 서유럽에 빠른 속도로 이전되어 성장을 가속하였다. 더욱 중요하게는 외환제약에 따른 석탄과 면화 등 원자재 수입의 애로를 해결했다. 즉 달러갭을 직접 완화한 것이다.

장기적으로는 더욱 많은 변수를 고려할 필요가 있다. 마셜원조는 투자촉진, 수입증가, 인프라 재건 등에 도움을 주었을 뿐 아니라 정치적 불안정, 소비재 부족, 금융혼란의 위험 등으로 말미암아 생산자들이 상품을 퇴장시키고 노동자들이 근로의욕을 상실하는 ‘市場危機’를 극복하게 해주었다. 물가 및 환율을 안정시키고 시장에 대한 믿음을 제공한 것이다. 그리고 파이를 키움으로써 분배분쟁을 해결한 면이 있다. 구체적으로는 국제수지의 적자를 줄임으로써, 소비재 수입으로 생활수준을 향상시킴으로써 분배적 갈등을 해소시켰다. 특히, 프랑스와 이탈리아에서 사회당과 공산당을 무마하고 중도파의 입지를 강화했다.

또한, 마셜원조의 조건 중 수혜국들 간에 원조금 사용계획을 공동으로 제출하게 하는 규정은 OEEC 설립의 계기가 되었으며, ERP는 IMF와 미국 정부 일부의 반대를 극복하게 함으로써, 또한 3억 5,000만 달러의 운영자금을 지원함으로써 유럽지불동맹(EPU)을 결성하게 하였는데, 이들이 유럽통합에 기여한 바가 크다. EPU는 전쟁 시 및 전후의 쌍무적 계약에서 다자간 계약으로 결제방식을 바꿈으로써 무역의 확장을 가능하게 하였다. EPU는 국제결제은행(BIS)에만 지불책임이 있고 IMF 규약으로부터 자유로울 수 있었다. 그리고 EPU는 미국에 대해 차별대우를 허락받았으며, 1959년 태환재개의 전기를 마련하였다. IMF가 과도기적 예외로 인정한 EPU는 결국 유럽 내 생산 및 무역신장과 금융안정에 기여함으로써 태환정책에 일조한 것이다[양동휴(2004, pp. 205, 217)].

물론 EPU 이전에도 다자간 결제제도가 시도되었으나 별로 성공적이지 못하였다. 1947년의 다자간 통화지불에 관한 1차 협약, 1948년의 다자간 부채청산협약(AIEPC) 등은 쌍무적 무역협정과 연결되어 있어 각종 왜곡을 낳았다. 끼워팔기(tie-in), 태환성 규제 조작 등

이 그것이다. EPU는 다른 나라에 대한 채권채무관계에 따라 각국의 지위를 결정하였고, 일관된 공식에 따라 금/달러 지불을 배분하였다. 부채는 중앙은행에 의해 일정 ‘쿼터’까지 부분적으로는 자국통화로, 부분적으로는 경화로서 移動率(sliding scale) 방식으로 지불될 것이었다. 그 이후의 지불은 별도의 합의가 없는 한 전적으로 달러 또는 금으로 이루어졌다. 쿼터는 총 39억 5,000만 달러에 이르렀고, 각국의 지불은 상품교역액수의 15%를 기준으로 계산되었다. 총액 중 각국 쿼터의 비중은 영국 27%, 프랑스 13%, 벨기에-룩셈부르크 9%, 네덜란드 8%, 서독 8%였다. 쿼터한계에 도달할 때까지 20%마다 채무국은 더 많은 부분을 경화로 지불하게 되었다. 각국이 쿼터의 한도에 도달하였을 시점에는 40%를 금으로, 60%를 자국화폐로 지불했을 것이었다. 극심한 위기상황에서는 지불요건을 쌍무적으로 재협상할 수 있었다. 이 응급조항은 순조롭게 작동하였고 일시적 불균형을 극복하는 데 도움을 주었다. 금 지불의무의 체증시스템은 초기의 지불협약들이 가졌던 부정적 유인을 역전시켰다. 적자국에서 금이나 달러의 유출은 만성적 적자를 치유하도록 강제하였으며, 흑자국에서 軟貨준비의 누적은 흑자를 줄이도록 조장하였다. 40 대 60의 비율은 나중에 변경되는 데, 이것이 채무국에 지나치게 관대한 것으로, 시스템이 편향되게 운영되는 것으로 여겨졌기 때문이다[양동후(2004, p. 216)].

### 2.3. 트리핀 딜레마의 始作

1947년 파운드스털링의 태환성 회복시도가 대실패로 끝났다는 것은 앞서 말한 바와 같다. 그 이후에도 유럽 각국은 달러부족에 시달리다 못해 마셜플랜 기간 중인 1949년 9월 대폭 평가절하를 단행했다. 이제 달러갭이 마셜플랜이 끝나는 1951년 말까지도 해결되지 않을 것이 예상되었다. 유럽경제통합이 대안으로 떠올랐다. 유럽 내에서 다자간 무역을 촉진함으로써, 그리고 서독을 자본재 공급원으로 육성함으로써 달러를 더 이상 공급하지 않고도 개방적 세계경제를 발전시킨다는 전략이다. 이를 위해 유럽 내 무역장벽을 완화함과 동시에 쌍무적 구상무역에서 탈피할 수 있도록 다자간 지불장치를 마련했다. EPU는 경상거래 제한을 없애고 태환회복을 목적으로 한 일종의 ‘지역적 브레튼 우즈 체제’였다. 마셜플랜 이후 달러갭 해소노력은 상호안보계획(MSP) 원조로 이어졌고 미국의 군수지출을 海外發注(offshore procurement)함으로써 달러를 공급했다. 이것은 ‘군사적 국제 케인즈주의’라고 이름 붙일 만한 것이었으며 유럽이나 서독은 물론 특히 일본의 경우에 효과가 컸다.

마셜플랜이 진행되는 동안 중국혁명으로 말미암아 미국은 극동정책을 전면적으로 재검토하지 않을 수 없었다. 미국 동아시아 정책의 중심이 중국에서 일본으로 옮겨졌다. 미국은 일본이 미국의 믿을만한 우방으로서 태평양 경제와 안보시스템에 통합되고, 일본이 단지 ‘自立經濟’로의 회복을 넘어서 ‘協力’을 통해 극동의 주요권력으로 다시 부상하기를 원



〈表 3〉 英美 占領地域의 總産業固定資産, 1936-1948年(1936=100)

총고정자산 1936년(1936년 불변가격)	100
총산업투자 1936-1945년(1936년 자산의 %)	+75.3
감가상각(1936년 자산의 %)	-37.2
전시파괴(1936년 자산의 %)	-17.4
총고정자산 1945년	120.6
총산업투자 1946-1948년(1936년 자산의 %)	+8.7
감가상각 1946-1948년(1936년 자산의 %)	-11.5
반환 1945-1948년(1936년 자산의 %)	-2.4
해체 1945-1948년(1936년 자산의 %)	-4.4
총고정자산 1948년	111.1

資料: Abelsbauer(1991, p. 376). 양동휴(2004, p. 227)에서 전재.

했다.

종전 직후 독일도 일본도 도시가 많이 파괴되고 교통통신이 단절되었으나 공장과 기계 설비는 상당한 정도로 잔존했다. 전쟁 이전과 전시에 많은 투자가 이루어졌던 터라 전시파괴와 감가상각을 상쇄하고도 자본스톡이 1930년대 중반 수준을 상회했다. 〈表 3〉에서 보듯이 자본스톡의 파괴, 몰수, 해체의 효과를 감안하여도 서독지역 1948년 생산능력은 1936년 수준을 10% 정도 상향하고 있었다. 숙련노동도 충분했다. 전시 해외점령지역에서 귀환하는 고급노동력이 일자리를 못 찾고 있었다. 이러한 요소들이 곧 전후 경제회복의 기반이 되었다. 문제는 이들이 가동되지 않고 있었다는 것인데 이런 점에서 점령정책의 변화가 갖는 의미가 클 수밖에 없다.

미국의 대외경제정책 변화의 상징은 점령지역관리구호(GARIOA) 등 구호원조 이외에 경제부흥을 위한 자금지원이다. 전후 1951년까지 서독이 받은 원조액수는 GARIOA 18억, 마셜원조 14억, 영국의 기여 7억 등을 포함해 약 40억 달러다. 놀랍게도 사실 이것은 다른 서유럽과 비교하면 매우 낮은 수준이다. 마셜플랜 2차년도에 1인당 원조액은 프랑스 21.7달러, 오스트리아 36.2달러, 네덜란드 45달러인 반면 서독은 GARIOA 원조를 포함하더라도 12달러에 그쳤다(〈表 4〉 참조).

일본에 제공된 원조규모는 GARIOA와 EROA 자금, 수출입순회자금, PC820 원면수입 등을 합해 약 21억 달러에 달했다. 이후의 원조형태는 MSP, 그리고 군수품 특별수요 등으로 나타나는데 일본의 경우 한국전쟁 발발 후 1953년까지 특수수요가 23억 달러에 이르렀다. 1964년까지의 특수는 72억 달러에 달해 원조액 21억을 합치면 1945-64년 동안 연

〈表 4〉 西獨에 대한 外國의 援助, 1945-1952年

(單位: 百萬 달러)

	1945-1946	1947	1948	1949	1950	1951	1952	1945-1952
민간공급 <sup>1)</sup>	195							195
GARIOA <sup>2)</sup>	78	237	788	503	177	12	0	1,795
ERP 등 <sup>3)</sup>			142	420	303	416	114	1,395
I 미국 원조합계	273	237	930	923	480	428	114	3,385
영국의 기여 <sup>4)</sup>	264	317	90	32	1			704
II 해외원조합계	537	554	1,020	955	481	428	114	4,089
경상수지 <sup>5)</sup>	52	179	295	-147	-77	592	649	
수입 <sup>6)</sup>		867	1,587	2,237	2,703	3,503	3,854	
총고정투자에 대한 ERP 대충자금 비중(%) <sup>7)</sup>				5.8	7.8	4.1	2.1	

資料: 1), 2), 3), 4) Buchheim(1990, p. 72)

5) Buchheim(1990, p. 185)

6) Buchheim(1990, p. 186)

7) Baumgart(1961, p. 47)

양동휴(2004, p. 220)에서 전재.

간 5억 달러씩 수취한 셈이 되며 이후 월남전 특수를 더하면 합계는 더욱 늘어난다[양동휴 (2007, p. 818)].

다시 말하여 냉전의 도래와 함께 점령정책은 서독과 일본의 경제를 부흥시켜 각각 유럽과 아시아에서 공산주의의 팽창을 봉쇄할 첨병으로 육성한다는 목적을 갖게 되었고 또한 이를 달성하였다. 그러나 그 뒤에는 세계적인 달러부족을 해결하고 미국 중심의 협조적 세계경제를 건설하려는 복안이 있었다. 이를 위해 서독과 일본을 각각 유럽과 아시아의 ‘工場’으로 만들어 지역경제통합의 주역이 되도록 할 필요가 있었다. 즉 집단안보와 무역망 구축이 함께 간 것이다. 그리고 이러한 목표는 초과달성되었다.

진후 서독과 일본의 경제성장 속도는 가히 기적적이라 할만하다. 여기서는 무역패턴에 관해 잠시 주목하고 지나가자. 1949년 석탄과 철강의 유럽공동시장을 구상한 슈만플랜은 독일에서 환영받았다. 그리고 다자주의적 자유무역의 세계경제질서 수립이 미국 점령정책의 일환으로 추진되었다. 마셜플랜은 유럽통합과 무역자유화를 독려하는 미국정책의 좋은 도구였다. 서독이 서유럽 내에서 경제성장의 ‘기관차’ 역할을 하는 것이 필요한 시점에 점령정책은 그러한 방향으로 나아가도록 영향력을 행사할 수 있었다. 사실 1951년 서독이 GATT에 가입할 때까지 서독의 해외무역정책은 연합국의 이해관계를 반영했다. 1947년

OEEC는 무역장벽을 낮추기 시작했으며 1950년 7월 EPU 결성에 따라 무역자유화는 더욱 진전되었다. 이후 서독의 무역은 지속적으로 증가했다. 서유럽 전체의 무역자유화도 가속되었다. 전시에 팽창했던 서독의 기계, 전기, 화학, 자동차 등 자본재부문 생산능력이 세계 무역의 성장을 배경으로 서독의 수출증가로 연결된 것이다. 수출품 구성도 석탄, 목재, 금속조각 등에서 공산품으로 바뀌어 서독의 수출에서 공산품이 차지하는 비중은 1948년에 17%에서 1950년에 65%로 증가했다. 1950년대 말까지 무역상대국 구성통계를 보면 전후 EEC 국가의 비중이 압도적으로 커져서 지역통합의 모습이 뚜렷하며 스위스, 오스트리아 등 인접국과의 무역도 증가세를 보인다. 대조적으로 동유럽, 남동유럽의 비중은 급락했다. 영국과의 무역도 쇠퇴했다. 미국의 중요성은 종전 직후 특히 수입액이 눈에 띄게 증가했으나 점차 안정세로 돌아선 듯하다[양동휴(2007, p. 828)].

서독의 무역확대가 서유럽통합 움직임과 연결된 다자간 무역의 부흥으로 이어졌다면 일본의 무역확대는 주로 쌍무적 계약을 통한 동남아 경제와의 통합노력과 관련이 있다. 무역 증가속도에서도 차이가 있다. 서독은 생산증가보다 무역확대가 더 큰 폭으로 이루어진 반면 일본의 무역회복은 상대적으로 느렸다. 이것은 점령군이 무역 및 외환수급을 오랫동안 통제했기 때문이다. 1949년 말까지 교역의 대부분은 정부 간에만 이루어진 쌍무적 ‘公貿易’이었고 경화(달러)로만 결제되었으며 나중에는 ‘開放計座(open account)’를 사용하기도 했다. 무역회복이 매우 느려 1949년의 수출액은 1934-36년 수준의 16%에 불과했다. 수입액은 원조를 포함해 29%에 달했다. 1949년에야 수출업자가 외환을 보유할(수출액의 3-10%) 수 있게 되었다. 점령군사령부(SCAP)는 무역소를 설립하여 일본의 모든 대외거래를 독점하게 했다. 무역소는 외국정보의 대표단과만 거래할 수 있었다. 이 가운데는 1946년 10월 현재 미국정부를 대표하는 U.S. Commercial Company, 중국정부의 사절단, 한국의 미군, 홍콩정부, 동경의 영국연락사절단, 동경의 소련 해외무역위탁상 등이 있었다. 무역소를 통한 거래는 비효율적이고 결제도 지연되었다.

1947년 8월에 수출에 한해 ‘制限된 私貿易’이 허용되어 제조업자가 SCAP의 허가를 받은 외국의 수입업자와 직접 교섭을 할 수 있었다. 1948년 8월에는 ‘수입업자-공급자’ 계약 시스템이 도입되었다. 가격결정도 SCAP이 통제하여 ‘최저가격’, ‘공정가격’ 등을 설정했다. 이것은 국내의 임금통제, 생산보조, 최고가격 정책과 연결되지도 않았고 자의적으로 결정되었다. 1949년 4월의 단일환율제(1달러=360엔) 도입 이전에는 수출상품마다 환율이 달라(600엔에서 900엔까지) 혼란스러웠다. 무역통제도 신뢰성이 없었다. 이와 같은 무역통제와 외환통제는 점령기가 끝난 이후에도 지속되어 ‘따라잡기’ 기간 동안 수입규제, 외국주식자본 배제를 유지했으며 수입자유화와 자본자유화를 지연시켰다.

서유럽과 마찬가지로 일본도 무역부흥을 위해서는 지역적 경제통합을 생각해야 했다. 전쟁 전 조선, 대만, 만주, 북중국에 대신하여 이제 동남아가 그 대상이 되었다. 네덜란드, 프랑스, 영국의 식민지인 동남아 국가에서는 민족주의가 고조되고 독립운동이 사회주의적 색채를 띠었다. 1949년경 미국의 동남아 정책은 이 나라들이 공산화되기 전에 서둘러 민족주의온건파를 지지하여 독립시키고 이들을 통해 경제통합을 추구할 수 있도록 유럽 국가들이 식민지 정책을 ‘合理化’하게끔 개입한다는 것이었다. 그것은 동남아의 원자재가 일본, 유럽, 인도, 호주의 공산품과 교환되는 분업체계를 만드는 것으로서 1950년 초 애치슨의 지역정책으로 구체화된다. 즉 일본과 동남아의 협력으로 공산주의 팽창을 억제한다는 것인데 교역과 군사지원, 경제발전 등이 주요 내용이다. 일본경제의 회복에는 동남아에서 공산주의를 척결하고 경제발전을 촉진하여 전쟁 이전의 조선과 만주의 역할을 동남아가 해주도록 만드는 것이 중요했다. 즉 미국의 대 동남아 정책은 직접적인 것이라기보다는 ‘우방’(일본)에 도움을 주는 방식으로 이끈다는 것이었다.

원자재 확보와 수출시장으로 동남아를 개발하기 위해 일본으로 하여금 동남아에 배상금을 지불하게 했다. 이것은 동남아를 일본과의 경제관계를 통해서 서방진영에 머물게 한다는, 미국 세계전략의 일환이었다. 동남아에 대한 일본의 배상은 고도성장기에 걸쳐 분할지불됨으로써 그 부담이 실제로는 경미했다. 지불내용도 서비스만이 아니라 자본재를 중심으로 한 실물배상이었다. 1954-57년 중에 합의된 배상금은 공여와 대부, 부채탕감을 포함하여 필리핀 8억 달러, 미얀마 2억 달러, 인도네시아 7억 9,300만 달러 등이었다. 이로써 무상경제협력, 엔차관 등의 제공과 함께 동남아에 대한 일본의 재진출이 가능하게 되었다[양동휴(2007, p. 824)]. 1960년 이전 일본 무역의 지역구조 통계에서도 무역대상국에서 중국, 대만, 조선의 비중이 줄고 동남아, 남·서아시아와 미주지역의 몫이 커진 것을 곧 알 수 있다[양동휴(2007, p. 830)].

결국, 서독과 일본은 얼마 되지 않아 유럽과 아시아의 ‘공장’이 되었고 각각 유럽과 아시아 경제권의 중심이 되었다. 달러부족은 해소되었다. 달러부족 해소는 지나쳐서 1960년대 말부터 소위 ‘트리핀 딜레마’에 곧 빠져들었다. 이제 미국의 경상수지 적자가 누적되기 시작하고 금준비가 고갈되면서 세계적 달러부족은 충분한 정도 이상으로 해소되었지만, 달러의 신인도가 우려된 것이다. 외환준비를 위한 달러수요는 브레튼 우즈 체제를 위협했다.

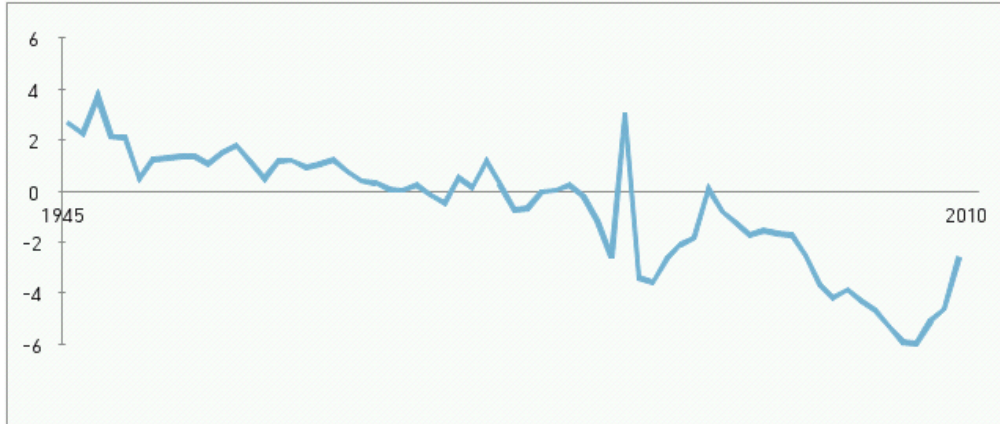
### 3. 글로벌 不均衡의 持續

#### 3.1. 브레튼 우즈 II?

글의 모두에 현재의 상황인 ‘브레튼 우즈 II’는 과거의 브레튼 우즈 체제와 비슷하여 오래 지속될 것이며 또한 걱정할 문제도 아니라는 주장과 양자가 매우 다르므로 이것이 오래 지속되지 못하리라는 반론을 소개하였다. 그러나 과거의 브레튼 우즈 체제 자체가 그다지 오래가지 못했음을 상기할 필요가 있다. 우선 유럽통화들의 달러태환이 1959년에 일본은 1962년에 시작했으므로 1971년 달러의 금태환 정지까지 10년 정도밖에 지탱하지 못했다. 그것도 1959년부터 미국의 보유금이 달러유통량을 지지할 수준 이하로 떨어졌고 1960년에는 금 1온스의 공식가격이 35달러임에도 불구하고 런던시장에서는 40달러에 거래되었다. 투자자들은 달러가 과대평가되었음을 알게 되었고, 브레튼 우즈 체제는 와해 위기에 처했다. 체제를 유지하고 기축통화인 달러가치를 보존하기 위해 1961년 미국의 주도하에 ‘런던 골드폴’과 일반차입협정(GAB)을 창설했다. 골드폴은 금가격을 35달러에 묶기 위해 공동으로 금시장에 개입하자는 비공식적 협약이자 판매권소시움인데 개입비용의 분담비율은 미국 50%, 서독 11%, 프랑스, 이탈리아, 영국 각 9.25%, 벨기에, 네덜란드, 스위스 3.75%씩이었다[Eichengreen(2007, ch. 2)]. 초기에는 남아프리카공화국의 금광발굴로 금가격이 하락하여 골드폴이 1962-65년간 13억 달러의 금을 순매입했으나 1966-68년간에는 인플레이션 압력과 금가상승으로 골드폴의 금매각이 37억 달러에 달했다. 결국, 프랑스가 1967년에 탈퇴하고 1968년 3월 골드폴은 붕괴했으며 금의 시장가격이 공정가격에서 벗어나는 이중구조 상태가 되었다. 즉 골드폴의 노력에도 불구하고 처음부터 브레튼 우즈 체제는 안정적이지 못했던 것이다.

1958년 12월 태환회복 결정 후부터 국제수지 자동조정 메커니즘이 있다고 믿은 것이 환상이었다. 긴축정책으로 적자를 해소하는 것은 정치적으로 불가능했고, 자본이동규제(외환통제)도 유로달러시장 확대 등 환경변화로 더 이상 쉽지 않았다. 평가절하에는 IMF조건이 따르고 환투기의 위험을 감수해야 했다. 체제는 미국, 유럽, 일본 냉전파트너끼리 국제적으로 협력했기 때문에 유지되었던 것이며 그만큼 지속된 사실이 오히려 놀랄 일이었다[Eichengreen(2008, ch. 4)]. 따라서 현재의 상황이 브레튼 우즈 체제와 비슷한 점이 있다 하더라도 그 자체로 지속가능성을 유추한다는 것 자체가 무리가 있다. <表 1>에서 보듯이 계속 증폭되는 글로벌 불균형은 지속될 수도 없을뿐더러 지속되어서도 안 된다.

금을 매개로 하지 않더라도 ‘準備通貨’로서의 달러의 지위는 브레튼 우즈 체제 붕괴 이후 40년간 계속 공고하게 보인다. 금준비 부족과 경상수지 적자라는 근본적 문제가 해소되지



資料: *Statistical Abstract*, various issues.

〈그림 1〉 美國의 GDP 對比 經常收支(%)

않고 있는데도 그러하다. 참고로 미국의 GDP 대비 경상수지의 추이는 〈그림 1〉과 같다.

그런데 그동안 정보통신기술이 진보하고 민간자본이동이 신속성을 더하고 있는 상황에서도 여러 형태로 고정환율을 선호하는 나라들이 다수이다. 실제로 외환통제를 허용했던 브레튼 우즈 체제 붕괴 이후 소위 ‘金融世界化’라는 국제자본이동 증가는 가공할만하다. 고삐 풀린 프로메테우스라고나 할까. 그럼에도 외환시장에 개입하려는 국가가 많고 자유변동환율을 받아들이는 나라들과 같이 지내고 있다. 굳이 일반화를 한다면 큰 나라들은 국내 거시정책에 주력하고 환율은 시장에 맡겨둔다. 소규모 개방경제인 신흥국들은 수출 및 여러 대외거래의 편의상 큰 나라의 통화에 자국통화 가치를 고정시키는 것을 원한다. 이런 와중에 유럽 국가들은 자기들끼리 환율안정, 고정환율, 결국은 유로화로의 통화통합으로 진행했다. 1990년대 초 커다란 위기(EMS crisis)를 맞으면서도 그리하였다. 이것에 대한 평가 시도는 마지막 장으로 미루겠지만 일단 유로지역을 통합된 것으로 인정할 수 있다면 다음과 같은 처방이 가능하다. 선진국들이 환율수준을 시장결정에 맡기면 신흥국들이 각자 편한 통화에 가치고정을 하는 경향이 있지만, 앞으로는 신흥국들도 변동환율에 익숙해지는 신속성을 얻을 것이다[Eichengreen(2008, ch. 5)]. 이것이 글로벌 불균형 완화에 갖는 의미는 긍정적이다.

처방과는 달리 선진국에서 환율고정이 늘어나고 신흥시장에서 변동환율 선택률이 높아졌다(〈表 5〉 참조). 그러나 중국은 환율을 고정통제한 채 수출증대, 경상수지 극대화 전략을 지속했다. 중국은 풍부한 저축을 합하여 미국 재무부증권, 패니 매, 프레디 맥 채권 등

〈表 5〉 換率 體制의 進化(各 範疇에서 會員國의 比率)

	비중		
	1990년	1996년	2006년
모든 국가들			
하드 페그 <sup>a</sup>	16.88	18.23	26.92
소프트 페그 <sup>b</sup>	67.53	56.91	45.60
변동환율 <sup>c</sup>	15.58	24.86	27.47
전체	100	100	100
회원국 수	154	181	182
선진국			
하드 페그 <sup>a</sup>	4.35	8.33	54.17
소프트 페그 <sup>b</sup>	69.57	58.33	4.17
변동환율 <sup>c</sup>	26.09	33.33	41.67
전체	100	100	100
회원국 수	23	24	24
신흥시장			
하드 페그 <sup>a</sup>	6.67	9.38	12.50
소프트 페그 <sup>b</sup>	76.67	78.13	40.63
변동환율 <sup>c</sup>	16.67	12.50	46.88
전체	100	100	100
회원국 수	30	32	32
기타 개발도상국			
하드 페그 <sup>a</sup>	22.77	22.40	25.40
소프트 페그 <sup>b</sup>	64.36	51.20	54.76
변동환율 <sup>c</sup>	12.87	26.40	19.84
전체	100	100	100
회원국 수	101	125	126

<sup>a</sup> 법정 화폐legal tender, 통화동맹currency union, 통화위원회currency board, 그리고 화폐동맹 monetary union/화폐연합monetary association으로서 또 다른 통화와의 조정을 포함.

<sup>b</sup> 단일통화에 대해 전통적 고정페그, 통화바스킷에 대해 전통적 고정페그, 사전적 크롤링 페그, 사전적 크롤링 밴드, 사후적 크롤링 페그, 사후적 크롤링 밴드, 그리고 기타 엄격한 관리변동환율을 포함.

<sup>c</sup> 환율에 대해 미리 결정된 경로 없는 관리변동환율과 독립적 변동환율을 포함.

資料: Eichengreen(2008, Table 6.1).

을 구입하는 등 글로벌 불균형 유지 증상을 보였다. 그리고 무역흑자를 不胎化(sterilize)하여 인플레이션을 차단했다[Eichengreen(2008, ch. 6)].

### 3.2. 글로벌 不均衡과 2008년의 世界金融危機

필자는 2년 전에 2008년의 위기에 적어도 세 가지의 구조적 문제가 개입되어 있으며 이들은 전부 世界化(globalization)와 연결되어 있다고 썼다. 구소련 동구권 붕괴 이후 체제전환과 이와 관련한 EU의 동구권 확장, 국내적·국제적 소득불평등, 글로벌 불균형이 그것이다[양동후(2009)]. 소득불평등에 대해서는 라잔[Rajan(2010)]이, 글로벌 불균형에 대해서는 여러 학자가 심도 있는 연구를 내놓았다.

글로벌 불균형의 원인으로는 다음 절에서 몇 가지를 자세히 살펴볼 것이지만 아시아의 지나친 저축(saving glut), 미국의 재정적자 누적, 수출주도국의 경쟁력 제고를 위한 외환시장 개입, 고령화 같은 인구학적 변환, 금융시장 왜곡과 금융시장 통합, 선진국의 저이자율 정책과 연관된 세계적 유동성 팽창 등을 들 수 있다.

글로벌 불균형과 2008년의 미국발 세계금융위기의 관계는 무엇인가. 아시아의 신흥시장과 산유국에서 미국으로 자본이 유입되고 미국이 適應的 政策(accommodative policy, 금융완화 등)을 씀으로써 과잉신용팽창과 자산가격 급등을 가져왔다[Eichengreen(2009)]. 금융기관들은 더욱 높은 위험을 선택할 유인이 있었고 대부자들은 자산위험을 평가하는 데 충분한 노력을 하지 않았다. 신용평가기관은 복잡한 상품을 평가할 능력이 없었고 이해상충에 시달렸다.

중국의 GDP 대비 경상수지 흑자는 2000년에 2%이던 것이 2007년에는 11%로 급등했다. 당국은 이를 불태화하고 환율수준을 유지했으며 미국 재무부증권을 축적했다. 인도, 한국, 대만 등 아시아 나라들과 러시아, 나이지리아, 베네수엘라 등 산유국도 비슷했다. 이들 국가에서는 저축이 투자를 상회했는데<sup>(5)</sup> 아시아 위기 이후 아시아 나라들의 비효율적 투자가 감소했다.

자본유입으로 미국은 단기정책금리 인상에도 10년 만기 재무부증권 수익률을 비롯한 장기이자율이 下落했으며 저축이 줄어들었다. 미국의 금융재정정책을 보면 연방기금이자율이 상승했으나 테일러준칙(Taylor's rule)에 못 미쳤고 감세 및 공공부문 차입 등으로 재정적자가 누적되었다. 경상수지 적자도 2006년에 GDP의 6%나 되었다. 10년 만기 재무부증권 수익률이 낮아지자 수익률이 높은 주택모기지 증권화 자산으로 자금이 몰렸다. 대리인 문제와 함께 과잉신용과 합성과생상품 팽창을 불러왔는데 2007년에 이 모든 것이 중단되면서 위기가 들이닥쳤다. 투매현상과 디레버리징(deleveraging)이 가중되었다.

이것이 갖는 정책함의는 우선 인플레이션이 없어도 글로벌 불균형을 걱정해야 한다는

(5) 회계상 저축에서 투자를 빼면 경상수지가 되고 이의 역수는 자본수지이다.



것이다. 둘째, 채무국은 재정정책이 경기변동과 동행(procyclical)하는 경향을 조심해야 한다. 셋째, 경상수지 흑자국도 준비금 축적을 완화해야 하는데 적자국에 위기가 생기면 감염되기 마련이기 때문이다. 넷째, 수요패턴의 변화에 맞추어 상대가격을 조정해야 한다. 이것은 환율조정이나 인플레이션을 통해 수행할 수 있다.

이러한 정책권고는 쉬우나 실제 실행에는 어려움이 따른다. 국내적으로는 인플레이션 목표치에 자산시장 조건을 추가로 고려해야 하지만 방법이 문제이다. 재정정책을 정치 이데올로기에서 풀어주는 일도 쉽지 않다. 흑자국이 저축을 줄이고 사회안전망을 구축하는 일은 오래 걸릴 것이다. 국제적으로는 글로벌 불균형의 위험을 과소평가하기 쉬운데 이는 서로 협력해서 풀어야 할 문제이다. 그러나 이는 종종 국내 정치와 상충하는 수가 있다. IMF의 경고시스템도 강제성이 없다. 지역별 준비금 스왑이나 풀(예를 들어 Chiang Mai Initiative)도 잘 되지 않는다.

글로벌 불균형이 금융위기를 촉발한 것은 아니나 양자는 같은 배경과 원인에서 비롯되었으며 서로를 증폭시켰다는 설명이 있다[Obstfeld and Rogoff(2009)]. 여러 나라의 부적절한 巨視政策이 미국 금융시장을 통해 글로벌 불균형과 금융위기를 가져왔다는 것이다. 미국의 팽창적 통화정책과 낮은 세계이자율, 신용시장 왜곡과 문제성 있는 금융혁신 등이 복합적으로 주택버블을 낳았다. 중국 같은 신흥시장 나라들의 환율정책과 다른 조치들이 미국의 해외차입을 쉽게 하여 주택버블을 더욱 키웠다. 금융위기가 시작하면서 글로벌 불균형이 해로운 현상임이 드러났는데, 선진국 자본시장은 절대 완전한 것이 아니며 부채비율이 높으면 항상 위험이 따르게 마련이다.

1997년 아시아 위기 이후 글로벌 불균형이 커졌다. 아시아 나라들의 저축률이 높아지고 환율정책 조정으로 경상수지 흑자와 대외준비금이 축적되었다. 국제유가가 올라 산유국들의 경상수지 흑자도 증가했는데 대부분 산유국의 환율은 달러에 고정되어 있다. 1996-2000년 초 기간 신흥시장의 저축이 미국으로 유입되어 주가도 상승하고 달러가치도 오르고 이에 따라 경상수지 적자폭이 커졌으며 투자증가, 저축감소를 야기했다. 2000년 초-2004년 간은 미국의 정책금리와 세계이자율이 하락하고 정보통신산업이 어려워졌으며(dot.com bubble collapse) 저축이 더욱 감소했다. 이자율과 주가가 동조하여 하락하는 가운데 금융당국이 적응적 정책을 씀으로써 주택가격 상승이 가속되었다. 2004-2008년 간에도 글로벌 불균형은 증폭되었고 미국의 주택가격과 주가가 지속적으로 올랐다. 중국은 투자도 증가했지만, 저축률은 더욱 높아져서 경상수지 흑자폭이 급증했으며, 세계상품가격도 상승하고 미국의 금융혁신에 따른 새로운 구조화 금융상품에 대한 유럽의 수요가 꾸준히 올랐다.

FRB 의장 버냉키의 ‘지나친 貯蓄’ 연설[Bernanke(2005)]<sup>6)</sup> 이후 정말로 지나친 저축이 현실화되었고 미국 재무부증권 수요도 팽창했다. 유럽의 경상수지는 독일, 네덜란드 흑자 증가, 스페인, 이탈리아, 그리스 적자 증가로 두드러지는데 경상수지와 주택가격의 변화가 역관계에 있음이 나타났다.

2008년 위기 때문에 2009년에는 글로벌 불균형이 약간 줄었지만, 앞으로도 계속 문제를 내포하고 있을 것이다. 중국의 자본수출은 여타국의 버블을 예고하고 있고, 이전에는 미국의 자산가격과 환율추이가 미국의 자본이득을 가져왔으나 이것이 역전되었다. 대책으로 저개발국 금융시장 효율성을 제고하여 기업 및 가계의 저축을 줄이고, 국제협력 하에 세계금융시장의 통합 규제를 도입하는 등의 노력이 시사된다.

### 3.3. 診斷과 處方

미국의 2009년 경상수지 적자는 금융위기 이후 많이 줄어서 3,784억 달러 정도이나 2006년에는 7,880억 달러로 GDP의 6%를 기록했다. 1996년의 1,250억 달러(GDP의 1.6%)에 비하면 10년 만에 급속도로 증가한 것이며 그만큼 저축률도 급락했다는 이야기다. 흑자국의 경우 중국 이외의 아시아가 투자율이 감소했고, 중국은 투자도 늘었으나 저축이 훨씬 많이 증가하였다. 중동과 러시아 등 석유수출국도 저축이 늘어, ‘世界的 過剩貯蓄(global saving glut)’ 때문에 세계이자율이 하락했고 미국 저축이 줄어들었다. 즉 국내요인 만으로는 미국의 적자를 설명할 수 없다는 것이다. FRB 의장 버냉키는 경상수지 불균형은 시장 현상이고 미국으로 자본유입이 증가하는 것은 미국 경제와 자본시장의 매력을 반영하는 것이며 경상수지 적자가 불황과 인플레이션을 막아주는 역할을 하므로 문제 되지 않는다고 한다. 그리고 미국의 순 국제투자 포지션은 GDP 대비 마이너스 19% 정도이므로 큰 부담이 되지 않는다고 주장한다[Bernanke(2007)].

2009년까지 均衡恢復(rebalancing)이 충분하며 더 이상의 조정은 불필요하다는 강변도 있다. 중국 유안화의 절상이 수입가격을 올리므로 중국 상품을 많이 수입하는 이탈리아나 미국에 큰 손해라는 설명이다. 오히려 EU 내부에서 독일이 지나친 경상수지 흑자로서 적자국을 취약하게 만드는 것이 더 걱정거리다[Dadush(2011)].

흑자국들의 세계화와 인구동태를 감안할 때 미국의 경상수지 적자는 이해 가능할뿐더러 세계복지에 도움이 된다는 설명이 있다[Cooper(2008, 2010)]. 첫째, 경상수지는 정의상 저축에서 투자를 뺀 액수와 동일하다. 그런데 미국의 저축에 교육지출, 연구개발(R&D), 내구

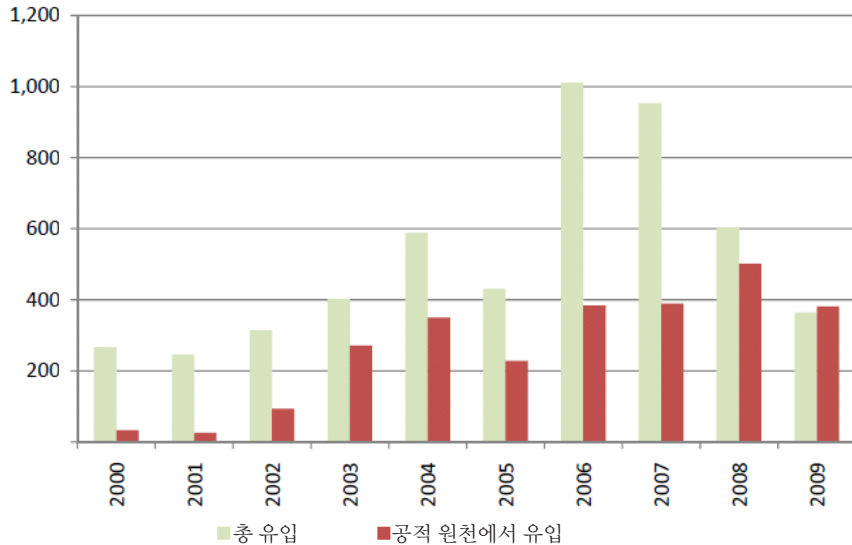
(6) 흑자국의 지나친 저축 때문에 세계적으로 저축 과잉(global saving glut)과 장기이자율 하락이 나타나고 이것이 글로벌 불균형 등 문제를 일으켰으며 미국 국내요인 만으로 경상수지 적자가 증폭된 것은 아니라고 한 버냉키의 버지니아주 리치몬드에서의 연설[Bernanke(2005)].

소비재, 인텔지블(intangible; 연구, 훈련, 브랜드 등)을 추가한 '廣義'의 저축은 충분히 높고 더 이상 높일 수도 없다. 둘째, 금융시장이 완전히 세계화되었다면 세계총저축이 GDP의 크기에 따라 투자로 배분될 것이다. 그런 계산으로는 2006년 미국이 세계 GDP에서 차지하는 비중 27.5%에 합당한 자본유입은 1.2조 달러가 되어야 한다. 따라서 아직 멀었다. 셋째, 저축의 결정요인을 따져보자. 산유국은 미래 불확실성에 대비하여 기업의 이윤유보가 높다. 고령화 사회일수록 저축유인이 큰데 미국은 젊은 층의 이민이 계속 흡수된다. 중국은 도시화에 따라 주택, 교육, 생산설비 투자수요가 커서 저축률과 투자율이 전부 높고 자본시장 미발달과 국영기업 독점이 저축을 더욱 촉진한다. 그리하여 중국, 일본, 독일과 산유국의 과다저축이 미국으로 유입된다. 이것은 위험 조정된 수익률이 높은 곳으로 자본이 이동하는 자연스러운 현상이다. 누구나 제도적 환경, 인프라 등을 배경으로 한 안전자산에 투자하려고 할 것이며, 미국은 인구구성, 기술진보 등으로 성장잠재력이 높고 특히 금융시장이 발달하고 유동성이 높아 가장 훌륭한 투자처라고 할 수 있다. 미국 경제의 '외국인 소유분'은 2006년에 23%로 아직 낮으며(프랑스, 독일, 이탈리아, 오스트레일리아 보다) 지속 가능하다. 한마디로 미국은 세계화된 시장에서 저위험 부채를 생산, 판매하는 데 비교우위가 있다. 따라서 장기적 글로벌 불균형이 유지 가능하다는 것이다.<sup>(7)</sup>

글로벌 불균형을 세계 자산의 수요공급이 비대칭적인 균형을 이룬 결과로 보고 조정이 필요 없다고 주장하는 또 다른 분석이 있다[Servén and Nguyen(2010)]. 글로벌 불균형의 해석에는 두 가지 접근법이 있다. 불균형적 접근에 의하면 글로벌 불균형은 지속 가능하지 않고 자본이동의 급단절(sudden stop)이나 환율붕괴의 우려가 있다. 경상수지 적자에는 통시적인 예산제약이 있어서 현재의 적자는 미래의 성장과 자본축적에 의한 흑자로 감당해야 한다. 미국의 자산포지션은 1980년대에 GDP의 10% 흑자이던 것이 2009년에는 마이너스 25%가 되어 지탱할 수 없고 달러가치가 하락하여 무역수지를 흑자로 돌려야 한다. 자산가격에 따라 자산포지션이 달라질 수도 있다. 미국의 해외자산이 외국소유 미국자산보다 수익률이 높으면 문제가 해결된다. 달러가치가 하락하면 외국소유 미국자산 가치가 낮아지므로 해결을 가속한다. 즉 달러하락은 이중효과가 있는 것이다. 그러나 2008년 금융위기 때 미국은 자본유입의 급단절을 경험하지 않았고 달러가치의 급락도 없었다. 오히려 유럽의 여러 나라가 곤란을 겪었다.

균형적 접근에 따르면 글로벌 불균형은 구조적 요인과 정책선택에 의한 것이므로 지속 가능하다. 금융자산 수요공급의 비대칭이 근본적 원인이다. 저개발국은 자산수익의 수취가

(7) 세계의 안전자산에 대한 무한정의 수요가 문제였다는 설명도 있다[Caballero(2010)].



資料: U.S. International Transactions, Bureau of Economic Analysis, Servén and Nguyen(2010).

〈그림 2〉 新興市場에서 美國으로의 總資本 流入(10億 달러)

힘들거나 사회보장이 불충분하여 저축률이 높는데 신흥국 금융시장 발달 정도가 낮아 안전자산인 달러채권을 선호한다. 세계적 초과저축이 선진국으로 유입(uphill flow)되는 것이다. 저개발국의 사회보장과 금융발달이 지체되는 한 이러한 현상은 지속된다. 또한 정책선택의 문제도 있다. ‘新重商主義’ 수출주도성장을 위해 신흥시장이 통화를 과소평가하고 소비를 제한하면 브레튼 우즈 II는 지속될 것이다. 1990년대 말 아시아와 러시아의 금융위기 이후 ‘예비적 동기’의 달러보유가 늘었으며 국제적 다각화 체제가 준비되지 않으면 이러한 패턴이 변하지 않을 것이다. 이 양자 중 어떤 것이 더 중요한가. 〈그림 2〉에 의하면 중앙은행이나 정부기관을 통한 신흥국에서 미국으로의 공적자본흐름은 비슷한 수준을 유지하였고 민간자본의 흐름은 들쭉날쭉하다.

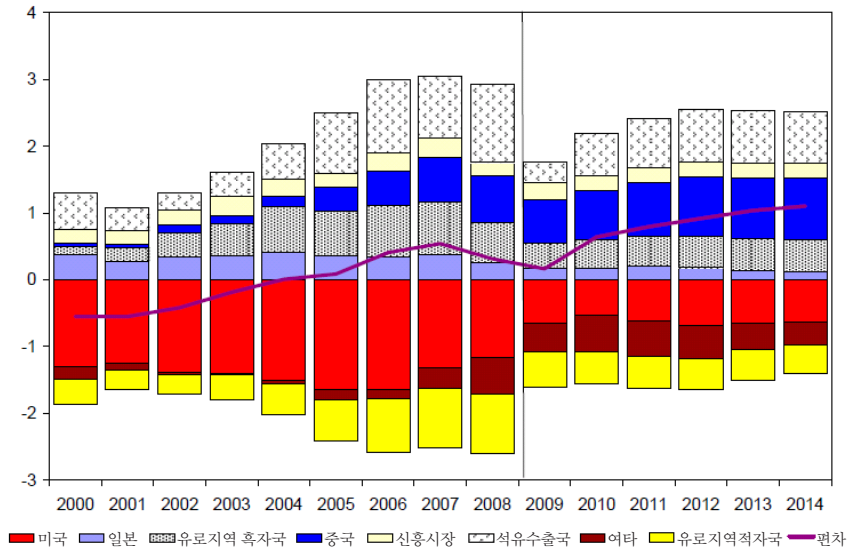
최근 세계적 금융위기 동안에 미국 경상수지 적자의 크기가 줄어들었다. 투자가 줄고 저축이 늘었다. 국제무역과 국제자본이동 자체가 감소했다. 석유가격과 상품가격이 하락하고 산유국의 흑자가 줄었다. 위기의 진앙지가 미국임에도 달러가치는 떨어지지 않았다. 안전자산으로서 최종대부자의 기능을 한 것이다. 미국으로 자본유입은 2008년에 주춤하다가 2009년에 재개되면서 주식시장도 회복되었다.

신흥시장이 자기보험전략, 금융미숙 등을 극복 못 하고 선진국 금융자산을 계속 선호

하든지, 이미 보유한 달러자산의 가치손실을 막으려고 계속 보유를 늘리면 자본의 uphill flow가 지속되고 글로벌 불균형이 심화될 것이다. 미국은 재정적자가 높은 수준으로 유지될 것이다. 금융규제의 향상으로 위험의 과소평가는 사라지겠지만, 자본비용은 높아진다. 투자효율 제고에 노력이 필요하다. 글로벌 불균형의 악화와 경착륙을 막기 위해서는 국제적 위험분산 메커니즘을 도입하고 안전자산 과잉수요를 제한해야 한다. 선진국은 재정팽창을 중단해야 한다. 흑자 신흥국은 수출을 자제하고 내수로 눈을 돌리며, 과다저축을 줄이기 위해 사회안전망을 확충할 필요가 있다. 공기업의 배당을 늘리고 채권시장을 육성할 것이 요구된다. 그러나 기본적으로 글로벌 불균형은 ‘均衡’현상이므로 이의 완화를 너무 강조하지 말라는 것이 이들의 주장이다[Servén and Nguyen(2010)].

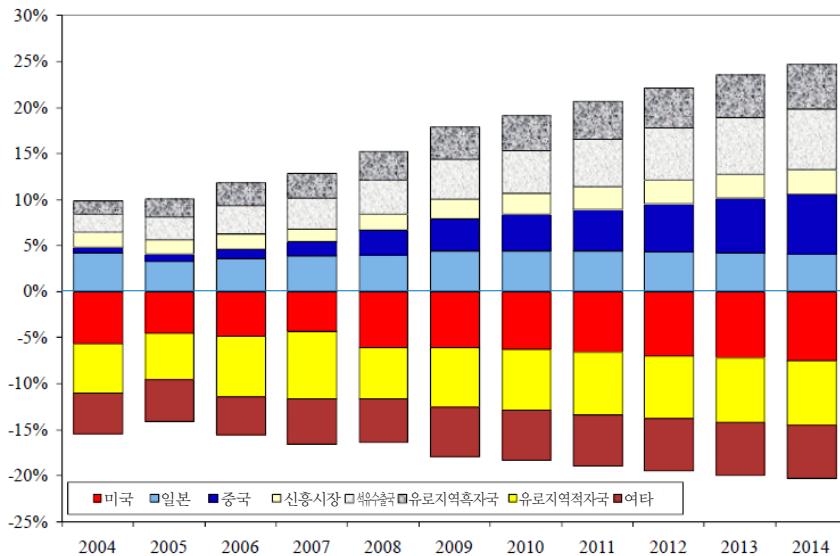
글로벌 불균형을 ‘좋은’ 불균형과 ‘나쁜’ 불균형으로 구분할 수도 있다. 물론 ‘나쁜’ 불균형은 서둘러 해소해야 한다[Blanchard and Milesi-Ferretti(2009, 2011)]. ‘좋은’ 불균형은 경제발전 수준이나 인구패턴 등 경제 펀더멘탈을 반영한 저축, 투자, 금융시장의 결과로 나타난 것을 말하며 ‘나쁜’ 불균형은 왜곡, 외부효과, 위험 때문에 생긴다. 구체적으로 나쁜 적자는 금융규제실패로 인한 신용팽창, 재정당국의 잘못된 행위 때문에 발생하는 국민저축의 감소 등에 기인한다. 좋은 적자는 일시적으로 낮은 수출가격이나 밝은 미래 경제전망으로 저축이 줄어드는 경우, 높은 자본의 한계생산성에 따른 고투자 등이다. 나쁜 흑자는 사회보험의 부족이나 기업지배구조의 결함으로 저축이 높아지거나 비효율적 금융중개에 의해 투자가 낮아지는 등의 결과인데 이런 왜곡은 종종 저평가된 환율을 동반한다. 좋은 흑자는 인구고령화에 대비한 저축증가, 국내에서 투자기회의 제한, 교역재 부문의 생산성 외 부효과에 기인한 수출주도 성장전략과 이에 따른 저내수, 고수출 등이다.

그러나 좋은 불균형이나 나쁜 불균형을 막론하고 적자국은 sudden stop과 전파효과의 가능성이 상존하며 자본이동의 지나친 변동은 유동성 위험이 따른다. 흑자국의 경우 수출주도 성장전략이 불공정경쟁을 불러올 수가 있고, 흑자국이 流動性 陷穽(liquidity trap)에 빠지면 세계적 수요부족과 경기침체가 우려된다. 일반적으로 21세기에 들어 미국의 저축감소는 ‘나쁜’ 적자의 신호로 받아들이며, 2005-2008년간 금융과잉은 결국 위기를 초래했다. 2007년에 IMF는 글로벌 불균형의 완화를 위해 미국의 저축증대와 재정적자 축소, 중국의 소비증가 및 환율조정, 사우디아라비아의 내수증가와 성장, 유로지역과 일본의 구조개혁과 생산성 제고 등을 처방했다. 이 처방은 아직도 유효하다. 세계금융위기 때문에 2009년에는 불균형이 약간 줄었다. 그러나 <그림 3>과 <그림 4>에서 보는 바와 같이 보수적으로 잡아도 경상수지 불균형은 다시 서서히 늘어갈 전망이고 이에 따라 순해외자산보유의 불균형은 증가일변도일 것이 예상된다. 이를 막기 위해 미국의 재정지출 축소, 중국의 사회보험



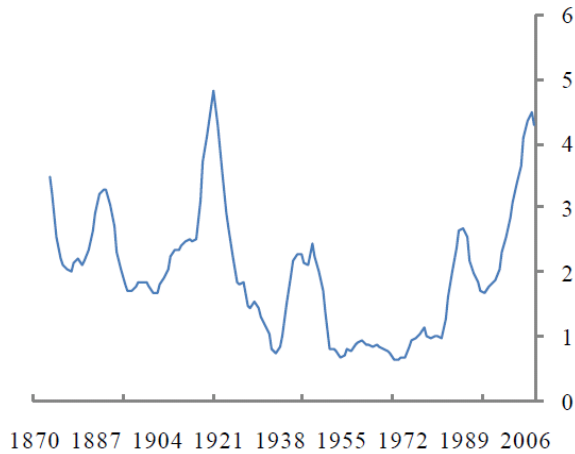
資料: IMF, *World Economic Outlook*, October 2009, Blanchard and Milesi-Ferretti(2009)에서 전제.

〈그림 3〉 經常收支 展望 (世界 GDP의 %)



資料: Lane and Milesi-Ferretti, *External Wealth of Nations database*, Blanchard and Milesi-Ferretti (2009)에서 전제.

〈그림 4〉 純海外資産 展望 (世界 GDP의 %)



資料: Haldane(2010).

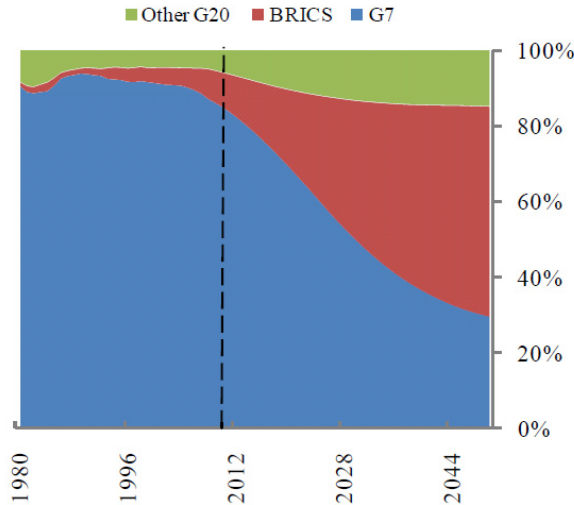
〈그림 5〉 經常收支(13個國 絶對값의 畵, 統畵 GDP의 %)

과 기업지배구조 개선, 가계와 중소기업의 신용접근성 확대, 신흥시장국들의 수출주도에서 내수주도 성장으로 전환, 석유가격이 상승한다는 기대 하에 석유수출국들의 사회인프라투자 등 국내수요증대, 전 세계적으로 유동성 확대 등이 필요하다(ibid.).

미래의 글로벌 불균형에 대한 영국중앙은행의 전망은 훨씬 암울하다[Haldane(2010)]. 경상수지 불균형(경상수지의 절대값의 합)은 금융세계화, 즉 자본시장통합의 척도이기도 하다. 〈그림 5〉에서 보듯이 국제자본이동은 U자 형태를 보이는데 이것은 금본위제 시기의 자유로운 이동과 전간기의 혼란, 브레튼 우즈 시기의 자본통제, 변동환율제 기간, 특히 최근의 급속한 자본흐름을 보여준다. 그러나 이것이 ‘나쁜’ 불균형일 수도 있어서 문제가 되는 것이다.

저축을 정부, 가계, 기업으로 나누어보면 중국의 1990년대 초 이후 기업저축 급증이 눈에 띈다. 이윤과 생산성, 배당 대신 사내유보가 늘어났기 때문이다. 이것은 미래성장전망이 밝은 탓도 있겠지만, 기업의 외부자금조달이 빈약하고 지배구조가 왜곡되어 외부투자자의 충분한 평가와 규율이 부족함을 반영한다. 이것은 미국의 19세기와 비슷한 현상이다. 가계저축을 보면 저축률이 미국 5%, 중국 20%이다. 중국은 사회보험이 발달되지 않아 교육, 연금, 의료비 등을 준비하느라 저축률이 높고, 미국의 저축은 순자산의 크기와 역관계를 갖는데 주택가격이나 주가가 오른 것이 저축률을 저하시킨 원인이라고 할 수 있다. 그 배경에는 金融自由化和 住宅信用緩和가 있다.

미래의 전망은 어떨까. 금융세계화가 더욱 진행될 예정이다. 신흥시장국의 성장속도가



資料: IMF, U.S. Census Bureau, Penn World Table and Bank of England calculations, Haldane(2010)에서 전재.

〈그림 6〉 G20 總 海外資産에서 各 地域이 차지하는 比重 展望

빨라 G20국의 소득이 수렴하면 자본시장통합이 심화된다. 자본이동이 G7 이외의 국가에서 유출하는 형태로 늘어날 것이다. 자연히 글로벌 불균형이 커질 전망이며 〈그림 6〉에서와 같이 BRICS 국가의 해외자산 비중이 높아질 것이다. 이와 함께 버블과 금융위기의 가능성도 커지며 달러의 준비통화 지위가 하락할 것이다. 저축행위의 영향도 이에 가세한다. 선진국 인구가 고령화하면서 주요 저축연령인 40-59세의 구성비가 줄어들고 신흥시장국은 상대적으로 늘어날 것이다.<sup>(8)</sup> 결국, 글로벌 불균형은 폭발적으로 커질 전망인데 이를 해결하는 문제는 시급하다.

#### 4. 에필로그

미국의 부채가 증가하면서 많은 학자가 트리핀 딜레마를 떠올렸다. 글로벌 불균형이 지속될 수 없으므로 스타인의 법칙에 따라 경착륙의 혼돈이 닥칠까 우려했다. 그러나 미국발 금융위기가 터져 1930년대 이후 최대의 세계적 불황이 도래했음에도 불구하고 달러에서의

(8) 젊은 이민유입이 많은 미국과 산아제한을 엄격히 해 온 중국은 예외일 수 있다. 또한, 신흥시장국의 사회보험이 발달하여 저축률을 낮추는 요인으로 작용할 수 있다.



대규모 이탈 사태는 일어나지 않았다. 민간의 달러투자 증가세는 반전했으나 여타국 중앙은행은 오히려 안전자산인 달러를 추가로 구매했다. 페니 메, 프레디 맥 채권은 줄었지만, 재무부증권 보유량은 오히려 늘었다. 달러의 국제화폐로서, 지불수단과 회계단위와 가치저장의 수단으로서의 위치는 하락하지 않았고, 아직도 불안한 투자자들은 달러에서 최종적 안식처를 찾았다. 트리핀 딜레마는 논리적으로만 존재하고 현실에서는 당분간 잠수상태인 것으로 보인다. 달러의 국제화폐와 준비자산으로서 역할은 약화되지 않았다. 공적 외화준비금 중 달러비중은 2002-2003년에 66%이던 것이 2010년 일사분기에 61%로 조금밖에 줄지 않았다[Eichengreen(2011, p. 123)]. 2009년 중엽 기준으로 달러에 통화를 고정시킨 나라는 54개국이며 유로고정국은 27개국이다[Eichengreen(2011, p. 125)].

이렇게 달러의 위치가 공고한 이유는 무엇일까. 우선 미국경제의 규모와 금융시장의 크기가 세계 1위이며, 달러표시증권의 유동성이 매우 높다. 또한, 오랫동안 국제통화 역할을 해왔다는 관성이 여타국 경제활동에 편의를 제공하고 있다는 사실도 중요하다. 그리고 대안적 국제화폐로서 거론되는 통화들의 약점을 따져보는 것도 의미가 있다. 파운드스털링이나 스위스프랑은 영국경제의 규모가 미국의 1/6, 스위스는 1/30밖에 안 되어 경쟁상대가 못된다. 일본은 경제적으로 훨씬 큰 나라이지만 일본정부가 오래전부터 경쟁적 환율유지와 산업정책추진을 위해 엔화의 국제적 사용을 꺼렸던 유산이 있는데다가 이자율이 제로에 가까워 엔화가 외국인에게 매력을 잃었다. 중국의 인민폐(유안)는 중국 금융시장의 성숙도가 낮아 중국 스스로도 인민폐의 국제화폐 지위 달성목표를 2020년으로 잡고 있다. 흑자국인 데다가 주변부와 보완적이기보다 경쟁을 추진하고 있으므로 이 목표도 달성이 쉬워 보이지 않는다. SDR을 2,500억 달러 추가분배하기로 한 2009년 4월의 결정이 실현된다 해도 SDR의 총규모는 세계준비금의 5% 미만이며 SDR시장이 깊고 유동적이 되어야 효과를 발휘할 것이다.

그렇다면 남은 대안은 유로밖에 없다. 다행히 유로사용지역은 경제규모도 크고 다국적기업도 많으며 유로지역은행들의 외국지점도 많다. 중앙은행으로 ECB의 지위도 주목할 만하고 물가안정과 긴급대부자 역할을 충실히 수행하고 있다. 유로지역은 정부공채스톡도 풍부하고 금융시장이 잘 발달되어 있다. 2010년 기준으로 유로는 총 외환시장 거래액의 37%, 총 국제채권발행의 31%, 중앙은행들의 외화준비의 28%를 차지했다.

그러나 유럽의 채권시장 규모가 더 커야 하고 유동성이 더 높아져야 할 것이다[Eichengreen(2011, p. 130)]. 무엇보다도 유로는 단일국가의 통화가 아니라는 약점이 있다. 그리스 국가부도사태 같은 위기에 독일의 유권자들이 기꺼이 세금을 걷어 도와주려 했을 것인가.

유럽통화통합은 경제적으로 이점도 많았다. 환율이 안정되어 유럽증권시장이 성장하고 자본비용이 하락했다. 가격투명성이 높아지고 국경외무역이 성장했다. 상품시장 경쟁으로 생산성이 상승했다. 중장기적으로 유로화가 각 개별국가통화보다 더 깊고 유동적인 금융 시장을 발달시켰으며 안정성도 크다[Eichengreen(2008, ch. 6)]. 그러나 유럽통화동맹 때부터 경제적 가능성과 그 이후 성과평가에서 회의적인 시각도 많다. 화폐통합 없어도 무역증가에는 애로가 없었을 것이다. 경기순환적 실업에 대처하기가 어렵게 될뿐더러 장기적으로는 인플레이션이 높아질 것이었다[Feldstein(1997)]. 유로가 국가 간 금융통합을 촉진시켰으나 이것은 입법규정수렴이나 무역증대 때문이 아니고 현금위험의 감소에서 비롯된 것이다[Kalemi-Ozcan, Papaioannou, and Peydro(2009)].

그래서 어떻다는 것인가. 상당히 오랫동안 달러가 국제통화 지위를 잃지 않을 것으로 보인다. 그러나 지금도 어느 정도 그렇지만 조만간 달러와 유로가 국제통화 역할을 분담할 전망이다. 더욱 장기적으로는 금융성숙도의 상승에 따라 중국 인민폐, 인도 루피, 브라질 레알 등이 동참하여 다중 국제통화체제로 진행될 것이 기대된다[Eichengreen(2011, p. 151)]. 3.3절에서 권고한 처방이 효과를 발휘하여 글로벌 불균형이 완화되기를 바라마지 않는다. 특히 미국경제가 회복되고 재정적자가 줄어드는 것이 관건이다.

서울大學校 經濟學部 教授

151-746 서울특별시 관악구 관악로 599

전화: (02)880-6375

팩스: (02)886-4231

E-mail: dyang@snu.ac.kr

## 參 考 文 獻

양동휴(2004): “마셜플랜의 경제적 성과와 의의: 서독의 재건과 유럽통합의 추진,” 『경제사학』, **37**, 195-252.

\_\_\_\_\_(2005): “미국의 세기: 미국 주도 세계화의 경제적 측면,” 『미국학』, **28**, 209-234.

\_\_\_\_\_(2007): “연합국 점령 하의 서독(1945-55)과 일본(1945-52) 경제: 지역통합, 집단안보, 무역망구축,” 『국제지역연구』, **11**, **1**, 810-836.

\_\_\_\_\_(2009): “1930년대 세계대공황과 2008년 위기,” 한국은행 금융경제연구원, 『금융경제연구』, **407**.

- Bernanke, Ben S.(2005): “Remarks by Governor Ben S. Bernanke: The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” The Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, VA (March 10). <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>.
- \_\_\_\_\_(2007): “Remarks by Governor Ben S. Bernanke: Global Imbalances? Recent Developments and Prospects,” The Bundesbank Lecture, Berlin (September 11), *BIS Review* 99/2007.
- Blanchard, Oliver, and Gian Maria Milesi-Ferretti(2009): “Global Imbalances: In Mid-stream?” IMF Staff Position Note SPN/09/29, December 22.
- \_\_\_\_\_(2011): “(Why) Should Current Account Balance Be Reduced?” IMF Staff Discussion Note SDN/11/03, March 1.
- Caballero, Richardo J.(2010): “The ‘Other’ Imbalance and the Financial Crisis,” NBER Working Paper **15636**, January.
- Cooper, Richard N.(2008): “Global Imbalances: Globalization, Demography, and Sustainability,” *Journal of Economic Perspectives*, **22**, **3**, 93-112.
- \_\_\_\_\_(2010): “Understanding Global Imbalances,” in Michael Spence and Danny Leipziger(eds.), *Globalization and Growth: Implications for a Post-Crisis World*, World Bank, 95-108.
- Dadush, Uri(2011): “Global Rebalancing: The Dangerous Obsession,” Current History, Carnegie Endowment for International Peace, January. <http://www.carnegieendowment.org/publications/index.cfm?fa=view&id=42261>.
- Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau, and Peter Gabor(2003): “An Essay on the Revised Bretton Woods System,” NBER Working Paper **9971**, September.
- Eichengreen, Barry(2004): “Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods,” NBER Working Paper **10497**, May.
- \_\_\_\_\_(2007): *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, MIT Press.
- \_\_\_\_\_(2008): *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, 2nd ed., Princeton University Press.
- \_\_\_\_\_(2009): “The Financial Crisis and the Global Policy Reforms,” Paper Presented at the FRB of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA., October 19-20.

- \_\_\_\_\_ (2011): *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford University Press.
- Feldstein, Martin(1997): “The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability,” *Journal of Economic Perspectives*, **11**, **Fall**, 23-42.
- Ferguson, Niall(2008): *The Ascent of Money: A Financial History of the World*, Penguin Press; 김선영 옮김(2010), 『금융의 지배: 세계 금융사 이야기』, 민음사.
- Haldane, Andrew G.(2010): “Global Imbalances in Retrospect and Prospect,” Bank of England, Chatham House Conference on New Global Economic Order, November 3.
- IMF: *International Financial Statistics*, various years.
- Kalemi-Ozcan, Sebnem, Elias Papaioannou, and José-Luis Peydró(2009): “What Lies beneath the Euro’s Effect on Financial Integration: Currency Risk, Legal harmonization, or Trade?” NBER Working Paper **15034**, June.
- Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff(2009): “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes,” CEPR Discussion Paper **7606**.
- Rajan, Raghuram G.(2010): *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press.
- Servén, Luis, and Ha Nguyen(2010): “Global Imbalances before and after the Global Crisis,” World Bank Policy Research Working Paper **5354**, June.
- Statistical Abstract of the United States*, various years.
- Triffin, Robert(1960): *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, Yale University Press.

**Abstract**

## Triffin Dilemma and Global Imbalances in Historical Perspective

Donghyu Yang

The failure of the Bretton Woods system has its roots in the Triffin Dilemma and the imbalance in the current accounts. Thanks to the reconstruction of West German and Japanese economies, dollar shortage was overcome, but afterwards the confidence in dollar dropped which culminated in the fall of the system. However, the role of the dollar as an international currency sustained with accumulation of the global imbalances. This situation did not change much even after the world financial crisis of 2008. Historical interpretation with diagnosis and prescription is tried.

**Keywords:** Triffin Dilemma, Bretton Woods system, Global imbalances, Crisis of 2008

