

# 추천 보고서

## IMF, 금융위기 감사보고서

### IMF의 감독무능 반성문:

요약·정리: 여경훈 (연구원) khyeo@saesayon.org

#### 개요

- 보고서 제목: IMF Performance in the Run-Up to the Financial and Economic Crisis: IMF Surveillance in 2004-2007
- 분석적 한계, 조직적 장애, 내부 지배구조, 정치적 제약 등 4개 범주로 나누어 IMF 감독 무능의 구조적 요인들을 지적한 내부 반성문
- 51페이지로 구성된 감사보고서의 원문은 아래 IEO 홈페이지에서 다운로드 받을 수 있음.  
[http://www.icio-imf.org/eval/complete/eval\\_01102011.html](http://www.icio-imf.org/eval/complete/eval_01102011.html)

#### 1 IEO(Independent Evaluation Office) 임무와 감사보고서의 주요 내용

- IEO는 2001년 설립된 IMF 집행이사회(Board of Executive Board)의 직속 기관으로, 내부 독립적 감사기관<sup>1)</sup>
  - 객관적 감사 활동을 통해 투명성을 제고하여, 1997년 아시아 외환위기로 무너진 IMF의 대외 신뢰도를 높이기 위해 설립
  - IMF의 감독 책임과 지배구조 문제 등에 대해 집행이사회에 주기적으로 감사보고서와 현안보고서를 작성
- 이번 감사보고서는 2008년 글로벌 금융위기가 진행되는 과정에서 IMF의 감독 무능력의 구조적 요인들을 분석
  - IMF의 주요 감독 기능은 경제위기를 방지하고, 조기경보체제를 가동하여 회원국들에 위기 확산 방지를 위한 정책 조치를 취할 수 있도록 하는 것.
  - 그러나 IMF는 연 2회 발행하는 세계경제전망(WEO)과 금융안정보고서(GFSR) 등에서 거시경제변수의 변동성이 완화되고 금융시장이 효율적이라는 'Great Moderation<sup>2)</sup>' 과 '시장효율성' 담론에 사로잡혀 금융위기의 타이밍, 규모 등을 전혀 예측하지 못하여 회원국들에 경고의 메시지를 전달하지 못하여 IMF 감독의 무능력을 드러냄
  - 이번 감사보고서는 IMF가 금융시장의 위기 요소를 식별하지 못하고, 조기경보 시스템을 제대로 작동하지 못한 분석적, 조직적 장애 요인들을 찾아내고 개혁 과제들을 제시하는 것을 목적
  - 분석적 결함, 조직적 장애요소, 내부 지배구조 문제, 정치적 제약 등 4개 범주로 나누어, 2004~7년 IMF 감독 활동을 감사하여 IMF의 무능을 초래한 요인들을 분석함
  - 이번 감사보고서를 작성하기 위해 2009년 7월, 2009년 11월, 2010년 4월, 세 차례 workshop을 개최하고, 2010년 10월 자문그룹과 내부 검토회의를 통해 보고서를 최종 완성. 2010년 2월9일 홈페이지를 통해 공개함.
  - 감사보고서 원문은 [http://www.icio-imf.org/eval/complete/eval\\_01102011.html](http://www.icio-imf.org/eval/complete/eval_01102011.html)

1) IMF 조직 구성에 대해서는 아래 그림을 참조할 것.

<http://www.imf.org/external/np/obp/orgcht.htm>

2) Great Moderation이란 금융시장의 변동성은 낮으면서도 세계경제의 고성장 기간에 진입했다는 버냉 킨을 비롯한 주류 경제학자와 정책담당자들이 2000년대 세계경제의 특징을 규정하는 담론.

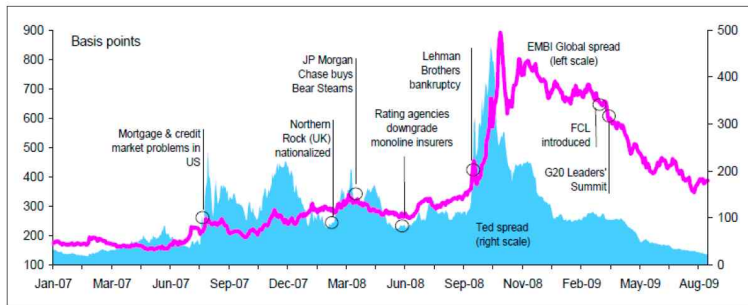
## 2 보고서의 주요 내용

### Ch.1 금융위기 발생 개요

- 2007년 중반에 글로벌 금융시장은 혼란에 빠지고, 2008년에는 전 세계가 1930년대 이후 최악의 금융·경제 위기에 휩싸임. 위기의 전개 과정은 매우 복잡하지만, 대부분의 애널리스트들은 다음과 같은 복합요인이 금융위기를 초래했음에 동의: 지속가능하지 않은 금융 레버리지와 위험 확대, 누적된 거시경제·금융 불균형성의 지속, 제약받지 않은 금융 혁신, 그리고 너무 많은 글로벌 유동성 등이 결합하여 발생. 그리고 많은 사람들은 미국과 다른 주요 선진국 금융 센터에서 느슨한 규제와 감독으로 인해, 레버리지와 파생상품의 광범위한 확산이 이루어진 것을 원인으로 파악. 일부는 '그린스펀 풋'에 따른 통화정책과 도덕적 해이, 그리고 대규모 자본유입의 문제점을 주로 지적.

- 위기는 몇 가지 파동을 따라 전개됨(그림1 참조). 미국의 주택 가격은 2006년에 최고점을 찍음. 2007년 중반, 미국의 서브프라임 시장에서 연체율 증가는 미국과 유럽의 일부 헤지펀드와 모기지 회사의 파산을 초래. 이에 따라 신용 스프레드가 폭등하고, 단기 은행 간 시장에서 유동성 문제가 발생. 2008년 초에는 대부분의 선진국 경제가 경기 하강 국면에 진입. 3월~9월, 베어스틴스, 패니메이, 프레디맥은 심각한 금융환경에 직면하여 정부의 구제금융을 받음. 9월, 리먼브러더스 파산은 유동성 위기와 자본 흐름의 갑작스런 붕괴를 촉발하면서 기존의 금융위험에 대한 재평가를 초래. 글로벌 경제활동의 급격한 감소와 함께, 신흥국 경제로 위기가 확산.

Figure 1. Timeline of Crisis in Advanced and Emerging Markets



Source: Reproduced from IMF (2009d).

3) 그린스펀 풋(Greenspan Put)이란, 대규모 시장 혼란이 발생하면 연방준비제도이사회가 금리를 내리고 유동성을 공급할 것이라는 시장의 신념 또는 확신을 말함.

- 이 보고서는 위기 진행 과정에서, IMF의 핵심 활동인 감독(surveillance) 목표를 얼마나 잘 준수했는지를 검토. IMF의 주요 임무는 세계경제를 감시하고, 국제적 통화·금융 안정성을 해치는 금융 위험에 빠지는 것을 차단하도록 지원하며, 회원국의 잠재적 리스크와 취약성에 대해서 경고하며, 필요한 정책 조정에 대해서 자문하는 역할.

- 2장에서는 평가 영역, 문제, 방법론을 포함한 평가 틀을 제시. 3장은 위기 진행 과정에서 IMF의 전달한 메시지를 평가. 4장은 IMF가 무능에 대해서, 그리고 5장은 감독 역할을 강화하기 위한 개혁 과제들을 제시.

### Ch.2 감사 틀(Evaluation Framework)

#### A. 감사위원회가 던진 주요 질문들

IMF는 위기의 타이밍, 규모 등을 예상하지 못하였고, 회원국들에게 경고의 메시지를 던지지 못함. IMF가 취약한 금융시스템을 초래했던 금융 리스크와 취약성의 진화 과정을 식별했는지, 그리고 리스크와 취약성에 대한 IMF의 메시지에 대해서 주로 검토. 특히 다음과 같은 문제들에 주목.

- 위기가 발생하기 전, IMF가 중요 금융센터에서 리스크와 취약성을 조사했는지, 그리고 얼마나 심도있게 조사했는지 검토.
- 실물경제와 금융부문의 잠재적 상호작용(거시-금융 연계; macro-financial linkages)에 대해서 어느 정도로 IMF가 분석했는지 검토.
- 위기가 발생한 회원국들에게 어떤 형태의 분석과 경고를 보냈는지 검토.
- 확산과 전염 리스크에 충분한 관심을 기울였는지, 그러한 위험을 완화시키기 위해 적절한 정책자문을 제시했는지 검토.
- 위기의 메시지를 전달하는데 IMF가 직면한 제약이 무엇이었는지 검토.
- IMF의 무능을 초래한 요인들은 무엇이었는지 검토.

### Ch.3 위기 진행 과정에서 IMF의 메시지

#### A. 주요 결론 사항

- 2004~2007년 중반, IMF는 금융위기를 초래했던 리스크와 취약성에 대해서 위기의 중심국가와 회원국들에 경고하지 않음. 그 기간 동안 IMF의 주요 관심 사항은, 무질서한 글로벌 불균형 전개에 따른 달러의 급격한 평가절하와 상품가격 상승에 따른 인플레이션 위험. IMF는 금융부문 대차대조표(balance sheet), 금융규제의 악화에 대해서 거의 관심을 기울이지 않음. 또한 통화정책과 글로벌 불균형, 그리고 신용확장과 자산버블의 연계 등에 대해서는 전혀 주목하지 않음. 서서히 발전하는

리스크를 처리하는데 기여했을 거시건전성 접근에 대해서는 토론하지도 못함. 심지어 2007년 4월이 될 때 까지, IMF의 주요 메시지는 기존의 양호한 글로벌 경제 환경에서 지속적인 낙관주의에 근거함. 스태프 보고서와 다른 IMF 보고서들은 긍정적 단기 전망과 근본적으로는 건전한 금융시장 상황을 지적하고 있었음. 금융혼란이 초래되고 나서야, IMF는 2007년 10월부터 세계경제전망보고서(WEO)와 금융안정성보고서(GFSR)에서 다소 주의가 담긴 목소리가 나오기 시작함.

- GFSR은 현실로 나타난 수많은 리스크를 확인하기는 했으나 효과적인 방식은 아니었음. 리스크에 관한 경고의 메시지는 거의 포함되지 못하였고, 낙관적인 경제 전망에 묻히고 말았음. 이는 은행의 대차대조표에 숨어 있는 리스크를 제거할 수 있다는 금융혁신의 능력에 대한 과신으로, 대규모 금융회사들은 포지션이 양호하고, 따라서 선진국 금융시장은 근본적으로 건전하다는 신념에서 비롯됨. 이러한 신념은 심각한 경기침체는 피할 수 있고, 글로벌 경제는 Great Moderation 기간에 진입했다는 아이디어를 발생시킨, 금융시장의 변동성은 낮으면서도 글로벌 성장은 상당기간 지속되었기 때문에 더욱 강화. 현실에 안주할 수밖에 없었던 또 다른 원인은, 새롭고 복잡한 금융 상품이 만들어 낸 취약성을 포착할 수 없었던, 스트레스테스트를 비롯한 분석적 테크닉들을 사용했기 때문

- IMF는 위기 발생 과정에서 잠재된 주요 리스크 요인들을 놓치고 말았음. 예를 들어 미국에서 위기가 발생하기 전 까지, 주택 가격 변동이 금융회사에 미치는 영향이나 리스크에 대해서 적당히 검토하지도 못함. 증권화 경향은 위험을 분산하고, 그림자 금융시스템의 급격한 확대와 레버리지 증가가 제기하는 금융시스템 리스크에 대해서 너무도 낙관적이었음.

실제로, 결국에는 금융시스템에 문제를 초래했던 급격한 금융혁신을 용인한 느슨한 규제와 감독에 대해서 미국을 찬양하기도 함. 게다가 다른 선진국들에게 금융혁신을 더욱 강화하는데 기여할 수단으로 미국과 영국의 접근법을 따를 것을 권고함. IMF는 주택 버블을 추동하는 것이 무엇이며, 통화·금융정책이 이 과정에서 어떤 역할을 수행할 수 있는지에 대해서 충분히 분석하지 못함.

- IMF는 글로벌 경상수지 불균형의 지속과 확대 문제를 처리할 필요성을 강조했지만, 불균형이 금융시스템에 구축되고 있었던 시스템 리스크와 어떻게 연계되어 있는지 검토하지 못함. IMF는 오로지 달러 자산의 급격한 인출에 따른 달러가치의 급격한 평가절하와 금리 상승의 리스크에만 초점을 맞추고 있었음.4)

- 신흥국 경제와 다른 선진국 경제에 대해서는 개선된 측면이 있었으나, 주로 전통적인 거시경제 리스크에만 관심을 기울였지 이번 위기에 나타났던 것에는 관심을 기울이지 못함. 2006년 GFSR에

4) 글로벌 불균형의 축소는 미국의 민간부문의 지출이 감소함에 따라 금융위기 동안 일어남. 반면 달러는 안전 자산이 되었으며 글로벌 금리는 최저치로 떨어짐.

서 제기한 우려에도 불구하고, 선진국 경제로부터 위협의 확산이나 전염에 대해서는 전혀 관심을 주지 못함.

- 다자 감독 기능은 관련 리스크를 일부 확인했음에도 불구하고 금융부문 위험을 다루기 위한 긴급한 필요성에 대해서 회원국들에게 명확한 메시지를 전달하지 못함. 위기의 직접적 당사자인 미국과 영국에 대한 양자 감독 기능은 관련 취약성을 조명하는데 실패함.

## B. 다자 감독 기능

- 2007년 10월까지 세계경제 전망에 관한 IMF의 핵심 메시지는 [Box1]에서 보는 것처럼 매우 낙관적. 위기 발생 이후 처음으로, 2007년 10월 WEO와 GFSR을 통해서 금융시장 상황에 따라 경제 전망이 “어긋날”(derail) 수 있고, 금융시장의 변동성이 높아지고 급격한 디레버리징과 위험자산 축소가 일어날 수 있다고 경고함. 그럼에도 불구하고, IMF는 대규모 금융회사들은 심각한 스트레스를 견뎌낼 수 있기 때문에 금융위기는 억제될 수 있다고 믿고 있었음.

2008년 4월 GFSR에서는 일부 대형 금융회사들도 파산 문제(solvency problem)에 빠질 수 있으며, 손실 규모는 1조 달러로 높아질 수 있다고 추정함. 그러나 2008년 여름까지도, IMF는 위기가 방지될 수 있다는 공식적 언급에 점점 더 확신하고 있었음.

### BOX1. 다자 감독 기능: 글로벌 경제에 대한 장밋빛 전망

\* WEO의 낙관적 세계경제전망

- 2004년 4월: 10년 내에 가장 낙관적 / 9월: 가장 강력한 성장률을 보이는 한 해가 될 것이라 기대
- 2006년 4월: 보기 드물게 성공적인 시기 / 9월: 강한 성장세
- 2007년 4월: 글로벌 성장은 지속적으로 강할 것; 2006년 9월 이후 글로벌 경제 리스크는 감소

\* IMF 고위 관료들의 공식적 발언들

- 2007년 8월: 글로벌 경제 전망은 매우 좋음
- 2008년 여름: 미국은 경착륙을 피하고 있음 / 최악의 뉴스는 지나감
- 2008년 7월: 금융경색의 위험은 완화되고 있음

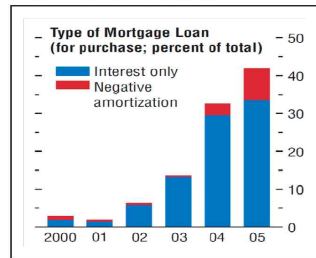
\* GFSR의 낙관적 경제전망

- 2004년 가을: 단기간에 시스템 위협이 올 가능성은 거의 없음
- 2006년 4월: 글로벌 금융시스템은 개선됨 / 강력하고 탄력적
- 2007년 4월부터 “금융리스크는 변하고 있다”며, “특정시장의 투자포지션 확대는 상황이 변할 때 무질서한 상황을 초래할 수 있다”고 경고. 그러나 여전히 “글로벌 금융안정성 기반은 튼튼하다”고 강조

- IMF, 특히 GFSR은 위기가 이미 분출하기 시작한 2008년 봄 전까지, 대형 금융기관에서 발생하고 있는 취약성에 대해서 조명하지 않음. WEO는 선진국 부동산시장의 가격 상승에 대해서 반복적

으로 우려를 표명했지만, 실물경제에 미치는 잠재적 영향에 대해서만 배타적으로 초점. 2006년 미국 부동산시장이 정점에 도달하기 바로 직전, 미국에서 비전통적인 주택담보대출 시장의 비중 상승에 대해서 다음과 같이 해명함. "주택담보대출의 연체율은 역사적으로 매우 낮은 상태다. 주택시장의 증권화에 따라, 주택시장 연착륙의 금융부문에 대한 영향은 매우 제한적일 것이다."

Figure 2. U.S. Mortgage Loans



Source: WEO, April 2006, p.18.

• IMF 경제 자문은 2005년 8월, 연준 Jackson Hall에서 열린 컨퍼런스에서 금융부문의 리스크 증가에 대해서 경고함. 당시 지배적인 견해와 달리, Rajan은 위험을 분산할 수 있는 금융혁신의 능력에도 불구하고, 과거보다 금융부문이 초래한 혼란에 직면할 가능성이 높음에 주목. 폭발적으로 증가하고 있는 신용부도스왑(Credit Default Swap)과 비은행 중개기관이 관리하는 저축 증가에 대한 신뢰가 저하되면, 은행 간 시장의 경색과 전면적 유동성위기로 치달을 수 있다고 경고함. 따라서 "자산가격 버블을 방지하기 위해...감독의 경계를 강화"시킬 필요성과 "중앙은행은 모든 가능한 유동성 부족 사태를 경계"할 필요가 있다고 주문함. 따라서 "확률은 낮지만 매우 비용이 높은 하강리스크에 대비해야 한다"고 결론. 경제 자문 지위의 중요성에도 불구하고, Rajan의 분석과 우려에 대한 후속작업은 이루어지지 못함. 또한 그의 견해는 IMF의 운영 프로그램이나 핵심 보고서에도 영향을 미치지 못함.

C. 중요 금융센터에 대한 양자 감독 기능

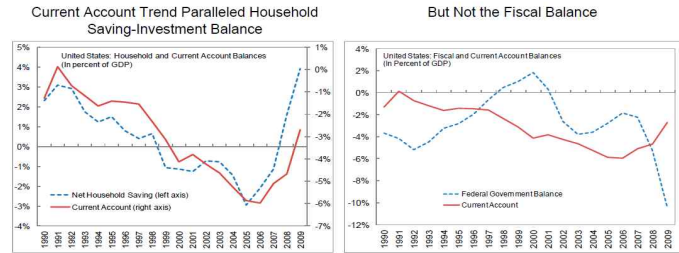
• IMF는 위기의 진원지인 대형 금융센터의 관행과 정책들을 대부분 공개적으로 지지함. 금융부문 이슈에 대해서는, 충격(shocks)을 흡수할 능력이 있다고 확신한 미국과 영국, 유로 지역 당국의 판단에 대부분 의존. **지배적인 관점은, 선진국의 금융시스템은 튼튼하고 규제와 감독 제도는 견고하고 정교하다는 것.**

• 미국경제에 대한 IMF의 감독 기능은 정책당국에 관련 위험과 정책 약점에 대해서 경고하는데 실패함. 실제로 IMF의 견해는 미 연준과 거의 유사했기 때문에 미국의 금융시장과 당국의 내세운 정책에 대해서 옹호함. 미국경제에 대한 핵심 우려는 점증하는 경상수지 적자에서 발생하는 리스크였고, 따라서 재정긴축이나 자본유입을 이끌기 위해 지속적인 금융혁신을 권고함. 금융혁신과 해외자본, 그리고 주택과 증권화 버블 간 상호관계를 적절히 조사하지 못함. 가계의 과다 차입 문제에 대한 대응으로서 건전성 규제 조치를 사용할 것을 주문하지도 못함.

• 2006년 IMF의 정책개발부서(PDR)의 분석에 따르면, 경상수지 적자는 재정적자와는 거의 상관관계가 없으며, 가계의 저축투자 밸런스와 밀접한 상관관계를 보임을 입증함. 이러한 지적에도 불구

하고, 신용과 주택 가격 버블에 통화정책이 어떠한 역할을 했는지 주목받지 않았고, 가계의 저축투자 불균형을 시정하려는 정책 또한 거의 관심을 받지 못함.

Figure 4. Trends in U.S. Current Account, Household Saving/Investment Balance, and Fiscal Balance, 1990-2009



Source: Bakker and Meier, "Asset Price Booms, Monetary Policy, and Global Imbalances," IMF Mimeo, 2006; U.S. Bureau of Economic Analysis.

• IMF는 증권화(securitization)의 위험 다각화 기능의 편익을 선전하는데 주력하고, 주택가격 하락의 가능성에 대해서는 경시함. 주택가격이 하락하기 시작한 이후에도, 스태프들은 금융기관에 대한 영향은 크지 않을 것이라고 믿고 있었음. 그럼자 금융시스템(shadow banking system)의 규제 차이 문제는 주목되지 못했고, 서브프라임 이슈에 관한 첫 번째 분석은 문제가 이미 표면화된 6개월이 지난 2007년 7월 스태프 보고서를 통해서 나타남. 그러나 대형 금융기관의 수익성과 자본 적정성에 기초한 건전성과 복원력에 대해서 여전히 낙관적. 보고서의 핵심 메시지는 여전히 "가장 유력한 시나리오는 미국경제의 연착륙".

• IMF는 2004~07년 동안 반복적으로 미국 정부에 요청했지만 미국은 동의하지 않았고, 따라서 미국에 대한 금융부문 평가프로그램(FASP)을 실행하지 못함. FASP는 정책 당국과 금융전문가들이 포괄적인 방식으로 금융부문 이슈를 검토할 수 있도록 도와줄 수 있었지만, 프로그램을 실행하지 못해서 유감.

BOX2. 미국경제의 금융혁신과 리스크에 대해서 낙관적인 IMF

- \* 서브프라임 증권화: 서브프라임 연체율 상승은 고위험 MBS의 스프레드 상승을 초래함. 그러나 모기지 시장의 Alt-A 부문을 넘어서 전염될 위험은 거의 없음.(2006)
- \* 금융 건전성: 주요 상업투자은행은 건전한 금융포지션, 시스템 리스크는 매우 낮음. 은행시스템의 수익성과 자본적정성은 국제적 기준으로 매우 높음. 최근 서브프라임 시장의 어려움에도 불구하고, 디폴트 리스크에 대한 시장 반응은 양호함.(2007)
- \* 혁신과 리스크: [신용평가기관은] 다양한 구조화 부문의 거래를 평가하는데 특별한 지위를 지님.(2006) 과잉과 패닉의 사이클은 사라지지 않았지만, 시장은 스스로 교정하고, 그렇게 할 수 있음을 입증함.(2007)
- \* 규제: 미국의 금융부문을 복원력이 뛰어나고 잘 규제되어 있음.(2005) 금융혁신의 핵심은 시장력이 스스로 작동하도록 하는 것.(2007)
- \* 금융혁신과 자본유입: 혁신적이고 유동적인 미국 채권시장은 해외자본에 여전히 매력적이지만, 비교우위를 유지하기 위해서는 다른 금융센터보다 더욱 빨리 혁신해야 함.(2007)

#### D. 다른 IMF 회원국에 대한 감시 기능

- 아이슬란드, 아일랜드, 스페인과 같은 상당수 IMF 선진국들은 대규모 경상수지 적자, 부동산 버블, 부채 규모의 급격한 증대 등 미국과 영국에서 발생한 금융리스크와 유사한 문제들(유동성 초과, 국경 간 자금조달, 취약한 리스크 관리, 낮은 리스크 프리미엄 등)에 직면하고 있었음. 아이슬란드에 대한 감독에서 은행시스템의 과잉이 초래하는 리스크를 강조하지 못했고, 주로 경기과열의 가능성에 대해서만 주목하고 있었음.

##### BOX4. 2007~8년 IMF는 아이슬란드에 대해서 어떻게 평가하고 있었나?

\* 은행 자산이 2003년 GDP의 100%에서 거의 1000%로 폭발적으로 증가했음에도 불구하고, 금융부문 이슈는 2007년 평가에 초점이 아니었음. 대신에 IMF는 경기과열의 가능성을 우려하고, 스태프 보고서는 아이슬란드의 전반적인 전망에 대해서 낙관적. 예를 들어 “아이슬란드의 중기 전망은 부러운 상태다. 공개적이고 유연한 시장, 건전한 금융회사들은 아이슬란드로 하여금 세계화가 제공하는 기회의 편익을 누릴 수 있게 하였다.” 보고서는 또한 은행 부문에 대해서도 다음과 같이 긍정적인 상황으로 묘사하고 있었음. “은행 부문은 대규모 신용, 시장 충격을 견딜 정도로 잘 정비되어 있고, 취약성을 줄이고 복원력을 높이기 위해 과거에 상당한 진전을 이루었다.”

아이슬란드 3대 민간은행의 건전성과 생존 능력에 관한 심각한 의문(대외자산을 취득하기 위해서 해외에서 자금을 조달하는 헤지펀드처럼 운영되고 있으며, 레버리지 증가는 금융시스템에 위협하다고 경고)이 투자은행과 이사회 구성원들에 의해 제기되었지만, 이러한 견해들은 IMF 감독 기능에 영향력을 미치지 못함.

2008년 8월, 위기가 발생하기 불과 몇 달 전, 업데이트 된 평가서에서도 “은행시스템이 보고한 금융 지표들은 규제의 최소 기준을 넘어서고 있고, 스트레스 테스트에 따르면 시스템은 복원력이 뛰어나다”고 평가함.

#### Ch.4 IMF의 조기경보 시스템은 왜 실패했는가?

- IMF가 위험을 확인하고 명확한 경고 메시지를 전달하지 못한 데에는 다양한 요인들이 혼재되어 있음. 분석적 결함, 조직적 장애, 내부 지배구조 문제, 그리고 정치적 제약으로 범주를 나누어 분석함.

#### A. 분석적 결함

- 주요 선진국에 대한 감독 기능이 실패한 주요 요인은 바로 분석적 결함에 있었음. 분석적 결함이란 집단사고(groupthink)와 인식적 편견, 그리고 분석 접근법/지식 간극(gap) 등을 말함. 첫 번째 유형은 사고 과정과 의사결정을 가리키며, 두 번째는 스태프가 사용한 접근법과 방법론을 말함.

- 인지 편향(cognitive biases)이 중요한 역할을 했는데, 집단사고란 집단 내 사고의 동질적 경향으로서, 주도 집단이 기본 가정에 대해서 거의 도전하지 않고 특정 패러다임 내에서만 이슈를 고려하는 것을 말함. IMF 스태프(주요 거시경제학자들)의 지배적인 견해는 **시장훈육과 자기규제로 금융회사의 심각한 문제를 방지하는데 충분하다**는 것. 그들은 또한 금융시스템에서 차지하는 비중이 증가하는 특정 대형회사에 대한 최소 규제만으로도, 금융시장은 안전하게 성장할 수 있고 선진국 경제에서 위기가 발생할 가능성은 거의 없다고 믿었음.

- IMF 스태프들은 금융시스템은 건전하고 탄력적이라는 미국과 영국, 다른 선진국 금융당국의 견해에 대해서 기본적으로 동의하고 있었음. 시장시스템은 자원을 효율적으로 배분하고, 위험을 부담하도록 준비가 되어 있는 당사자에게 위험이 재분배될 수 있다는 패러다임에 의견이 일치되었음. IMF는 선진국 금융당국의 평판과 전문가들에 과도하게 영향력을 받고 있었음, 이것은 지적 포획(intellectual capture)의 케이스라고 말할 수 있음.

- 확증 편향(confirmation biases)이란 자신의 기대(또는 신념)에 조응하는 정보만 주목하고 조응하지 않는 정보를 무시하는 사람들의 경향을 말함. 이는 왜 IMF 스태프들이 다른 위험을 알리는 증거들은 무시한 채, 글로벌 안정성에 대한 주요 우려 사항으로 글로벌 불균형과 달러가치 평가절하에만 주목했는지를 설명함.

- 분석적 접근법의 선택과 상당한 지식 간극은 왜 위험과 취약성을 확인하지 못했는지를 설명함. 아시아 금융위기 이후 IMF 감독 기능에서 거시-금융 연계 분석에 대한 관심이 더욱 요청되었음에도 불구하고, 거시부문과 금융부문을 연계하는 분석은 충분하지 못했음. 경제학 전문가들과 IMF 경제학자들에 공통적인 견해에 따르면 금융이슈는 핵심적 분석대상이 되지 못함. 따라서 그러한 연관관계를 분석할 개념적 틀이 부족했음.

- IMF 경제학자들은 거시-금융 연관관계를 분석하는데 적절하지 못한 것으로 입증된 거시 모형을 매우 중시하고 있었음. 정책 논의의 중심에는 DSGE(Dynamic stochastic general equilibrium) 모형이 있었음. 이 모형은 초보적 수준에서만 화폐와 자산 시장을 도입하고 있고, 현재 금융마찰(financial frictions)을 포함한 모형을 개발하고 있는 상태. 우려스러운 점은 모형을 만들기에 너무도 복잡한 경제적 환경을 분석하기 위한 유일한 도구로서 경제학자들이 모형에만 지나치게 의존하고 있다는 점.

- 대차대조표 분석법(Balance sheet analysis)은 전통적인 개방경제 거시모형보다 리스크와 취약성을

더 잘 포착함에도 불구하고, 충분히 활용되지 못함. 고위 경제학자가 지적한 것처럼, “대차대조표 분석법은 거시경제 분석에서 빠진 주요한 부분(missing link)”이었음.

- FASP는 은행시스템의 건전성을 평가하기 위해 스트레스테스트를 활용함. 그러나 이는 리스크를 평가하는 일차적 검토 도구로서 유용하지만, 이차 효과나 유동성 쇼크를 포착하지는 못함. 따라서 대부분의 금융당국과 IMF 스테프들은 스트레스테스트의 결과에 따라 현 금융 상태를 만족스럽다고 평가함.

## B. 조직적 장애물

- 조직적 장애물로는 사일로(silo) 운영을 거론할 수 있음.<sup>5)</sup> 같은 IMF 직원이지만 금융 전문가들과 거시경제 전문가들이 따로 놀았고, 따라서 금융과 거시경제가 복잡하게 얽힌 글로벌 금융위기의 큰 그림을 그리지 못함.

- 사일로 행위란 정보를 서로 공유하지도 않고 외부로부터 자문이나 교류를 추구하지 않는 경향을 말함. 사일로 행위는 오래된 문제로서, 부서 간, 부서(department)와 국(division) 내부, 심지어 경영진 내부에서도 발생했으며, 서로 다른 경험과 지식으로부터 교훈을 얻으려는 직원들의 역량에 부정적인 영향을 미침. IEO 조사팀이 직원들을 상대로 한 조사에서 응답자의 거의 절반 가량은 GFSR을 거의 활용하지 않고 있음을 인정함.

- 보고서들의 내부 검토 과정에서는 사건을 종합적으로 연계하는데 실패했고, 이사회, 경영진, 그리고 내부 검토자들이 제기한 우려를 발전시키지도 못함. 다자 감시와 양자 감시 보고서들은 서로 연계되지도 않았고, WEO와 GFSR 보고서의 분석을 서로 조정하지도 못함. 공식적인 부서 간 리뷰는 핵심 보고서, 국가 브리프, 그리고 스테프 보고서 생산과정의 맨 마지막에 실시되었음. 이는 부분적으로 부서 간 조정과 상호교류(cross-fertilization)가 왜 실패했는지를 설명함. 생산과정의 마지막 단계에서 다른 부서로부터 코멘트를 받았지만, 관점은 이미 굳어진 상태고, 상당한 변화를 주기에는 이미 너무 늦은 단계. 따라서 코멘트는 최소한도로만 진행되었음.

- IMF 보고서들은 금융시장의 리스크가 고조되고 있음을 지적한 외부 전문가들의 연구를 거의 참조하지 않음. 그러한 연구가 있음을 알지 못했기 때문이 아니라, IMF의 감독 관련 보고서에 공통적인 특징인, IMF의 배타적 문화의 전형적인 사례. IMF의 거시경제학자들은 금융전문가들의 스킬과

5) 사일로란 원래 '곡식과 목초를 쌓아두는 굴뚝 모양의 창고'를 뜻하는데, 여기서는 조직 내의 부서 간 장벽이나 부서 이기주의를 가리킴.

경험을 충분히 인정하지 않음. 때때로 거시경제학자와 금융전문가들 간에는 분석 방법론 사이에 '문화 충돌'이 발생하기도 했음. 또한 중요 금융센터에 대한 양자 감시 임무는 경험 많은 금융전문가들에게 배정되지도 않았음.

## C. 내부 지배구조 문제

- 내부 지배구조란 조직 전체와 내부 구성원에 적용되는 인센티브와 관리 과정을 말함. 우수한 감독기능을 수행하기 위해 필요한 아이디어들의 솔직한 교환을 촉진하도록 인센티브가 제대로 구축되어 있지 않음. 대부분의 직원들은 상관, 이사진, 그리고 당국의 견해와 다른 관점을 제출하는데 어려움을 표명함. 기존의 지배적인 IMF 견해에 순응하도록 인센티브가 설계됨. 일부 고위 직원들은 부정적 견해를 표명하면 자신의 경력에 손해될 수 있다고 생각하여, 중도적 입장을 취하는 경향이 많았음. 순응하는 보고서는 설령 오류로 드러나더라도 패널티를 받지 않았음. 인센티브를 올바르게 설계하는데 책임성의 부족이 심각한 장애물로 자주 거론되었음.

- 많은 부서의 경제학자들은 정부 당국에 동의하지 않으면 이사진이 직원들을 지원하지 않을 것이라 생각하여, “권력에 진실을 말하지” 않을 강력한 인센티브가 있었다고 토로함. 어떤 고위 직원은 자신들이 감독하고 있는 “국가에 의해 부당하게 포획”되었다고 토로했으며, 분석 작업은 주로 정부 당국의 정책 방안들을 ‘정당화’하도록 맞추어졌음.

- 사일로와 인센티브 이슈와 밀접하게 관련된 것으로, 밭그릇 싸움(turf battles)은 조직의 협조와 조정을 가로막는 주요 장애물로 자주 거론됨. IMF는 타이트하게 운영되고, 엄격하게 구분된 경계를 지닌 위계적 조직으로 알려져 있음. 한 고위 직원에 따르면, “IMF는 작은 영지처럼 운영”되고 있다고 토로함. 양자와 다자 감시, 거시-금융 이슈들을 통합하지 못한 주요 요인도 부분적으로는 영역 다툼에서 비롯됨.

## D. 정치적 제약

- 정치적 제약이란, 스테프 보고서의 메시지를 변경하라는 요구, 특정 임무를 수행하는 구성원을 교체하라는 요구, 당국의 압력에 대한 자기검열(self-censorship) 압박, 그리고 특정 정책 이니셔티브를 추구하라는 요구 등 다양함.

- 자기검열은 공공연한 정치적 압력이 없더라도 상당히 중요한 요인인 것으로 드러남. 대부분의 직원들은 대주주(주로 미국 등 선진국)의 정책방안에 대한 비판에 한계가 주어진다고 생각함. 어떤 직원은 “IMF는 선진국들이 소유하고 있기 때문에, 그러한 국가에 진실을 말할 수 없다”고 토로함.

견해가 상충할 경우, 이사진은 직원보다는 당국의 견해를 지지하는 것으로 끝나는 경우가 많음. 때때로 당국은 미션 담당 책임자나 구성원들을 교체해 달라고 요구하는 경우도 있었음.

• IMF와 같은 다자 조직에서 특정 국가가 정책 이니셔티브를 주도하거나 설계하는 것은 일반적인 현상. 위기가 발생한 상황에서도 주의를 딴 데로 돌리기 위해 특정 이니셔티브를 추진하고 그 배후에는 대주주의 영향력이 행사됨. 예를 들어 스태프의 관심을 환율 분석으로 돌리고, 글로벌 불균형에 초점을 맞추도록 한 2007년 Decision on Bilateral Surveillance를 채택한 토의가 전형적인 사례. 특히 중요한 시기임에도 고위 직원과 이사진의 관심을 돌리기 위해 2008년 IMF 구조조정(downsizing)을 추진한 것도 대표적인 사례.

• 위기 진행 과정에서 IMF 감독 기능 부실 책임의 주요 요인으로 전반적인 IMF의 지배구조를 거론하는데, 이사회, 집행이사진 등의 역할과 책임을 분명히 할 것을 요구.

Ch.5 효과적인 IMF의 감독기능 수행을 위한 권고사항

- 솔직하고 다양한 견해를 장려하는 환경을 구축할 것
- 권력에 대해 진실을 말할 인센티브를 강화할 것
- 거시경제의 평가에 금융부문 이슈를 통합할 것
- 사일로 행위와 사고방식을 극복할 것
- 세계경제 전망과 위험에 대해서 회원국들에게 분명하고, 일관된 메시지를 전달할 것

3 IEO 감사보고서의 시사점

- 실제 경제지표와 완전히 어긋난 IMF의 한국경제 전망 수준
  - IMF는 통상 전년도 10월과 이듬해 4월(수정치)에 세계경제전망(WEO)을 발표하여 주요 거시경제지표를 전망.

| IMF의 한국경제 전망과 실제 지표 간 차이 |                 |                 |
|--------------------------|-----------------|-----------------|
|                          | 경제성장률           | 소비자물가           |
| 2008                     | 4.6 → 4.2 → 2.3 | 2.7 → 3.4 → 4.7 |
| 2009                     | 3.5 → 4 → 0.2   | 4.0 → 1.7 → 2.8 |
| 2010                     | 3.6 → 4.5 → 6.1 | 2.5 → 2.9 → 2.9 |
| 2011                     | 4.5 →           | 3.4 →           |

\* 자료: IMF World Economic Outlook.

\* 전년도 10월 전망치 → 당해연도 4월 수정치 → 실제 경제지표

- 747을 모토로 등장한 현 정부 첫 해에 IMF는 4.6%의 성장률과 2.7%의 물가상승률을 전망. 이미 2007년 여름부터 서브프라임 위기가 발생하기 시작했음에도 여전히 낙관적인 전망 기조를 유지. 그러나 2008년 상반기에 유가가 폭등하고 하반기에는 글로벌 금융위기가 확산되어 실제 성장률은 2.3%, 물가상승률은 4.7%로 전망치를 완전히 벗어남.
- 2009년에는 성장률은 3.5%, 물가상승률은 4%로 전망했으나 실제 경제지표는 각각 0.2%, 2.8%로 이 역시 완전히 어긋남. 특히 글로벌 금융위기가 확산되자 4월 수정 전망에서 성장률과 물가 전망치를 각각 -4%와 0.7%로 변경했으나 이 역시 심각한 오류였음이 드러남.
- 2010년 또한 성장률과 물가를 각각 3.6%와 2.5%로 전망했으나, 실제 6.1%와 2.9%로 전망치를 크게 벗어남. 저금리·저원화·저유가, 즉 신3저 현상에 따른 우호적인 거시경제 환경과 중국효과 등을 과소평가했기 때문.
- 올해는 성장률과 물가에 대해서 각각 4.5%, 3.4%로 전망함. 기획재정부의 5% 성장률과 3% 물가상승률은 IMF 전망치를 근거함. 그러나 최근 농산물과 원유 등 원자재 가격 상승에 따른 물가상승 압력을 충분히 반영하지 못함. 4.5~5% 성장률 또한 고물가에 따른 긴축정책 압력, 중국의 긴축 정책, 외국인 자본유출 등의 거시경제 환경, 그리고 부동산버블과 가계부채 등 잠재적 불안 요소들을 과소평가함.

● IMF의 감독 무능에 대한 반성과 한계

- 1997년 아시아 외환위기 당시 IMF는 금융리스크를 인지하지도 조기경보 시스템을 가동하지도 못했음. 또한 거시경제 처방(금리인상과 재정긴축) 또한 실물경제 침체를 더욱 확대하였고, 구조조정 프로그램은 한국사회의 양극화, 금융화, 그리고 자산버블의 구조적 문제점들을 양산한 주요 요인임. 그러나 지금까지 IMF는 공식적으로 정책 오류에 대한 인정이나 반성이 거의 없었음. 아시아 외환위기에 대한 자각과 교훈의 부족은 2008년 금융위기에서 또 다시 IMF의 무능과 정책 오류도 이어짐.
- 최근 IMF는 몇몇 Staff Report를 통해서 기존의 지배적인 이데올로기와는 다른 견해들도 수용하는 긍정적인 측면을 보이고 있음. 그러나 여전히 세계화와 신자유주의 등 IMF의 지배적 담론에 대한 근본적 비판은 찾아보기 어려움.
- 금융시장 규제에 대한 담론에서도, 전통적인 미시건전성 규제에서 거시건전성 규제로 확대해야 한다는 견해가 수용되는 긍정적 측면을 확인할 수 있음. 그러나 보고서에서 지적된 것처럼,

6) 대표적인 사례로 Staff Position Notes로 발표된 두 보고서로, 경기침체기 재정정책의 효과성과 신흥국에서 자본유출입 규제의 정당성을 인정함. [Rethinking Macroeconomic Policy(2010/03), Capital Inflows: The Role of Controls(2010/04)]

거시경제 전망이 어긋나고 금융리스크를 인지하지 못하는 근본적 이유는 거시경제와 금융부문을 연계하는 분석 틀이 없기 때문. 이에 대한 유용한 대안으로서, Post-Keynesian 경제학자들에 의해서 개발되고 있는 Stock-flow consistent model<sup>7)</sup>이 있으나 여전히 관심을 기울이지 않음.

- 이 보고서에서 지적된 집단사고, 인지편향, 확증편향 등 분석적 한계, 사일로(silo) 행위, 상호교류 부족(cross-fertilization) 등 조직적 장애, 부서 이기주의(turf battles) 등 내부 지배구조 문제 등은 전형적인 관료 조직의 특징. 이는 비단 세계 최고의 경제학 두뇌가 모였다는 국제기구만의 문제가 아니라, 대부분의 중앙은행과 정책당국의 공통적인 특징. 이는 다양한 이론과 방법론을 수용하지 않은 신고전파 주류경제학의 순혈주의와 동종교배에서 비롯됨.
- 주요 정치적 제약으로서 IMF의 지배구조 문제를 거론했지만, 구체적인 문제나 개혁 방향은 제시하지 못함. IMF 지배구조 문제의 핵심은 기업 의사결정 배분 방식을 따른 1원1표 원리. 또한 85% 이상의 동의를 얻어야 의사결정이 가능한데, 의결권의 17%를 보유한 미국은 거부권을 통해 IMF는 사실상 좌지우지. 따라서 IMF를 근본적으로 개혁하기 위해서는 1인1표 방식의 UN 원리를 따르고 의결권의 재조정을 통해, 이사회를 비롯한 인적 구성을 다양화시켜야 함. 다양한 학문과 인사의 교류를 통해 상호 경쟁과 협력이 이루어지지 않으면 IMF의 감독 무능은 되풀이될 수밖에 없음.

7) 전통적인 거시경제 모델은 국민계정의 소득(flow)을 기초로 구성됨. 이와 별도로 한국은행은 분기별로 자금순환 동향을 발표하는데, 이는 주로 stock 변수의 변화를 나타냄. 기존의 거시경제 모형에서 자산버블이나 Boom-Bust 동학을 포착하지 못하는 것은, Stock 변수와 금융기관의 대차대조표 변화를 전혀 포괄하지 못하기 때문. 이에 비해 Stock-flow consistent 모델은 국민계정과 자금순환 동향의 변수를 하나의 모델 내에서 통합하여 구성하기 때문에, 전통적 모델의 한계를 극복할 수 있음.