國際換率制度 이대로 좋은가

존 윌리암슨

현재의 國際通貨制度는 두 가지 주요한 문제 때문에 어려움을 겪고 있습니다. 첫번째는 1960년대의 많은 문헌에서 언급되고 있는 것처럼 變動換率制度가 國際收支問題를 해결하는 고통없는 메카니즘으로서 國際通貨危機를 해결할 수 있는 것이 아니었다는 점입니다. 1970년대의 경험은 전혀 그렇지 못했습니다. 환율은 오히려 매우 격렬하게 움직였고 때로는 基礎變數(fundamentals)로부터 이탈(misalignments)하는 양상을 보여왔으며 외적 균형—즉, 지탱하기 어려운 적자나 흑자가 없는 국제수지 상황—과 일치되지도 못했습니다. 여러 가지 형태로 나타나기는 했지만 환율이 균형치로부터 이탈하는 현상은 워낙 큰 규모의 것이어서 마치 과거의 固定換率制度下에서와 유사한 위기가 초래되기도 했던 것입니다.

물론 固定換率制度下에서 환율이 균형치로부터 이탈하는 현상이 나타났었다는 것은 주지하고 있는 사실입니다. 즉 한 나라의 인플레이션이 交易相對國에 비해 지나치게 높다면 그 나라의 通貨는 固定換率制度下에서는 과대평가될 수 밖에 없었던 것입니다. 이 때 환율이 조정되지 않을 수 없다는 것을 市場이 인식하게 되면 투기적 위기가 초래되었습니다. 변동환율제도의 옹호자들은 시장의 움직임에 대해 환율이 자유로이 調整될 때 그와 같은 위기는 일어나지 않을 것이라고 주장했습니다.

하지만 실제로는 환율에서 투기적인 거품(speculative bubbles) 현상이 나타났습니다. 또한 1980년대 중반 미국의 달러화가 기초변수로부터 이탈한 현상도 주목해야 합니다. 2-3년 간에 걸친 최초의 달러強勢는 레이건 대통령의 첫번째 임기중의 정책조합에 의해서 일어난 것으로 생각할 수도 있습니다. 당시 레이건 대통령의 정책조합은 엄청난 재정팽창과 지난친 통화긴축으로 인해 달러의 가치를 훨씬 더 높은 수준으로 끌어올렸습니다. 하지만 달러 강세기간의 최종 8개월 간에 달러의 가치가

다시 20% 이상 올라갔던 현상에 대해서는 그에 상응하는 합리적인 설명이 제시되지 못했습니다. 달러의 가치는 현실과 맞지 않았던 것입니다.

단순하게 보아도 이로 인해 몇가지 위기가 초래될 수 밖에 없었습니다. 위기는 미국 의회 지도부의 保護主義的인 흐름으로 나타났던 것입니다. 설령 미국 재무부가 달러의 과대평가에 대해서 우려하지 않을 수는 있더라도 국제경쟁에서 패배하여 失職狀態에 처한 유권자들을 상대해야 하는 의회의 의원들에게는 심각한 문제일 수 밖에 없었습니다.

플라자 합의 이후 G-7은 적어도 달러에 대해서는 비공식적인 目標換率體制를 운영해 왔습니다. 外換市場에의 개입이나 혹은 몇몇 사건을 통해 달러가 지나치게 이탈하는 현상을 막으려고 했습니다. 그러나 다른 주요국 통화가 균형치로부터 이탈하는 것을 막지는 못했고 특히 1989-90년에 일본 엔(円)화가 약화되는 것을 막지 못했으며 결과적으로 일본의 國際收支黑字를 감축하려던 최초의 조치들이 물거품으로 돌아가게 되었던 것입니다. 또한 최근에는 일본의 景氣沈滯와 미국의 경기회복이 결합되면서 일본의 국제수지흑자가 엄청난 규모로 늘어나게 되었는데 이로 인해서 일본에 대한 워싱턴의 강력한 외교적, 정치적 압력이 초래되었습니다. 따라서 클린턴 행정부는 일본으로부터 貿易讓許(trade concessions)를 받아내려는 정책의 추진을 공언하고 있는 모양입니다. 비록 그 貿易讓許가 달라貨에 대한 신뢰감소를 감안하면 아주 사소한 것이라 해도 말입니다. 따라서 플라자 합의 이후에도 환율의 이탈현상은 여전히 중요한 문제임을 주장하고 싶습니다.

現行 國際通貨體制의 또 다른 약점으로 지적할 수 있는 것은 1971년 브레튼 우즈體制의 붕괴 이후 주요국 巨視經濟政策에 대한 규율과 상호조정을 위해서 충분한 압력이 가해지지 못하고 있다는 점입니다. 이를 흔히 體制의 不在(non-system)라고 부릅니다. 각국은 정책수행면에서 너무 많은 재량권을 부여받고 있는데 이는 두가지 방법을 통해서 이루어지고 있습니다. 하나는 각국 정부가 근시안적인 정책을 자유롭게 채택

할 수 있다는 것으로서 제1기 레이건 행정부가 그 정확한 예가 됩니다. 通貨政策을 통해 인플레이션을 억제하는 정책을 쓰면서 동시에 大規模 財政赤字를 허용하는 것은 아주 위험한 정책조합이었으며 이런 정책조합은 예상대로 달러의 과대평가를 포함한 일련의 문제들을 야기했습니다. 그 결과 중에는 주요 선진국간의 大規模 國際收支 不均衡과 그에 따른 外債규모증대로 금리부담을 증가시킨 것 등도 포함되어 있습니다.

또 하나는 財政政策이 일반적으로 너무나 방만하다는 것입니다. 전세계가 긴축적인 財政政策을 취할 필요가 있는 경우에 정책조합은 중요한 것이 사실입니다. 긴축적인 財政政策을 채택하고 있는 일본이나 멕시코, 싱가포르와 같은 좀 더 작은 몇몇 나라의 경우를 제외하면 대체로 방만하게 운영되고 있습니다. 일반적으로 財政政策은 훨씬 더 느슨한 편이고, 따라서 利子率 하락을 수반한 긴축적인 재정이 결합된 정책조합이 올바른 생각일 것입니다.

이러한 견해로부터 1944년 브레튼 우즈會議에서 創案된 브레튼 우즈體制는 각국이 환율을 균형치로부터 이탈하지 못하도록 하는 의무를 효과적으로 부과하는 인류 역사상 성공적인 체제라고 생각되었던 것입니다. 그 체제는 完全雇傭의 달성이라는 정책목표도 또한 의무로 부과하고 있었습니다. 국가간의 정책조정이라는 취지에서 볼 때, 한 나라가 국제수지적자에 직면하게 되면 內需를 축소하려고 하며, 국제수지흑자에 직면하게 된 다른 나라는 內需를 확대하려 하게 됩니다. 따라서 景氣變動은 국제적으로 분산될 수 있었던 것입니다.

1960년대에는 전세계적인 景氣變動은 없었고 특정국가의 景氣變動만 있었던 것입니다. 1960년의 미국 景氣沈滯時에 나머지 국가들은 景氣好況을 경험했습니다. 일본은 긴축정책을 폈고 나머지 나라들은 景氣擴張을 추진했으며 독일은 1966년에 景氣沈滯를 겪었던 것입니다. 1971년 브레튼 우즈體制가 붕괴되기 이전에는 국가별 景氣沈滯는 이어졌지만 전세계적인 景氣沈滯는 없었습니다. 1971년 브레튼 우즈體制의 붕괴 후에 세계적 경기순환은 되돌아 왔던 것입니다.

불행하게도 브레튼 우즈體制는 세계경제를 관리하는 면에서 좋은 體

制였음에도 불구하고 견고한 體制는 되지 못했습니다. 이미 1959년에 로버트 트리핀(Robert Triffin)은 이 體制가 허약하다는 점에 대해서 우려하였습니다. 그의 주장에 의하면 이 제도는 成長하는 세계경제가 필요로 하는 국제지불준비액의 공급증대를 가능케 하도록 미국 국제수지적자가 있어야만 운용될 수 있었습니다. 그러나 국제지불준비액의 증가를 위한 收支赤字는 미국의 對外債務를 증가시킴으로써 미국이 달라貨의 金兌換 약속을 지킬 수 있는 능력이 있는가에 대한 의문을 제기했던 것입니다. 따라서 세계는 국제적 지불준비액의 계속적인 부족에 따른 成長 정지를 경험하거나 아니면 미국으로 하여금 달러의 金兌換 의무를 포기하도록 강요하는 信賴性 위기간에 선택을 해야 했던 것입니다. 이것이 이 體制가 본래부터 危機를 안고 있다는 근거였습니다.

역시 換率制度에 대해서도 위기가 내포되어 있었습니다. 한 나라가 근본적인 不均衡(fundamental disequilibrium)에 직면했을 때 不況이나 심한 인플레이션을 일으키지 않고 총수요관리 수단만으로 기존 환율을 방어할 수 없을 때 환율을 변동시켜야 한다는 것입니다. 각국은 환율변동을 최후수단으로만 취해야 하므로 최종적으로 그 변동의 필요성이 인식될 경우 그 변동폭은 10, 15 혹은 20% 정도에 이를 것입니다. 이는 실제로 대단히 어려운 문제를 야기시킵니다. 外換市場의 거래상황을 통해 어떤 通貨의 가치가 하락되도록 조정될 것이 예상된다면 누구나 그 通貨를 다른 通貨로 바꾸려고 할 것입니다. 국제간 자본이동이 더욱 더 활발해지는 상황에서 환율의 일정한 변동이 예상된다는 것은 이 換率制度를 유지하는 것이 더욱 더 힘들어진다는 것을 의미하는 것입니다.

이 문제를 해결하기 위해서 1972-74년에 20개국 위원회가 열렸지만 여러 제안들에 대하여 적절한 합의를 이끌어내지 못했고 세계는 현재의 變動換率制度로 갈 수 밖에 없었습니다. 하지만 시간이 흐르면서 이 제도의 문제점들이 露呈되었고 일부는 과거로 돌아가야 하며 환율이 균형치로 부터 이탈하지 못하도록 하는 브레튼 우즈體制의 장점을 살리는 중간적인 체제를 고안하게 되었습니다. 필요한 최소한의 변화는 主要國通貨에 대해 目標換率帶(target zone for exchange rate)를 도입하는 것입

니다. 여기에 포함될 최소한의 주요국은 미국과 일본, 독일일 것이지만 프랑스, 영국, 이탈리아와 캐나다를 포함해야 이상적인 것입니다.

目標換率帶가 어떻게 작동될 것인가에 대해서 설명드리겠습니다. 첫째, 그 근본적인 均衡換率(fundamental equilibrium exchange rate)에 대한 최선의 추정치를 目標帶의 중심으로 설정하는 것입니다. 근본적인 균형이라는 개념은 이전에 설명된 브레튼 우즈體制 하에서의 근본적인 불균형에 반대되는 것입니다. 근본적인 불균형이란 환율을 변경하지 않고는 대내적 균형에 심각한 문제가 초래될 수 밖에 없는 상황을 말하며, 근본적인 균형이란 그 반대의 개념입니다. 즉 대내외적인 균형을 동시에 달성할 수 있도록 하는 換率입니다.

물론 대내적 균형과 대외적 균형의 정의가 어떠한가에 대한 문제는 좀 더 설명이 필요한 대목입니다. 대내적 균형이란 그다지 어려운 개념은 아니라고 보는데 인플레이션이 낮다거나 전통적인 공식에 따라 完全雇傭이 달성되는 것입니다. 정확히 말하자면 인플레이션이 지속적으로 통제되면서 최대의 고용수준을 달성하는 것입니다.

대외적 균형은 훨씬 더 복잡합니다. 資本移動은 세계경제에서 실질적인 기능을 수행하고 있기 때문에 경상수지 불균형만을 막으려는 것은 의미가 없을 것입니다. 한국도 지난 15-20년 이상의 기간동안 外國資本을 도입하지 않았다면 이렇게 빨리 발전을 이룩하지는 못했을 것입니다. 현재 다른 나라들도 발전을 加速化시키기 위해서 대규모의 자본도입이 필요한 단계에 있습니다. 그러나 라틴 아메리카에서는 그들의 外債支拂能力에 비추어 자산을 관리했다기 보다는 무작정 대규모의 자본을 도입했기 때문에 外債危機라는 큰 代價를 치렀던 것입니다. 급속하게 성장하는 나라의 경우 GNP 대비 3-4% 정도 혹은 5%까지도 資本流入을 할 수 있다고 생각합니다. 그러나 그 범위를 초과하면 문제가 될 수 있습니다. 收支赤字國家들이 그들의 적자를 제한한다면 자연히 흑자국들도 그들의 흑자를 제한하게 될 것이라는 계산을 할 수 있습니다. 이러한 계산에 의하면 日本이, 可用黑字의 公平한 몫만을 차지한다면 日本 GNP에 대한 흑자비율은 2%정도로 되고 이 경우 세계 여러 나라에

별 문제를 야기하지 않을 것입니다. 이러한 것이 경상계정 목표에 대한 명백한 지침을 설정할 때 제기될 토론의 성격이 될 것이며 틀림없이 많은 국제적인 논쟁을 일으킬 것입니다. 그러나 이러한 것이 世界에서 최근 미국과 일본간에 있었던 불유쾌하고 反生産的인 兩國간 논쟁을 피하도록 한다면 그것은 아주 가치있는 일일 것입니다.

여기에 문제의 본질이 있습니다. 중심환율은 중기에 있어서 대내적 균형과 대외적 균형을 동시에 달성하는 實質換率, 즉 '근본적 균형환율'에 대한 최선의 추정치로 정해야 합니다. 그런 경우에 현재 진행되고 있는 것과 같은 미국과 일본간의 바람직하지도 못하고 비생산적인 雙務的 論爭이 아니라 국제적 차원에서 볼 때 몇 가지의 규율(discipline) 혹은 가이드라인을 설정하게 될 것입니다. 그것이 바로 目標換率帶의 첫번째 특징입니다.

두번째 특징은 目標帶의 중심이 넓은 변동폭(wide margins)을 가져야 한다는 것입니다. 브레튼 우즈體制는 상하 1%의 변동폭만을 허용했으나 유럽통화제도의 환율메카니즘(ERM)에서는 당초에 상하 2.25%의 변동폭을 허용하고 있었습니다. 이 정도의 변동폭은 현재의 높은 資本移動性에 비추어 볼 때 충분하지 못하나, 그렇다고 현재 ERM의 상하 15%의 변동폭까지 확대할 필요는 없을 것입니다.

우리의 제안이 ERM방식과 다른 중요한 점은 目標帶에 대해서 조금씩 정기적인 수정을 한다는 것입니다. 주기적으로 즉 월별, 분기별 또는 연차별로 인플레율 수치가 입수되는 대로 각국은 中心率과 목표대를 0.4%씩 변동시키거나 또는 인플레율의 차이를 상쇄함으로써 실질환율의 불변을 유지하는 데 필요한 정도만큼 변동시켜야 합니다. 목표대가 20% 정도이므로 중심율을 1%이하로 조정해야 할 전망이 되드라도 시장은 자극되지 않을 것입니다.

目標帶를 최근 상황에 따라 현실화시키기 위해서 이용해야 하는 또 하나의 수단이 실질충격(real shocks)에 따른 수정을 허용하자는 것입니다. 우리를 놀라게 했던 실질충격의 대표적인 예가 1990년 유럽에서 일

어난 바 있습니다. 바로 東獨의 再建을 西獨이 떠맡아야 했던 獨逸統一입니다. 높은 貯蓄率, 재정흑자, 국제수지흑자를 누리고 있던 西獨이 東獨 再建을 위해 많은 通貨를 발행하고 財政赤字에 빠질 수 밖에 없었던 상황입니다. 이 때 獨逸은 유럽통화제도하에서 환율의 조정없이 그러한 정책을 수행했습니다. 결국 그들은 실패했는데 이는 그다지 놀라운 일이 아닙니다. 그러한 상황에 처한다면 당연히 實質換率을 적절하게 조정했어야 합니다. 즉 독일은 10-20% 정도의 인플레이션과 輸入超過를 겪어야 했습니다. 하지만 獨逸聯邦銀行은 그러한 정책을 받아들이지 않았고 실행하지도 않음으로써 결국 통화체제 자체의 동요를 가져오게 되었던 것입니다.

우리가 제안하는 체제는 실질충격을 완화시키기 위해서 實質換率의 변화를 허용하게 될 것입니다. 언젠가 한국도 독일이 직면했던 문제와 유사한 문제에 닥치게 될 것인데 北韓의 再建을 위해서 어떻게 할 것인가를 독일의 경험으로부터 배울 수 있을 것입니다. 한국은 목표환율대를 설정하고 그것을 적절히 조정할 태세가 되면 독일보다 더 잘 할 수 있을 것입니다.

그렇다면 目標換率帶를 어떻게 방어할 것인가 하는 문제가 제기될 수 있습니다. 우선 첫째로 不胎化的인 介入(sterilized interventions)을 이용할 수 있습니다. 그것은 通貨供給의 변화를 초래하지 않고 債券을 통한 건전한 방법으로 外換市場에 개입하는 정책입니다. 오랫동안 不胎化的 介入이 성과가 있는가에 관해서 회의론이 팽배했던 것이 사실입니다. 하지만 1993년 IIE에 의해 출판된 제프리 프랭켈(Jeffrey Frankel)과 캐스린 도밍게스(Kathryn Dominguez)의 새로운 연구와 그리고 이탈리아 銀行(Banca d'Italia)의 경제학자들(Catte, Galli and Rebecchine, 1992)이 환율개입에 관한 日別 資料(daily data)를 이용하여 행한 연구결과는 不胎化政策의 효과에 대해서 서로 상반된 결론을 내리고 있습니다. 연구결과는 G-7 국가들에서는 不胎化政策이 효과가 있었지만 거기에는 몇 가지 조건이 필요하다는 것이었습니다. 우선 개입에 관한 국가간 합의가 있어야 합니다. 즉 미국과 독일이 통화량 공급에 대해 충분히 약속하더

라도 환율에 대해서 합의하지 못한다면 不胎化政策은 효과가 없을 것입니다. 또한 不胎化介入은 공개적인 것이어야 하며 효과만을 이야기한다면 급작스런 개입(surprise intervention)이 가장 유효합니다. 어쨌든 가장 기본적인 것은 개입의 목적이 현실에 부합되는 환율을 방어하려는 것이어야 한다는 점입니다. 이러한 조건하에서 不胎化的 介入政策이 기대 이상으로 효과적일 수 있습니다. 한편 이 정책이 절대적으로 의존할 만한 선택이라는 낙관적인 견해도 있습니다. 그러나 이 때에도 通貨政策의 변화를 통해서 이러한 개입을 지지할 필요가 있습니다.

내가 설명한 바 같은 目標換率帶 制度는 정책의 결정과 집행을 조정하기 위한 소수국가 그룹에 의한 관리를 필요로 합니다. 그런데 G-7은 IMF執行委員會의 명령에 따라 그들의 환율정책을 변동시키도록 합의한다는 것을 기대할 수는 없습니다. 그렇다고 G-7과 같은 소그룹에게 이 제도의 관리를 허용한다는 것은 合法性의 문제를 제기할 것입니다. G-7은 IMF 쿼타의 45%를 차지하고 있으며 세계생산의 50%를 점하면서도 인구는 10%를 크게 초과하지 않고 있습니다. 따라서 그들이 자신의 힘으로 이 제도를 선택하게 된다면 나머지 나라들에게 공정하게 보이지는 않을 것입니다. 그래서 한편으로는 合法性의 기준과, 다른 한편으로는 效率性의 기준이 어떻게 조화되도록 할 것인가 하는 문제가 해결되어야 합니다.

우리의 제안은 G-7이 관리하되 IMF의 감독을 받도록 하는 것입니다. 하지만 현재의 IMF 집행부는 각료보다 낮은 관리로 구성되기 때문에 (G-7은 閣僚級임) 이를 閣僚級으로 격상한 IMF 總會(Council)가 감독을 담당해야 하리라고 봅니다. 1978년 IMF 협정의 조항이 개정되었을 당시에도 IMF 각료급 총회가 제안된 바 있습니다. 하지만 그 당시에는 실행에 옮겨지지 못했고 總會가 개최되는 중간 시기에 1년에 두번씩 모이는 중간급 위원회로 결론이 났던 것입니다. 20년이 지난 지금이야말로 이 각료급 체제를 제안할 적절한 시기이며 이 위원회는 G-7을 충분히 감독할 수 있을 것입니다.

또한 政策調整의 측면에서도 目標換率帶를 추진하는 구상은 의의가 있습니다. 밀러(Marcus H. Miller)와 본인이 1987년에 공동으로 집필한 보고서(『Targets and Indicators: A Blueprint for the International Coordination of Economic Policy』) 에서 政策調整은 換率에 대해서만 이루어질 것이 아니라 財政政策과 세계적 차원에서 利子率까지도 다루어야 한다고 쓴 바 있습니다.

이 문제가 왜 중요한지를 간단히 언급하고자 합니다. 이 體制가 1980년대 초 레이건 대통령에 의한 재정적자로 달러가 천정부지로 치솟고 있던 상황에서 운용되었다고 가정해 봅시다. 이 경우 미국은 달러의 超強勢를 막아야 하지만 거기에 실패했다고 합시다. 다음의 정책처방은 미국이 달러의 切上을 막기 위해서 이자율을 낮추는 것이었을 것입니다. 하지만 당시의 높은 利子率이 인플레이션을 억제하는 데 성공적이었기 때문에 利子率 하락은 보다 종합적으로 고려되어야 했습니다. 그러한 상황에서 필요한 것은 利子率을 낮추는 것만이 아니라 인플레이션의 再發을 방지하기 위해서 재정정책을 긴축적으로 운용하는 것입니다. 결국 재정정책도 정책조정에 포함되어야 합니다.

그렇다면 현재의 상황이 國際通貨制度의 변경에 유리한 상황인가 하는 문제가 있습니다. 이를 위해 1979년에 창출된 유럽통화제도(EMS)는 좋은 참고가 되리라고 봅니다. 유럽통화제도는 달러 弱勢化에 따른 위기의식에서 비롯된 것이며 달러 弱勢化로 부터 유럽을 격리시키려는 의도였던 것입니다. 유럽통화제도의 변화, 즉 지난해 8월 좁은 換率變動幅을 포기했던 것은 투기적 위기에 따른 불가피한 선택이었습니다. 현재의 通貨制度는 주요한 위기가 발생할 경우 그것에 의해 교란될 가능성을 크게 지니고 있다고 볼 수 있습니다. 물론 제도의 변화를 초래할 수밖에 없는 화폐적인 충격을 예상하고 있는 것은 아니지만 현실은 본질적으로 예측불가능한 것입니다.

또 하나 고려할 수 있는 것은 유능한 정치인이 있어서 미래를 내다보고 制度의 改革을 중요한 것으로 판단할 경우입니다. 그것은 유럽통화제도를 보건대 충분히 가능합니다. 당시에도 위기가 있었고 그에 대한

對策이 논의되었는데 그것이 가능했던 것은 유럽 두 強大國에 이전에 재무장관을 지낸 바 있고 경제학에 대해서 알고 있으며 해결책에 대해서 합의하고 있는 두명의 지도자 바로 프랑스의 지스카르 데스탱(Giscard d'Estang) 대통령과 西獨의 헬무트 슈미트(Helmut Schmidt) 首相 이 있었기 때문입니다. 그들은 국가의 행동의 自由를 제한하는 것이 自國을 위해서도 좋다고 생각했으며 후계자들이 엉뚱한 일을 저지르지 않도록 하는 조치들을 취했습니다. 그러한 조치가 옳은 것이었다는 것은 그로부터 4년이 지난 1982년 미테랑 대통령이 保護主義的 조치를 취하지 못하도록 했던 것에서 발견됩니다. 이 역할을 유럽통화제도가 했던 것입니다. 이 제도를 포기한다는 것은 전세계에 경종을 울리는 것이 될 것이었기 때문에 프랑스는 국제적으로 책임있는 행위규범에 묶일 수 있었던 것입니다. 따라서 우리는 改革이 언젠가는 의식적인 정치적 결정을 통하여 실현될 가능성도 배제할 수 없는 것입니다.

마지막으로 한국과 같은 나라들에 대한 含意가 무엇인가를 설명하고자 합니다. 우선 가정해야 할 것으로는 한국은 多者間에 합의된 目標換率帶 내에서 환율을 관리해야 할 주요 국가는 아니라는 사실입니다. 한국과 같은 非會員國에게 주는 영향은 세 가지로 요약될 수 있습니다.

우선 첫째로 잘 관리된 國際通貨制度의 이익은 세계 모든 나라들에게 모두 돌아간다는 사실입니다. 제프리 삭스(Jeffrey Sachs)교수와 워윅 맥키빈(Warwick Mckibbin)교수가 1980년대 중반 정책조정에 관한 연구에서 행한 시뮬레이션에 의하면 정책조정으로 가장 많은 혜택을 누리는 나라는 非會員國, 그 중에서도 특히 利子率 하락으로 債務負擔을 줄일 수 있는 債務國이라는 결론을 내린 바 있습니다. G-7 非會員國이 目標換率制度로 부터 이익을 얻는 것은 G-7 간의 급격한 換率變動(Variability)을 줄일 수 있다는 데에 근거합니다. 주요 선진국간의 급격한 換率變動은 그들의 이익만을 위한 것이기 때문에 제3국에게는 커다란 비용이 초래됩니다. 물론 엔貨에 대해 달러貨가 절하되는 상황에서 한국은 이익일 지도 모릅니다. 하지만 내년에는 다시 달러貨의 가치가 상승할 지도 모릅니다. 또한 달러-엔의 換率變動을 억제하는 것이 도움

이 된다는 것은 이들 국가의 換率變動이 동남아시아의 다른 경쟁국들과의 競爭力에도 큰 영향을 미치기 때문에 중요합니다.

보호주의적 압력이 약화될 것이라는 점도 目標換率制度의 이익으로 지적될 수 있습니다. 달러貨의 과대평가는 미국의 보호주의적 압력을 초래할 수 있는 것입니다. 目標換率制度下에서 미국은 환율이 균형치로 부터 이탈하지 않도록 할 수 있으며 보호주의적 압력도 감소시킬 수 있게 될 것입니다.

둘째로 세계경제에서 주요한 경쟁국중의 하나로서 한국은 IMF의 규율을 준수하도록 요청받게 될 것이고 따라서 經常計定의 目標收支(target balance)에 관해서 동의해야 하리라고 봅니다. 앞에서 근본적인 균형환율을 계산하기 위해서 대외적 균형, 즉 國際收支均衡이 정의되어야 한다고 이야기한 바 있습니다. 균형환율을 유지하기 위해서는 G-7의 國際收支狀況만이 적절한 목표치를 가지면서 관리되어야 하는 것은 아닙니다. 결국 나머지 나라들의 經常收支도 적절하게 관리되어야 합니다. 세계경제의 주요 국가로서 한국도 관련되어 있습니다. 하지만 한국에서 결코 손해가 되지는 않으리라고 봅니다. 한국에게 부담이 될 이유가 없기 때문입니다.

셋째로 다른 IMF 회원국들과 마찬가지로 한국은 G-7의 政策調整協商에 일정한 영향력을 가지게 될 것입니다. 왜냐하면 G-7의 정책협상은 IMF의 감독을 받도록 해야 한다고 이야기한 바 있는데 IMF의 감독은 회원국 모두에 의해서 행해질 것이기 때문입니다.

언젠가 한국도 目標換率에 대해서 협상을 해야 할 주요국 중의 하나가 될 수 있다는 사실을 잊지 말아야 할 것입니다. 그것은 다른 의미에서는 보다 광범위한 의무를 지게 된다는 것이기도 합니다. 한국이 統一될 경우 人口規模는 6천만 명 이상에 이르게 되어 G-7중 3개국과 비슷해지고 캐나다보다는 오히려 더 커지게 됩니다. 또한 현재 한국의 1인당 GDP는 G-7에 미치지 못하지만 급속히 成長하고 있으며 이 추세라면 統一韓國의 GDP는 G-7과 맞먹게 될 것입니다. 이 때가 되면 한국은 G-7과 같은 그룹에 참여하게 될 것이고 많은 책임과 더불어 이익도 누리게 될 것입니다.

토 론

질 의 **金基桓**(한국태평양경제협력위원회 회장)

두 가지 질문을 드리고자 합니다.

첫번째로 目標換率制度를 준비하는 것에 관한 사항입니다. 윌리암슨 박사께서는 주로 이 제도를 운용하는 데 따른 이익에 대해서 말씀하여 주셨는데 그것은 目標換率制度가 얼마나 효과적으로 운용되느냐, 그리고 G-7의 협력이 얼마나 잘 이루어지느냐에 의존한다고 봅니다. 變動換率制度가 성공하지 못한 이유는 제도 자체에 문제가 있었다기 보다 협력이 결여되었기 때문이라고 생각합니다. 따라서 이 제도가 채택되었을 경우 과연 정치적 협력이 가능할 것인가 하는 문제가 제기될 수 있다고 봅니다.

두번째 질문은 보다 기술적인 것입니다. 우선 상하 10%의 변동폭(band)이 느슨한 것인가 아니면 엄격하게 지켜져야 하는 것인가 하는 질문입니다. 바꾸어 말하면 가끔 이 범위를 벗어나도 된다는 것인지 아니면 20%의 범위를 엄격하게 지켜야 하는 것인지에 관한 문제입니다. 기술적 문제의 두번째 내용은 換率調整(revision)의 時期에 관한 것입니다. 每月 혹은 每年 조정한다고 말씀하셨는데 실제로는 每週 조정할 필요가 있을 수도 있으리라고 봅니다. 이렇게 자주 조정하게 된다면 과연 國家間 協力이 가능할 것인가 하는 점이 의문으로 제기됩니다. 기술적인 문제의 세번째는 실질충격에 관한 것입니다. 統一과 같은 실질충격 이외에 염두에 두고 계신 실질충격으로는 어떤 것이 있을까에 대하여 말씀해 주십시요.

응 답 **존 윌리암슨 박사**

첫번째 질문에 대한 것인데요, 어떠한 制度도 국가간의 협력에 의존

한다는 점에 대해서는 저도 동의합니다. 하지만 어느 정도의 협력을 얻느냐 하는 것은 制度의 規則(rule)에도 의존한다고 생각합니다. 얼마나 합리적인 협력을 요청하느냐 하는 것입니다. 상대방 국가가 생각하기에 國家利益의 희생이 필요한 것이라든지, 또는 現狀維持에 위협이 된다면 협력하지 않으려 할 것입니다. 협력이 요구되기 위해서는 상대방 나라에게도 도움이 되고 유리하다고 생각될 수 있어야 합니다. 目標換率制度는 일정한 換率範圍에 대해 동의한다는 것이고, 그 내용은 일반적으로 수용될 수 있는 公平한 것이어야 합니다. 따라서 이 制度가 장기적으로 보다 큰 이익을 가져다 줄 것이라고 생각되면 당연히 참여하려고 할 것입니다. 그런 경우에 각 나라는 다소 희생하더라도 참으려고 할 것이고 미래에는 다른 나라가 희생할 것이라고 생각하게 될 것입니다. 이러한 기대를 줄 수 있다면 협력은 크게 증대될 것입니다.

두번째 질문은 目標換率帶가 엄격해야 하느냐 혹은 느슨해도 되는 것이냐는 것으로서 우리 연구소에서도 합의를 보지 못하고 내부적인 토론이 진행되고 있는 사항입니다. 본인은 換率이 변동폭을 벗어날 수 밖에 없는 극단적인 상황을 고려해서 느슨해야 한다고 이야기한 바 있습니다. 예를 들어 봅시다. 換率이 균형치로부터 이탈했다면 換率을 균형치로 복귀시키기 위해서 정책조치들을 취해야 한다고 이야기할 수 있습니다. 하지만 시장의 상황이 그것을 쉽게 받아들이지 못하는 상황이라면 換率을 변동폭 내에서 유지하기 위해 政策當局이 통화정책상의 큰 희생을 감수해야 하는데 그것이 과연 가능할 지는 의문입니다. 그 점에 대해서 우리 연구소의 버그스텐(Fred Bergsten)所長은 변동폭에 대해서 느슨하다면 그것이 무슨 의미가 있겠느냐는 반대 의견을 가지고 있으나, 본인은 느슨하게 변동폭을 유지하는 것이 유리한 점이 많다고 생각하고 있습니다.

세번째로 定期的인 수정에 관해서 질문하셨는데 매월 수정한다는 것은 인플레이션의 차이를 반영하자는 것이었습니다. 물론 거기에는 일정한 규칙이 있어야 합니다. 실질충격의 상황이 아닌 정상적인 상황에서는 1년에 1번 정도 IMF 年次總會에서 하면 된다고 봅니다. 하지만 큰 실질충격이 발생한다면 즉각적으로 수정해야 할 것이라고 생각합니다.

油價가 상승했다면 그것을 무시할 수는 없는 것입니다. 즉 정해진 시간표에만 집착할 수는 없는 것입니다.

질 문 李天杓(서울대학교 교수)

中心換率의 운용측면과 변동폭의 適合性에 관한 질문입니다. 윌리암슨 박사께서는 근본적 요인에 의거한 換率을 결정하는 요인에 관해서 상세하게 언급하지 않은 것 같습니다. 또한 변동폭이 왜 상하 10% 이어야 하는지에 관해서도 설명해 주십시요. 이와 관련해서 한국과 같은 非會員國들의 中心換率에 영향을 미치는 對外的 要因은 무엇이라고 생각하십니까?

응 답 존 윌리암슨 박사

이 질문은 아주 중요한 문제입니다. 이 문제에 관해서는 문헌도 대단히 많으며 각기 다른 접근방법을 취하고 있는 견해가 4~5가지 정도 있습니다. 對內外的 均衡을 출발점으로 해서 접근하고 있는 본인의 견해에 동의하지 않으신다면 몇 가지 다른 방식을 취할 수도 있으리라고 생각합니다. 그러나 적어도 출발은 이론적인 개념에 의해서 이루어져야 한다고 봅니다. 이 문제에 관한 국제경제연구소(IIE)의 최근 보고서(Estimating Equilibrium Exchange Rate)에 나와 함께 참여하였던 동료들간에 가장 크게 견해차가 있는 것은 對外的 均衡을 결정하는 조건들에 관한 것입니다. 뮌헨대학의 슈타인(Jerome Stein)교수는 計量經濟學的 方法에 의해서 對外的 균형의 결정을 설명하는 논문을 쓴 바 있습니다. 그는 資本移動을 고려하면서 對外的 均衡을 달성하기 위해서 무엇이 필요한가에 대해 질문을 던지고 있습니다. 결국 對外的 均衡의 개념을 이용할 수 밖에 없습니다. 지속가능하고 바람직한 國際收支 均衡을 유지하도록 주요 선진국의 換率을 정하는 것이 나머지 나라들이 받아들일 수 있는 바람직한 제도라고 생각합니다.

10%라는 숫자는 대략 잡은 任意의 數値입니다. 8%라고 잡으면 사람들은 정말로 정확히 알고 있는 것 같다고 생각할 것입니다. 하지만 10%는 5%보다는 높고 20%보다는 낮다는 것 뿐입니다.

질 문 **李孝求**(서강대학교 교수)

엔의 均衡換率은 얼마 정도라고 생각하십니까?

응 답 **존 윌리암슨 박사**

아주 실제적인 질문입니다. 엔-달러 換率이 하락하는 요인에 관해서 추적해 본 적이 있습니다. 결과적으로 얻은 결론은 본인이 처음으로 추정했던 1983년에는 200엔 이상이었고 최근의 추정치, 즉 1990년에는 40%나 하락한 120엔이었습니다. 엔의 균형가치 상승에 관한 說明變數로 도입한 것에는 여러가지 요인과 이론적 배경이 있습니다. 예를 들면 油價의 변동, 生産性의 偏倚(bias), 成長率 차이, 需要의 價格彈力性 등입니다. 이 추정치가 정확하기를 바라지만 반드시 그렇지는 못하리라고 생각합니다.

질 문 **李在雄**(고려경제연구소 사장)

국가들간의 협력이나 換率制度의 효율적인 운영을 위해서 처음에는 보다 넓은 변동폭을 지니는 參考換率制度(reference zone system)를 이용하고 다음 단계로 目標換率制度에 이르는 것이 좋지 않을까요?

응 답 **존 윌리암슨 박사**

參考換率(reference rates)제도와 目標換率制度는 거의 같은 개념을 이용하고 있습니다. 하지만 중요한 차이점이 있는데 目標換率制度는 目標帶를 공표하고 參考換率制度는 공표하지 않는다는 것입니다. 이는 시장

에 정보를 주느냐, 주지 않느냐 하는 문제입니다. 不均衡換率이 있을 때에만 목표를 정하고 이를 지키려고 한다는 것은 실제로는 목표를 지키지 않는다는 것과 같습니다. 따라서 항상 공표하는 것이 필요한데 여기에는 시장을 교육시키는 효과가 있습니다. 目標換率帶가 잘 작동된다면 교육의 효과에 의해서 개입의 필요성이 줄어들 것입니다. 왜냐하면 시장이 스스로 目標換率帶를 방어하려고 할 것이기 때문입니다. 그 예가 유럽통화제도에서 나타난 바 있었는데 그 때에는 유럽통화제도가 잘 작동되었고 信賴性도 높았습니다. 이 경우에 政策當局이 개입할 여지는 거의 없는 셈이고 시장이 스스로 그것을 지탱하는 것입니다.

질 문 **司空壹**(세계경제연구원 이사장)

현재 우리나라는 금융시장, 자본시장의 개방을 눈 앞에 두고 있습니다. 한편 國際外換市場에서의 外換去來는 하루에 1조 달러를 상회하고 있습니다. 이들 시장이 개방되면 GNP 규모에 비교해서 자본의 유출입이 엄청날 것으로 생각됩니다. 한국의 政策立案者들이나 금융부문의 종사자에게 조언을 해 주신다면 어떤 것이 있을까요?

응 답 **존 윌리암슨** 박사

최근 한국이 당면하고 있는 더 큰 문제는 UR의 금융서비스 분야 조항일 것입니다. 최근에 많은 나라들이 과잉자본유입의 문제에 직면하고 있습니다. 라틴 아케리카에서는 債務危機 이후 급속한 돈의 환류, 즉 資本의 回歸(repatriation)가 이루어지고 있습니다. 부분적으로는 成長이 이루어지고 있는 지역으로 대출이 이루어지고 있습니다. 이제 전형적인 南美의 문제는 과대한 資本流入입니다. 이제 그들은 정확한 질문을 해야 한다고 생각합니다. 資本流入을 어떻게 다룰 것인가? 가장 잘 다루고 있는 경우는 칠레입니다. 칠레는 하나의 정책에만 의존하지는 않았습니다. 또한 모든 資本 流入을 막으려고 하지도 않았습니다. 그것은 올바른 정책이 아닙니다. 대신에 그들은 여러 정책의 조합을 효과적으로 이용했

습니다. 外換統制를 강화하고 외국인의 예금에 대해서 負(-)의 金利를 적용했습니다. 資本流出을 촉진하는 自由化措置가 추진된(예를 들면 연금기금이 유출되도록 자유화되었음) 반면에 유입을 억제하는 통제들이 취해진 것입니다. 또한 환율의 변동폭을 넓혔는데 그것으로 인해서 환율 변동폭의 상한선에 이르도록 하였습니다. 환율은 떨어질 수 있는 가능성을 가지고 있었기 때문에 칠레通貨를 가지고 투자할 경우 자본손실이 발생할 수도 있게 해 주었던 것입니다. 그들은 변동폭이 제한된 平價切上을 허용하기도 하였으며 그것이 제한된 再評價였기 때문에 對外競爭力을 약화시키지는 않도록 하였습니다. 또한 재정긴축을 단행하였고 利子率을 하락시키는 조치를 취했습니다. 이렇듯 일련의 정책조합이 올바르게 작동하였던 것입니다.

하지만 나머지 나라들에서는 資本流入으로 뚜렷하게 平價切上되는 결과가 나타났습니다. 아르헨티나와 멕시코의 경우 資本市場은 확대되어 있었지만 그들의 통화는 과대평가 되었던 것입니다. 한국의 경우도 자본유입을 제한할 수 있는 적절한 조치들, 그리고 조치들의 조합을 준비하고 있어야 한다고 봅니다.

질 문 金宗萬(한국조세연구원 연구위원)

기술적인 질문을 드리겠습니다. 物價差異에 따라서 目標換率帶가 조정된다고 하셨는데 우리가 알고 있는 바에 따르면 물가의 변화는 다른 經濟變數들보다 훨씬 더 급격하게 변한다고 합니다. 그럴 경우에 미래의 물가변화 요인도 정확하게 예측할 수 있습니다. 目標換率帶 수정도 예측될 수 있다는 것을 의미하는데, 그러면 공격적인 투기가 나타날 수 있지 않을까요?

응 답 존 윌리암슨 박사

그럴 위험성이 있다고 봅니다. 하지만 크게 우려할 문제는 아닐 것입니다. 인플레이션의 차이를 해소하기 위해서 平價切下를 한다면 높은 인

플레이션을 해소하기 위해 名目利子率을 높일 필요가 있습니다. 이 경우 높은 名目利子率은 平價切下의 보상인 셈입니다. 즉 實質金利가 높아지지는 않을 것입니다. 따라서 外換市場에서 投機가 발생하리라고 생각하지는 않습니다. 인플레이션에 따른 수동적인 조정정책은 결국 인플레이션에 대한 저항을 포기한다는 것과 같습니다. 본인이 강조하고 싶은 결론은 이러한 정책 하나만이 취해져서는 안된다는 것입니다. 어떤 나라들은 換率政策을 巨視經濟政策의 중심으로 삼고 있는데 그것은 잘못된 것이라고 생각합니다. 물가수준을 안정시키기 위해서는 대내적인 정책조치들이 있어야 합니다. 物價安定을 위해서 通貨政策과 財政政策, 그리고 그 정책들의 조합을 가지고 있어야 합니다. 본인의 생각으로는 그것은 독립된 中央銀行의 책임입니다. 物價安定을 위해서 換率政策을 걱정하는 것은 잘못된 것이라고 생각합니다. 가장 적절한 것은 財政政策과 通貨政策의 조합을 이용하는 것입니다.