IGE/Prudential
International Finance Lecture

The Case for a Common Currency in Asia

아시아 화폐단일화 가능한가?

Robert Mundell

세계경제연구원
Insitute for Global Economics

The Case for a Common Currency in Asia
Robert Mundell
세계경제연구원

IGE/Prudential
International Finance Lecture

The Case for a Common Currency in Asia

아시아 화폐단일화 가능한가?

Robert Mundell

세계경제연구원
Insitute for Global Economics

세계경제연구원 후원회 가입안내

• 후원회원의 종류

 、**법인 회원**

 、**개인 회원**

• 법인 회원에 대한 서비스

 、**연구원 주최 행사에 우선 초청**

 、**연구원 주최 행사에 5인까지 무료 참가 가능**

 、**연구원이 발간하는 모든 간행물 무료 제공**

 、**법인 회원을 위한 특별 세미나 및 간담회 개최**

• 개인 회원에 대한 서비스

 、**연구원 주최 행사에 초청**

 、**행사 참가비 할인**

 、**연구원이 발간하는 일부 간행물 무료 제공**

• 후원회비는 관련세법에 따라 세금공제 가능

• 회원 가입 문의

 、**주소**: **서울 강남구 삼성동** 159 **무역센터** 2505
 세계경제연구원

 、**연락번호**: 551-3334~7(**전화**) 551-3339(**팩스**)

 、E-mail: igenet@igenet.com

머리말

급속한 금융의 세계화 추세 속에서 기존 세계금융체제는 여러 가지 도전에 직면해 있습니다. 최근에 와서는 달러에 고정되어 있는 중국의 위안화와 함께 아시아 여러 통화에 대한 절상압력이 일고 있습니다. 이러한 여건 속에서 중장기적인 차원에서 아시아 단일통화 도입에 관한 논의가 관련 학계에서는 활발하게 이루어지고 있습니다. 과연 아시아 단일통화는 실현 가능한 것인지, 여러 가지 궁금한 측면이 많습니다.

이러한 문제에 대해 가장 권위 있는 소견을 들을 수 있도록 저희 세계경제연구원은 노벨경제학상 수상자인 Robert Mundell 박사를 초청, 작년에 이어 두 번째 "IGE/Prudential 국제금융특강"을 개최하였습니다.

아시다시피 Mundell 박사는 최적통화지역 이론 등을 통해 국제경제학계에 기여한 공로로 1999년에 노벨경제학상을 수상한 세계적 석학이며, 그의 '멘델-플레밍' 이론은 자유무역주의를 지향하는 현 국제경제질서의 중요한 배경이 되고 있습니다.

이번 강연에서 그는 현 국제금융체제의 배경과 유로화 출범의 의미, 아시아지역 단일통화의 장점과 문제점, 그리고 세계적 차원의 통화를 지향하는 새로운 지역통화 창출에 관한 탁견을 제시하였고, 이에 따른 진지한 토론도 이루어졌습니다.

이 책자는 이번 강연의 발표 및 토론 내용을 녹취·번역하여 정리한 국·영문 대역본입니다. 아무쪼록 이 책자가 정책당국자를 비롯하여 업계, 학계 등에 유용한 자료가 되기를 기대합니다.

마지막으로, 이번 “IGE/Prudential 국제금융특별강연회”개최를 위해서도 아낌없는 지원을 해주신 Prudential생명보험의 James Choi Spackman 회장님 이하 임직원 여러분께 깊이 감사드립니다.

2004년 12월

세계경제연구원
이사장 사 공 일

목 차

저자약력

Robert Mundell

- 1999년도 노벨경제학상 수상자, 現 Columbia大 교수
- British Columbia大 卒, MIT大 경제학 박사
- 최적통화지역 이론을 통하여 유로화 분석에 중요한 의미를 부여한 공로로 노벨경제학상을 수상하였으며, 국제경제학에서 고전으로 통하는 그의 '먼델-플레밍' 이론은 자유무역주의를 지향하는 現 국제경제질서의 중요한 배경이 되기도 함.
- "The Euro as a Stabilizer in the International Monetary System" 등 주요 저서 및 논문 다수.

The Case for a Common Currency in Asia*

Thank you for giving me the chance to come back to Korea and to see this country once again, as I have done on previous occasions. Today I will present the case for a common currency in Asia. I will start with some general and background factors in the world economy. The tri-polar currency jungle is a criticism of the existing international monetary system. I will move on to macroeconomic policies in the Asian economies, and then address whether or not an Asian currency or currency area is feasible in the future of Asia. Afterward, I look forward to hearing your questions and comments.

Background factors

Globalization comes about whenever it is made possible by the international power configuration. Globalization and universal trade is the natural state of mankind. But governments block it with alliances, wars and other things which impede free trade. The current wave of globalization really began anew in about 1990, with the end of the Cold War. It has been going on ever since. One of the consequences is that there has been a change in the governance of the world economy. The role of the US as a superpower has shifted down and there has been a gradual tendency to build countervailing forces that contest that governance.

Such trends always have good and bad features. Globalization is, on balance, as most economists believe, a good thing. This does not mean that everyone benefits from it. With any change, there are always losers, though most are gainers. In some cases, the losers are concentrated in particular places and the gainers in

---

* A transcription of a speech given at the IGE/Prudential Lecture on International Finance on Thursday, October 14, 2004.

others. For countries, that creates international differences.

There are some facts about globalization. When a big country moves into the world economy, the classical economists always think that it benefits the world. The world gets new and different goods at lower prices than before. The individual country's terms of trade with other countries improves as a result of that move. That is certainly a correct model.

But if we break it down a little bit, we see that some countries produce the same products as the new expanding country. Those countries suffer worsening terms of trade because of the new entrant and the rest of the world sees additional benefits. So even though the rest of the world gains from the growing country, a few particular countries may lose from it. The rest of the world will then gain even more from that factor.

That is happening today. That has happened universally throughout history. In the 1950s, 1960s and 1970s Japan was soaring ahead as an economy. You saw the exports of Japan soaring and the exports of Britain going way down. To a large extent, Japan took over the role of Britain. China is doing the same thing today. In 1992 I was here in Seoul for some conference. A member of our audience here today told me at that time that China had just wiped out Korea's entire toy market in Japan.

This always happens. This happens in a particular way in certain countries and certain industries. Even today, there's a great cry—which has almost become a political issue in the US—about so-called "outsourcing". This is an issue about the rising competitiveness of India in software production and of China in manufacturing. Their rise has led to the use of the word "outsourcing". I am sure this is also an issue in Korea, or it is going to become an issue in Korea if it is not yet.

The basic ideas of classical economics are still valid. You have to recognize that it creates dissention when the losers are concentrated in one place.

I do not need to say too much about the information technology (IT) revolution. It is all well known. The great flowering—almost doubling—of the growth rate in the US during the last five years of the previous century created tremendous capital and stock market values. The bubble burst. It all came down again. Be that as it may, the whole IT revolution is inexorable and it remains a part of the world economy today. It is like the electricity revolution and the printing press, combined. It will be with us all through the century.

Even during the global slowdown that just occurred, productivity was increasing and costs were being lowered in every sector of economic life, whether it be in firms, households, governments or institutions. Even in countries where unemployment has gone up, the productivity growth has been important. That is an issue countries have to take into account when their economies are, in some respects, slowing in terms of the traditional numbers. Maybe our productivity indices do not show this pernicious inexorable lifting of productivity in the household sector, in every sector? You see the effects of this in academic life, in services, everywhere. This is especially true in those countries that have reached a level of education that can utilize it.

This productivity growth has been the workhorse and locomotive of the US economy for some 50 years. This is very important; whenever the US economy falters, the world takes faltering steps. Global slowdowns are associated with US slowdowns. That started, particularly, in a different way in the 1980s. There was a supply side revolution in the US. Under the Reagan Administration, top marginal tax rates in the US were cut at the federal level from 70% to 28%. Then there was some recidivism from a supply side revolution under President Bush I. He raised the top tax rate to 33%. Under Clinton and Gore, those rates went up to a little more than 40%. Now under President Bush II, they have come down to 35%. Over that period of 20 years, the US created about 42 million new jobs. It was a great expansion. The last 10 years of it were a 10-year-long expansion, unprecedented for the US economy. Then the slowdown came.

We must now ask ourselves whether the world economy can continue to rely on US demand. The US share of global GDP is between a quarter and a third. This prediction is very important. We all want to look ahead. Can we see the future?

We came out of a nine month recession in 1990. If you had gazed into a crystal ball at that time and seen the future, you would have predicted the unprecedented 10 year expansion that was coming along. If we look ahead now from 2004, can we see another seven or eight years of expansion? I do not know. We do not have that sort of crystal ball.

The significance of the euro

The euro has been a big gain for Europe. No country in Europe would want to go back. Every individual in Europe got a better currency than they had before. Every firm got a continental capital market instead of a local capital market. There was a huge cut in transaction costs. There are now lower interest rates. For some countries they were over 12%, but now they are all under 5%, or even 4%. The significance of that has affected the way in which people think about currency areas. It has had a demonstrative effect in Asia, as well as in Latin America and Africa.

The euro has become a potential reserve asset. If you look at official central bank foreign exchange reserves, they are now somewhere between USD 2.5 and 3.0 trillion. But 80% of those reserves are in US dollars. Most of these countries with so many dollars would like to have more euros and fewer dollars. But the euro's rate has shot up. This factor is going to keep the euro on the high side, even if the European economy is sluggish. The euro may go down, but it is not going to go down by very much. As soon as it gets down to about USD 1.10 or 1.05, you will see Asian central banks start to buy euros as part of a diversification program.

The euro also created a change in the power configuration of the world economy. There are now 12 countries—including three G7 countries—in Europe that have combined together under one currency. They have created a potential rival or alternative to the dollar. That makes for a change in the way in which the international monetary system will be run and conducted.

The tripolar system

We have what I call three islands of stability in the world: the dollar area, the euro area and the yen area. They represent islands of stability. In the dollar area there is no inflation. There is no inflation in Europe. There is also no inflation in Japan. These are islands of stability. But with no inflation and more or less the same price experience, why are there such dysfunctional fluctuations between these exchange rates?

One hundred years ago, the world had an international gold standard. You had stable prices, but also had stable exchange rates. These days, we have stable prices. There is no doubt that the big areas have been able to achieve inflation stability. But there have been huge swings in exchange rates. What is the function of those changes in exchange rates? What is the function of a system where the euro began its career equal to USD 1.18 and then fell within a year and a half to USD 0.82. A couple of years later it soared to USD 1.30, then it came down to USD 1.20, and now it is just above that rate.

What's the function of that, between areas that have price stability? There is no function. It is a dysfunctional system. It is very upsetting to those countries. It is very hard for the countries that suffer this. It is inconvenient. Changing exchange rates with no price change upsets big areas. It has a tremendous effect upon financial variables. Stock markets have to adjust to these exchange rates because they are denominated in those local currencies. It changes the real value of tax systems. It shifts industries back and forth between international and domestic industries.

How can firms make plans under this situation? How were firms able to make plans at the time of the so-called "Asian crisis" when the Indonesian rupiah was going from 2'500 to the dollar to 15,000, to 4,000, to 8,000 and to 10,000, up and down like that? Even the Korean won was jumping up and down in a big way. What kind of business can managers look forward to when they see such instability?

The cause of the "Asian crisis" is not generally understood.

People at the IMF did not predict the crisis. After the event, nobody has explained it. Of course some people said it was due to "cronyism" or "capitalist cronyism" in Asia. That is nonsense. There's cronyism all over the world and there will always be cronyism in some way or another.

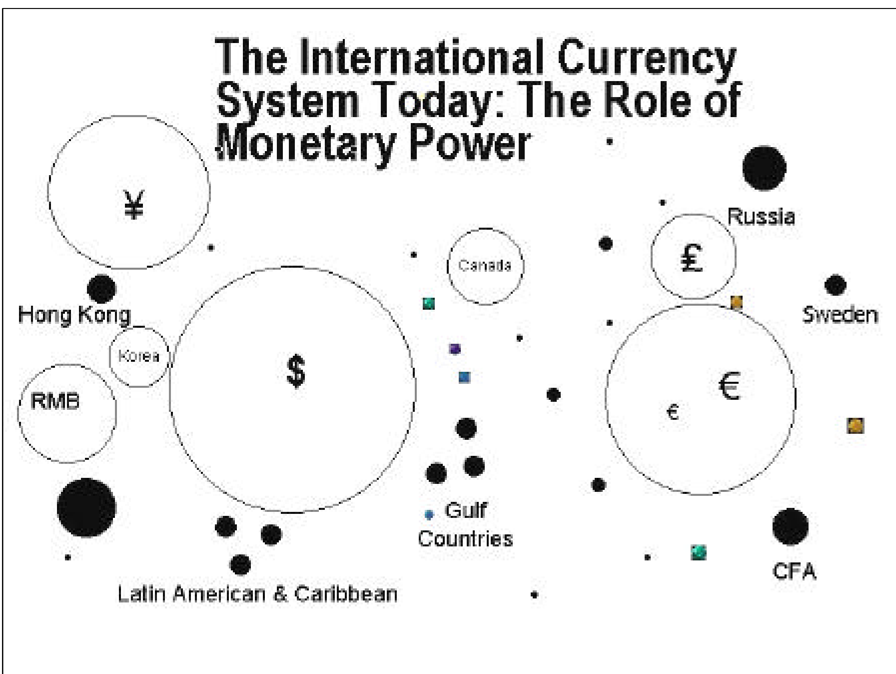
The basic cause of the crisis was the big swing in the dollar/yen exchange rate. At the time of the Plaza Accord in September 1985, the dollar was JPY 239. Ten years later, after the period of the Plaza Accord and "Japan bashing", as it was then called, the yen tripled in value against the US dollar. The dollar went down to JPY 78, a low point reached in April 1995. What major currency in the world could triple the value of its currency against the mainstream of the world economy, which the dollar still represented, during a time when the dollar inflation rate was on average—certainly a little higher than Japan—just about 3% or 4%? This tripling in value ruined the Japanese banking system. This created the non-performing loans.

That did not immediately cause the "Asian crisis". The secondary factor that caused the "Asian crisis" was the follow-up. After the yen's initial fluctuation, there was a swing in the other direction. The dollar soared after April 1995 from JPY 78 to JPY 148 by June 1998. All Asian countries that were fixed to the dollar had to appreciate against the yen. This choked off Japanese foreign investment in those countries.

This detonated all the factors that lead to the great trauma of the "IMF Crisis", as it is called with some justice. Nobody would want to say this was the IMF's finest hour. It was certainly a period when the IMF acted terribly in a country like Indonesia. Malaysia was lucky to escape. After being pushed toward floating its exchange rate, the ringgit shot up from USD 2.5 to almost USD 5. Then the government figuratively threw out the IMF and stabilised the currency at USD 3.8. The ringgit is still at that rate today. For good or bad reasons, Malaysia came out of the crisis earlier than other countries.

Figure 1 below shows the way in which we look at the currency power system in the world today. The size of the circles represent monetary power in the world economy. Monetary power is, for all practical purposes, proportionate to GDP. That is the old equation of exchange. The dollar area, that is, the GDP of the US, is about USD 11 trillion, maybe a little more or a little less. The GDP of the euro area is about USD 9 trillion, and that of the yen area about USD 5 trillion. These are the three big zones, the islands of stability. There is no inflation in those areas, but there are huge gyrations of exchange rates, for the dollar/yen, the dollar/euro and the yen/euro.

Figure 1. The international currency system today: The role of monetary power



The fourth biggest area is the pound sterling, with a GDP of about USD 1.7 or 1.8 trillion, depending on current exchange rates. Then you have the renminbi Mainland Chinese area of about USD 1.4 trillion. If you go down after those five areas you find Canada, then Russia or Korea, and then you get into the lower categories. Those are the power positions in the world economy.

It is vital to understand those power relationships in terms of monetary mass when looking at currency areas. These relationships show how currency areas are going to form and the impact they will have; they show the relative weights of any proposed currency area. In monetary relations between bigger and smaller countries, the big country tends to dominate.

Small currency areas can fix to big currency areas, but not vice versa. Mexico could stabilise its economy by fixing its peso to the US's dollar. The Mexican economy is about 5% the size of the US economy. It could gain stability from that up to a point, as long as the US dollar is stable. But if the US were to fix to the peso, the US would not gain any stability from it. Indeed, that act might grant stability or instability to the Mexican economy.

In the standoff between China and the US, many ask whether China should appreciate its exchange rate against the US dollar. Several economists and others say China should very substantially appreciate its exchange rate, or even let it float and let it go up naturally. The fact is that the US could force China to get off the peg if it wanted to. The US could appreciate the renminbi to whatever it wants because the ratio between the monetary masses of the two areas is about 10:1 or 9:1. That is an important desideratum.

Macroeconomic policies in the Asian economies

People often ask whether we should have fixed or fluctuating exchange rates. Four years ago the editor of the *National Post,* a Canadian national daily, called me to ask whether I would have a debate about fixed and flexible exchange rates with Milton Friedman. I said, "I would love to." The editor called up Professor Friedman, who also said, "Fine." So we had an e-mail debate. Professor Friedman was in California. I was travelling around the world submitting my arguments from hotel computer terminals. We had about eight rounds, which came out in eight issues of the

National Post.

At the beginning of the debate I suspected that Professor Friedman did not want to compare unstable countries with flexible exchange rates and unstable countries with fixed rates. He assumed that each country wants to achieve monetary stability. If monetary stability were the goal, we would then talk about whether a fixed exchange rate system or a flexible system would be better. To put it another way, he wanted to talk about the rules that a central bank should follow to achieve monetary stability.

Countries could fix the rate of monetary expansion and then let the exchange rate go to where it wants, which is what Professor Friedman used to think. He does not believe that any more. He has now shifted over toward inflation targeting. He feels now that the central bank should try to stabilise the inflation rate and let the exchange rate go to where it wants.

Some countries, though, have no option. The US cannot fix its exchange rate. It's too big to fix its exchange rate against a smaller country. The US cannot fix its exchange rate, so it uses inflation targeting. Then the exchange rate goes to where it wants. That is the only option for the US, the best choice for that country.

A choice between exchange rate regimes is an oxymoron. How can you compare a fixed exchange rate, which is a monetary rule that gives a country the inflation rate of the anchor currency, and a floating exchange rate, which targets a given inflation rate? If Mexico fixes to the US dollar, it will get the long-run inflation rate of the US, in the same way that Panama has. This year is the 100th anniversary of the existence of the Republic of Panama. Panama has had a fixed exchange rate between the balboa and the dollar since the country was born in 1904. Panama has followed the ups and downs of the US inflation rate. This is the best inflation record in Latin America, since they use the paper currency of the US and the balboa is only a coin currency.

A fixed exchange rate is a monetary rule. The IMF should never tell a country that has a fixed exchange rate to give up its fixed exchange rate for a floating exchange rate. That would be giving up a monetary rule. If the flexible exchange rate is open-ended you could enter into hyperinflation or hyperdeflation.

The relevant choice is between a fixed exchange rate, which is a monetary rule, and another monetary rule, which is inflation targeting. The IMF does not instruct countries, though, about that variation. It has never done that. I have been very critical of the IMF for that.

Choice of monetary targets

Countries have a choice between monetary targeting, inflation targeting and exchange rate targeting. The US tried monetary targeting when Paul Volcker became the chairman of the US Federal Reserve Board in 1979. Over two and a half years he tried to fix the monetary aggregates. This proved to be a disaster. The US inflation rate went up to 13% in 1980, the highest peace time inflation rate the US has ever had. In 1979 the inflation rate was 9% or 10%. It jumped up to 13% in 1980, and went down to 11% in 1981.

After trying to fix the rate of monetary expansion and get away from using the interest rate, they quickly reversed that process and jacked up interest rates. Interest rates went up to over 20% to stop the inflation. In short, monetary targeting does not work. For a country that is suffering from monetary targeting and hyperinflation, you can easily tell it to cut down the rate of monetary expansion. You certainly have to pay attention to the money supply. But inflation targeting is better. A third alternative is exchange rate targeting.

To which basket of goods should a country stabilise?

Suppose you live in Korea. Is it good to stabilise to a Korean basket of goods? Is that the best goal of monetary policy? Korea's output as a fraction of world output is 1%. By fixing to the Korean basket of goods you only fix to stabilise 1% of the world basket. But if you had a world currency, you would be fixing to a world basket of goods and everybody would be using the same inflation rate.

If a country like China, which accounts for about 3% of world output, were to do inflation targeting, it would only be fixing to 3% of world output. But if it fixes to the US dollar, it fixes to 3% plus 28% of world output, for about 31%. If you add the other countries which are fixed to the US dollar, it would represent about a third of the world economy. Is it better for China to have the renminbi stable in terms of 3% of world output, which is the local basket, or 33% of world output? Is it better for Korea to stabilise to about 1% or 1.5% of world output or to 33% of world output? You can make arguments both ways. In some countries, wage rates and other things are indexed to the inflation rate, and this becomes quite important.

If you only stabilise to a narrow basket of goods, you will get big fluctuations in terms of the big basket. If you stabilise to the big basket, you will get imperfections and some fluctuations in the local basket. In the long-run for most countries, it is better to have the currency stable in terms of the big basket. That is the argument why small countries should peg their exchange rates, if an anchor is available.

Can the dollar be trusted?

If you do stabilise to the US dollar, you have to ask yourself whether or not it is a stable anchor. The US economy has been the motor for the world economy. There is a dollar cycle. The dollar cycle started in the 1970s. Before that, almost all the world was on fixed exchange rates. In the late 1970s the dollar went down against the European currencies and to a certain extent against the yen. It went strongly up in the first part of the 1980s. After the US had gotten rid of inflation in the first part of the 1980s, the US dollar went down in the second part of the 1980s. This suited the need to keep the US economic boom going. The dollar went very strongly up during the IT expansion in the last part of the 1990s, which involved the "Asian crisis". When the global recession came, the dollar went down very substantially. That is the dollar cycle.

Any country that fixed to the dollar has to be aware that these cycles exist. China fixed to the US dollar in 1994. The initial devaluation in 1994 was too high. There was inflation. Prices rose through 1994 and 1995 by about 40%. Then prices started to stabilise. In 1997 and 1998 the dollar was appreciating against the other currencies in the world economy. Every single country that had its currency fixed to the US dollar suffered a little bit of deflation, including China, Hong Kong, the Gulf currencies and Panama. You were able to see a little bit of deflation in those countries since the dollar's monetary policy was tight. That was to keep prices down.

You must also consider the balance of payments and indebtedness, and central banks' large holding of dollars. This may impart some instability to the US.

Conclusions about the dollar

When has the dollar been unstable? It was unstable during the US Civil War (1861-1865). It was unstable again during World War I (1914-1918). Prices doubled from about 1914 to 1920. The dollar was unstable in the 1930s and it was unstable during World War II (about 1939-1945). It was a little bit unstable in the late 1970s. Apart from that, the dollar has been more or less stable.

This is not at all a perfect or even a very good record of stability, because of the wars and other things. But it's better than any other country in the world over that long period of time, including Germany and the other countries. Germany has had two currency conversions/reforms in its lifetime, in the 1920s and in 1948. Japan has had one major currency reform in 1949.

The dollar probably can be trusted over the foreseeable future. There is some risk of higher inflation because of the current account deficit and the possibility of central bank dumping. But it might be better for some countries to have slight inflation with the dollar than to stagnate alone, if those are the only two options.

The future of Asia

The rise of Asia is the most important fact in modern monetary history. It includes the great period of the growth of Japan from 1950 to 1990. Then, the Asian Tigers came along, including, of course, Korea, leading that pack. Now we have the rise of China and the issue about whether global-centric or Asia-centric integration is the right thing to do.

Figure 2. Projections of East Asia's future GDP forecasts in billions of US dollars

Projections* of East Asia's Future

	2000	2010	2020
Japan (1.8%)	4,000	5,000	6,000
China (7.2%)	1,000	2,000	4,000
Korea (7.2%)	500	1,000	2,000
Taiwan (7.2%)	200	400	800
Hong Kong (7.2%)	120	240	480
Total	5,820	8,640	13,280
US 1.8% Growth	10,000	12,200	15,000
US 3.6% Growth	10,000	14,500	20,000

*In Billions of Dollars

Figure 2 below shows some approximate GDP numbers from 2000, measured in billions of dollars. At the top is Japan with a

GDP of USD 4'000 billion, or USD 4 trillion, in 2000. If we expect Japan to grow at just 1.8%, we would predict a GDP of USD 6 trillion in 2020 in current dollars. China with a GDP of USD 1 trillion in 2000, would have a GDP of USD 4 trillion in 2020. Korea would grow at the same rate, up to about USD 2 trillion. By 2020, therefore, the total GDP of these five Asian countries could amount to USD 13.2 trillion. By this time the US will have a GDP of between USD 15 and 20 trillion.

Is a common currency or currency area feasible in Asia?

Should we have a single currency, a parallel currency or a parallel area? The differences are very important. An official in China was once asked about an Asian currency: "Do you think there will be an Asian currency?" He said, "Maybe not in 50 years." He was thinking of a single currency. I agree with him. A single currency in Asia is not possible. It is not feasible for Asia to think in terms of a single currency in the same way in which Europe has thought in terms of a single currency.

Europe did a mind boggling thing in 1999 by entering the European Monetary Union. Then, within three years, it scraped all its national currencies over the course of only two months. Germany and Italy, of course, had only became united in the 19th century. But France had been a united country for a thousand years. It had a currency for a thousand years, and yet it gave up its national currency, the beloved franc. What caused this?

The single currency idea was proposed in the Delors Report. Jacques Delors, president of the European Commission between 1985 and 1995, was commissioned to make a plan for the European currency, but not to think about politics; not to think about the feasibility. He and his co-authors thought a single currency in Europe would be more irrevocable than a parallel currency, a currency into which other currencies were convertible. There would have been very little chance for the euro to come into being had it not been for a political event in 1990: the unification of Germany and the single currency within Germany.

After the east and west marks were joined together, countries like France, Italy and Britain thought this meant that a unified Germany would, once again, continue with its tendency to dominate European affairs and build upon its strong economy, the third strongest in the world. Is it going to dominate Eastern Europe? In 20 or 30 years are we going to go back to having political turmoil and war on the continent?

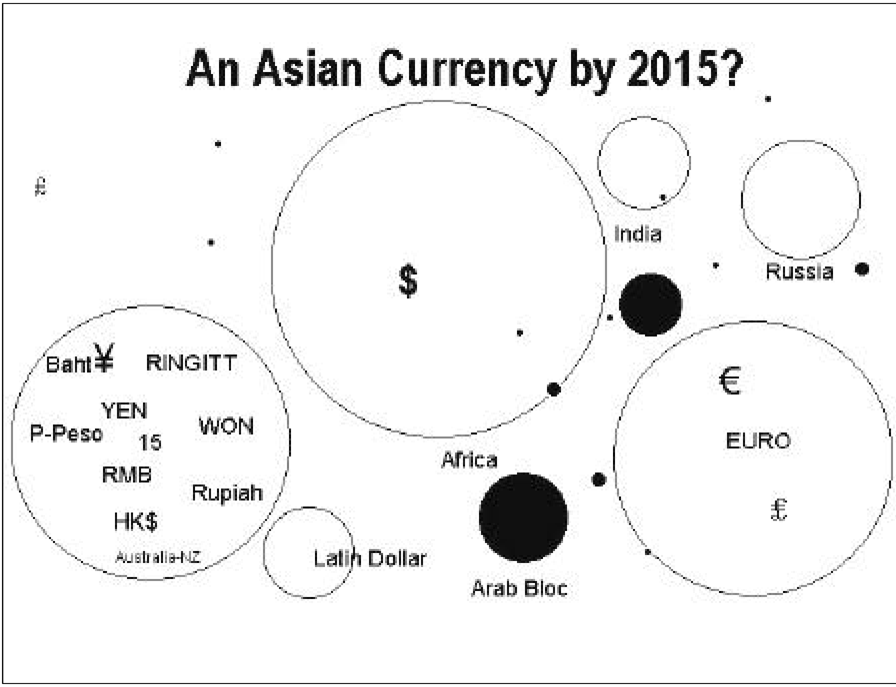
Helmut Kohl went around Europe in 1990 and asked the European countries for their support, if not permission, to achieve German unification. The deal was made that Germany would accept a unified currency and even a move toward political union. That was the deal that was struck. The deal with the then Soviet government cost USD 11 billion in aid. That was how that deal came about. This was a very unprecedented deal.

Asia is not anywhere near a position where such deals could be done. China will not give up its currency. Japan will not give up its currency. Probably Korea would not, as well. If everyone said yes, and if there were such a major political event that forced everyone to do it, then they could. But chances are it will not happen. You could have an Asian currency, an "Asian dollar" if you like, into which other currencies could be converted. But you would need some strong currency to back it. You need someone backing it. That is where the delicacy comes in.

You have to start with a currency area; that is, a zone of fixed exchange rates. If you do not have that, i.e., if you have a multiple currency monetary union without fixed exchange rates, it's not really a monetary union.

Currency areas are related to power centers. You have two big power centers in Asia, Japan and China. Then you have smaller power centers, like Indonesia or even Korea. If Japan and China are not going to be in it, then it is not going to really be an Asian currency area. If one of those two were in it, but not the other, it would divide Asia in another particular kind of way, and perhaps create a permanent divide. You have to put everything into the same unit. Politics are very closely tied to that.

Figure 3. Will there be an Asian currency by 2015?



Other possibilities besides an Asian currency include an APEC or a wider currency area. If you have an Asian currency, one model would be to take all the Asian countries, do what Europe did, and create a basket of them. You could call that basket by some name, like an Asian currency unit, the same way in which the Europeans created the European currency unit. But the European currency unit was a little different. It became dominated by the deutschemark, the biggest currency area there. For all practical purposes, the exchange rate mechanism (ERM) evolved into a deutschemark area. That was the backbone of the European currency. The deutschemark was the biggest and most productive economy.

In Asia you could make such a basket, but what are you going to do with it? If the basket has nothing to do with monetary policy it will be as vacuous and useless as the special drawing rights

(SDRs) of the IMF. SDRs are a good unit of account, but they have never evolved into a monetary unit.

Advantages of an Asian currency

There are advantages to an Asian currency. There would be gains from a fixed exchange rate zone. Trade and investment would improve. There would be some protection. The US may reject or eject countries from the dollar area. If the US ejected China from the dollar area, it would be good for China to find an alternative anchor arrangement. This would avoid unstable exchange rates between Asian countries, and possibly another Asian crisis. It would eliminate the possible issue of exchange rate conflict.

If China had a big appreciation today, as some people recommend, if the dollar were to go down by 5%, the Chinese currency would become a weak currency. There would be speculation against it. Exchange controls would have to be raised. Eventually there would be a devaluation and it would go back down again. Whatever government appreciated the currency and then had to depreciate it again would probably be disgraced.

Problems

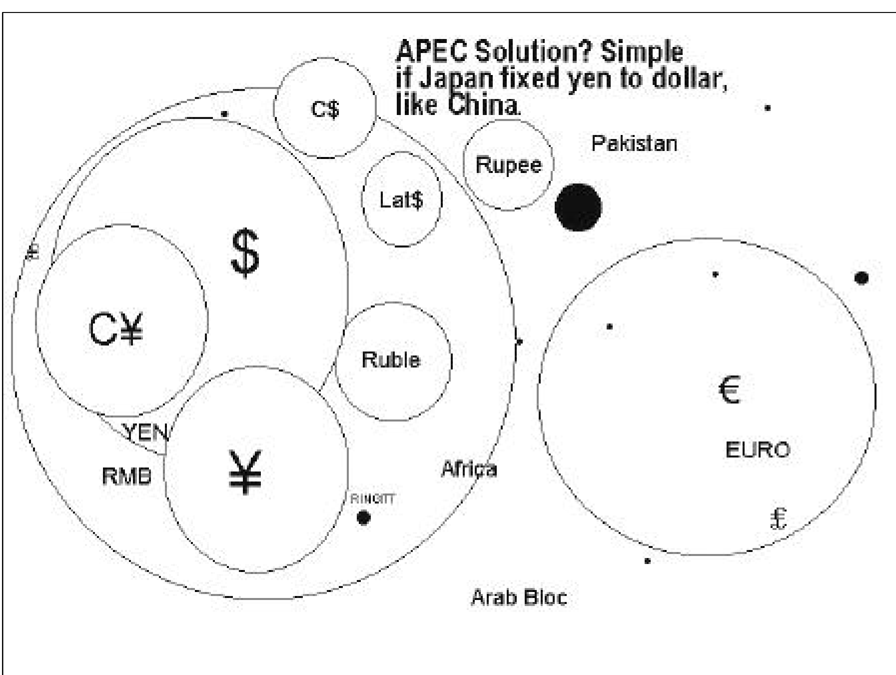
Currency areas are power centers. Japan and China are both power centers. It would be difficult to decide where to situate the headquarters for any Asian currency. In Europe it was always an issue whether to put the European Central Bank in Frankfurt, in Germany, or in Lyons, in France. It ended up going to Frankfurt. There had to be an agreement on a common policy.

As for security in Asia, a currency area could mean the elimination of the possibility of war between Asian countries. But a currency area would always break if war came.

The solution I proposed at the APEC meeting in Shanghai in 2001 was an APEC currency area. At first sight, this sounds bigger and harder to achieve than simply an Asian currency area. However, in a way it is easier to get an APEC currency area than an Asian currency area.

An APEC currency area would involve using the US dollar as an anchor. That gets away from the difficulty of having to use either the Chinese renminbi or the Japanese yen as an anchor. The renminbi does not work as an anchor, at least at the present time, because it is inconvertible. It will probably stay that way until at least after the 2008 Olympics. Japan's currency, the yen, is so far not really suitable as an anchor because of its fluctuations against the dollar, because of difficulties with its system and because it's not central in Asian trade, although it's central to the top northern part of Asia. There is also a reluctance in countries like China and Korea to tie its currency to the yen. The dollar, though, could be utilized to this effect. It is the best anchor. This is the most feasible way to do it.

Figure 4. An APEC Solution? Simple, if Japan were to fix the yen to the dollar, as China has done.



There is now a currency area between the US, China, Hong Kong and Malaysia. As shown in Figure 4, below, all it would take is for the yen to be fixed. The yen is fluctuating now between JPY 100 and 110 to the dollar. But if it were fixed to the dollar, you would have Japan, China and the US in the same currency area. It would be easy, then, to persuade some other countries, like Indonesia, Singapore, Taiwan and Korea, to fix, too.

This is not only fixing within Asia, but also fixing to the US dollar. The Asian countries could then talk from within that APEC currency area and simply form a contingency plan in case the dollar became unstable. They would then be ready to decouple from the dollar if need be. Using the dollar as an anchor for convergence is extremely important.

There is a small anecdote that touches upon this. I made a plan for a European currency in 1969. It was called "A Plan For a European Currency". It was widely circulated in Brussels. In 1970 they invited me to go to Brussels and talk about making a European currency. I spent a couple of weeks with them and made a series of different alternative plans and possibilities.

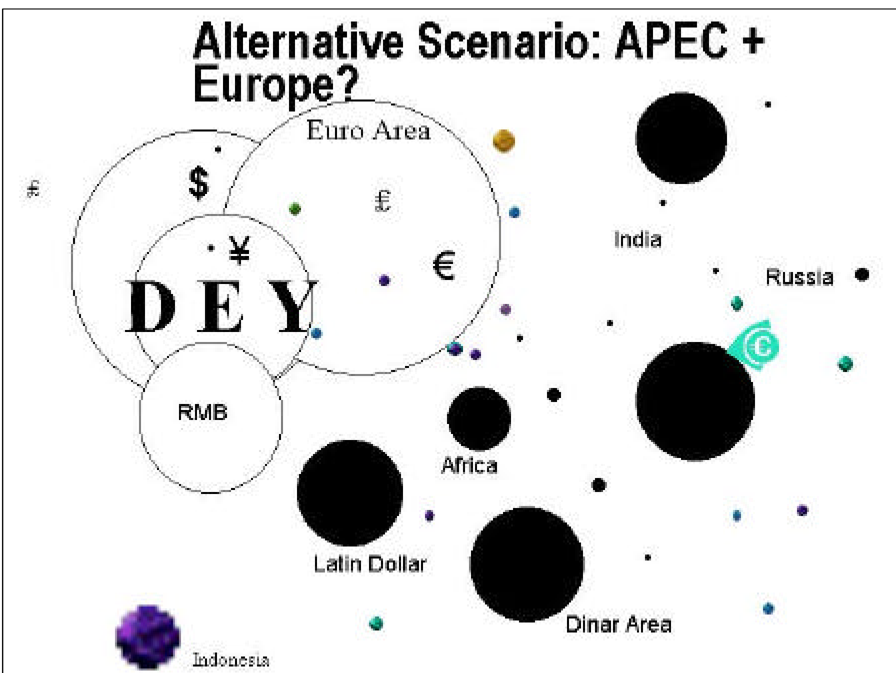
One man, Raymond Barre, who later became prime minister of France, asked, Tell me, Professor Mundell, if one of these plans for a European currency were adopted, how long do you think it would take to implement it, assuming that political agreement was achieved on it? I answered, "Well, it's more difficult than you think, even if you had the political agreement. It would take at least three weeks."

It actually took a bit longer than that: not three weeks or three months, not three years, but three decades. Then you finally had a currency. How could I have been so wrong? Was I, in fact, wrong?

The fact is that in 1969 and 1970, all the European countries were already convergent. The conditions for a currency area already existed. They were all fixed to the dollar. They had the same interest rates. They had the same inflation rates. People knew back then that under a fixed exchange rate system, if you wanted to protect it you had to have fiscal stability. No country that had large public debts would even think about running large public deficits.

The convergence conditions that European countries laboured under for so long, all through the 1990s, with anxiety to balance their budgets and meet these conditions, were met through the anchor to the dollar. That is the lesson that can be learned for the Asian experience. You need an external anchor. It has to be a big anchor. The bigger the anchor, the better. It's too bad the dollar isn't even bigger. It would be better if the dollar were 50% of the world economy in terms of the anchor, but it's only 28% or so, depending on the exchange rates you chose to measure. This was the European approach.

Figure 5. An alternative scenario: APEC + Europe



The APEC solution, therefore, would be a good way to start. But if you got an APEC solution, such as that shown above, including Russia, it would constitute 55% to 60% of world output. Why wouldn't Europe want to join that too? Why wouldn't you add a combination of these areas? You could add the euro, dollar and yen areas all together, as shown below in Figure 5. You could then use those big areas all together, with China and Britain added too, depending on their choice. You have the possibility of moving toward a global system.

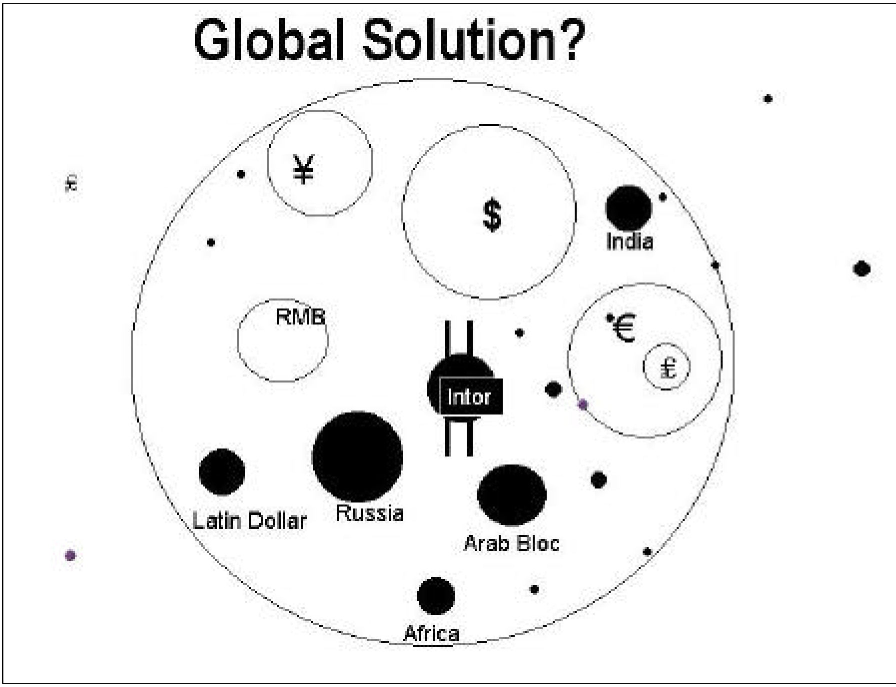
We need a better international monetary system. Even having an Asian currency is not the end. It only solves some problems for Asia. It does not solve the global problems. The euro solved a lot of problems for Europe. It was a great advance for Europe. But it did not solve the problems of the international monetary system. You still have the dollar, the euro, the yen, the pound and the renminbi in the world. There is a need for a viable international monetary system, and it must be based on fixed exchange rates and a universal unit of account. There needs to be an international anchor for national currencies.

If a country wants to have fixed exchange rates with a big area, it can chose the dollar area, the euro area or the yen area. Why should a country have to fix to another currency? Why shouldn't there be a facility for the world economy so that smaller countries that don't want to be aligned to one of the blocks would be able to have their own anchor?

That's why the global solution is my first choice. All the other choices, including the euro at that time, are second best. While I made a plan in 1969 for a European currency, I made the case for a world currency in 1968 in my testimony to the Joint Economic Committee of the US. Nobody was picking it up or buying it, though, at that time.

The global solution, as shown above in Figure 6, would see these areas, however they form, inter-convertible into a global currency, as under the Bretton Woods system. I call this the intor. It would be based and backed by the dollar/euro/yen, or DEY area. The DEY would be the anchor for the intor currency. You could also include Britain and China, for a bigger 5-country anchor. There would be one monetary policy for the DEY area. This would effectively determine the global inflation rate of the intor currencies. The intor would be based on the DEY, but could possibly also include gold.

Figure 6. A global solution?



Thank you very much.

Questions & Answers

Q When you compare Europe's experience to Asia's, one of the things that stands out, as you correctly pointed out, is that the European countries actually had very similar economic standards, economic power and states of progress and development. Economic policies were also similar. In effect, they were very ready to be unified in one currency. They also had the advantage of Germany, which was serving as the anchor currency. The other currencies were very much pegged to it.

When you talk about Asia, we have so many different stages of development. You cannot have a unified economic policy applied to economies at different stages of development, and without uniform economic policies, the unification of currencies does not make any sense.

The solution you mentioned, the APEC solution, is in effect what is happening today, but perhaps it's not as rigid as you recommend. Effectively, most countries in this area are pegged to the US dollar. Why is the current system so different from what you are proposing?

A How important are the differences between countries? Can countries that are very different have the same monetary system? If you look historically, you have to answer, "Yes." That has very often been the case. In fact, every important empire in history had a unified monetary system within the empire, even though there were individual countries which were very different. Britain had an empire, and the pound sterling was used throughout, including in the American colonies. The old Persian Empire and the Roman Empire each had one currency for very different countries.

In fact, the world as a whole in the 19^{th} century had a more-or-less unified monetary system under bimetallism and then the gold standard after the 1870s. This was a virtually worldwide system, and countries were as diverse as they could be.

What is it about diversity that makes it difficult to have a common money? Why should Korea have a common money all through Korea if parts of Korea are underdeveloped and other parts are developed? The countryside is very different from the cities. Should you have a separate currency for each part? What is the function of money?

The US is filled with all sorts of pockets of unemployment, from the Appalachian Hills to the inner city. Some are poor and some are rich, but they use the same money. Canada is a very diverse country, from the multicultural cities to the Arctic rural communities, but it has the same currency.

The functions of a currency are to be a unit of account and a measure of value; to measure the relationship between scarce items. Europe is in some ways more homogeneous than Asia. But you still had countries in the euro area, like Greece and Portugal, whose per capita income was one third that of the leading areas, like Germany. The EU area now has 25 countries, some of which are very poor. Bulgaria, Romania and Croatia, soon to be added, are even poorer; Turkey, too. We don't know if any problems will come about by being too diverse.

The problem is not in the common use of money. The problem is a different kind of integration. When you develop a common money inside a country, that's a functional integration at one level. But if you decide that all people are going to be attributed the same rights, perhaps because you have areas with lower per capita incomes than other areas, you will have a problem when unifying the pension systems. If you strive for egalitarianism and to equalize income, integration will not work. That sort of integration is not really useful. That is different from a common use of money.

Let's suppose you're not going to have any kind of pension integration or equalization payments. You certainly could not have such a plan in Asia. You could not have equalization payments from the rich to the poor to equalize per capita incomes. Countries would never integrate that way.

Should you have diverse monetary systems? Do diverse monetary systems help? No, they do not. It sounds almost absurd or preposterous to think about the DEY area unifying together. You could argue they're diverse areas. But there is less difference between those three areas—in per capita income—than there is within the euro area. I do not think diversity is an important issue with money. It's an issue when unifying tax systems and equalization payments, but not with money. There's no reason why rich and poor people can't use the same monetary system. Poor people will not get any benefit or loss from using the same bills and coins.

Q APEC consists of 24 countries from all around the Pacific Rim. Is it possible that a group as big as APEC would be able to have a common currency? Here in Asia, the Chiang Mai agreement is already an example of a smaller, successful agreement. It consists of the ten ASEAN countries, plus three Northeast Asian countries. Wouldn't a better currency area be based around the Chiang Mai countries? Any sort of APEC currency would be in the long distant future, I believe.

A I would chose APEC not because they all border on the Pacific Basin, but mainly because it includes two thirds of the DEY area. There has been some agreement to move toward some kind of APEC free trade area. But that's not too important.

Frankly, it does not matter what happens to Chile, or Korea or Canada. Importantly, in APEC you have the US, Japan and China, and maybe Russia, too. It does not take too much reorganization or political structure to do this. All it would take is for Japan to fix the yen against the dollar. Remember that the yen was fixed to the dollar during the great heyday of Japanese economic growth from the 1950s to the 1970s. Some countries in Asia would probably be against it, some for it. Some would opt out.

The dollar's there, China's already there, and now the important thing is to get Japan in. It does not even matter what happens to my country, Canada, or to Korea. Whether Canada stays out or not is not a big issue for anybody. Whether Australia stays out or not is not a big issue. The big issue for all the other countries is China, Japan and the US, and maybe Russia.

All countries would benefit from this. No country is going to go into this agreement if they were not to benefit. I've spoken to Japanese people about this. They ask, "What about the US? Would we have to talk to the US about this?"

Of course. There has to be convergence with the US on this issue. If the US was really opposed to this and decided to break it up, an APEC currency area would not work. But this would not be in the US's interest. The US's interest, just like that of all other APEC countries, is to have a fixed exchange rate system.

Q The main purpose of economic integration is to synchronise the economies of the countries involved. It might be too early to evaluate the effect of the single European currency. In fact, it's possible that any effects of synchronization are not significant because of the differences in growth rate in the different countries, for example Germany and Spain. How do you explain this? Are you satisfied with a single currency?

A Can you have a one-size-fits-all monetary policy? Is it a good idea in Europe? People were asking that about Europe. Ireland was growing at 10%. Germany was growing at 2%. Spain was at 4% or 5%. How could you have the same monetary policy for these areas? Does not Ireland need a much higher interest rate with that growth rate? Won't that cause inflation?

This is a misconception of economics. Economics does not work that way. Canada is even more diverse than the US, but it has the same monetary policy all over. What happens in the US if California begins to grow more rapidly than the rest of the country, say, double or triple its rate of growth? Does that mean interest rates are going to be higher in California than they are in New York? No. You have a unified capital market. Rates are going to be the same across the board.

The differences will be in the rate of growth of money. In California you will have a rapid rate of growth of money. Growth in California, or Ireland, will increase the demand for money and create a balance of payments surplus. Money will flock to California. If the euro area grows at a certain average pace, let's say about 2%, and Ireland grows at 10%, and Germany at 1.5%, it simply means that Ireland will get its 10% growth rate of money, and interest rates will be exactly the same on equivalent instruments.

There's no need for a different monetary policy for different areas, unless you still plan to use monetary policies to "inflate" areas that have unemployment. That's the kind of trap people got into before. No one believes anymore that you can do that.

Q The Mainland Chinese government is not cooperating with other countries in terms of its monetary policy. For example, it is reluctant to give in to international pressure to let its exchange rate appreciate or to raise its interest rates. Based on this, do you suspect China would be cooperative with other countries in creating an Asian currency? What should China do in terms of developing its own financial system and institutions?

A This sounds like the argument being made in the US and being made by both US presidential candidates. They both claim to think that China is "manipulating" its exchange rate somehow. Well, China has had a more or less fixed exchange rate since 1994, and an absolutely fixed exchange rate since 1997. There's no "manipulation" going on.

During the heyday of the international monetary system from 1945 to 1970, all countries had, and were supposed to have, a fixed exchange rate. If any country did not have a fixed exchange rate, they were looked upon as being some sort of pariah. Canada was the only major country with a flexible exchange rate in the 1950s. It was looked upon as doing the wrong thing. Even Canada itself claimed it was going to fix the exchange rate as soon as it could find the right rate at which to fix. All through the 1950s, Canada was criticized for not having a fixed exchange rate. People complained that Canada was not following the Bretton Woods agreement. Canada was an anathema in the system.

This illustrates the trends in fashion. Fashions come and fashions go, like the length of women's dresses. There are fashions for exchange rates, too, and they come and go. There was a fashion for fixed exchange rates from 1945 to 1970. There is a fashion for flexible exchange rates now.

If you want to read some of the most vicious attacks on the idea of flexible exchange rates, read the IMF reports in 1950 and 1962. It would be a good idea for students to go back and read those reports. Then go and read the reports made by the managing director of the fund today, a man who I like very much and of whom I think a great deal. He came out last year and said that China should make its exchange rate flexible, and that it should do it now. That's a ridiculous thing for the managing director of the IMF to say.

China, as a commitment, should keep its current account in balance. It has now a current account balance, though it has a big bilateral trade surplus with the US. China has a smaller deficit with other Asian countries.

The way in which we count these deficits and surpluses is very poor. We don't count value added. If Korea ships some of its knocked-down car components to China to screw the automobiles together in China, then Korea's surplus with the US goes down and China's exports to the US goes up. But the only part for which China is responsible in terms of value added is the assembly work, which is worth less than the actual design and building of the high-tech parts. Bilateral accounts are often incorrect. More relevant is the global balance.

Q I liked your proposal for an APEC or an APEC + approach to a stable international monetary system. I wonder, though, whether history has already proven that this will not work. The pre-Nixon Bretton Woods system of fixed exchange rates was a version of your APEC +. But that system failed.

These days we are, in a sense, in the early phases of an APEC approach to an international currency. Korea, Japan and some other areas are on a *de facto* fixed peg to the US dollar. China, Hong Kong and Malaysia are on a *de jure* fixed peg to the US dollar. These countries are trying to anchor to the US dollar.

But the US has been trying, to use your expression, to "eject" these countries from this system, while these Asian countries are trying to converge on this system. The issue at stake is whether the US government is willing to give up its monetary policy sovereignty. I do not think it will do that. So what makes you think this approach will work this time?

A I agree with you that the APEC + system sounds like the Bretton Woods arrangements. I am somewhat of an admirer of the Bretton Woods arrangements in many respects. You ask a very relevant question. The Bretton Woods system broke down. Why wouldn't another system break down?

What was wrong with the Bretton Woods system? Why did the Bretton Woods system break down? It is of great importance to diagnose why it broke down. The mythology is that it broke down because it was a fixed exchange rate system and that fixed exchange rates didn't work. A whole bunch of people who never studied the subject, and who do not know the arguments on either side, say it broke down because of the fixed exchange rate system. Milton Friedman has been party to this misunderstanding, too.

Saying a fixed exchange rate system does not work is like saying a monetary system does not work, or that a fixed exchange rate system between Panama and the US would not work, or between California and New York. The US has an internal fixed exchange rate system. The adjustment mechanism under fixed exchange rates is exactly the same as the adjustment mechanism between a country tied to another country through a currency board system. It's exactly the same as Hong Kong using the dollar. You cannot say it does not work. Of course it works.

The Bretton Woods system did not break down because of the fixed exchange rate system. The Bretton Woods system broke down because of the gold relationship. The world economy's major currencies were fixed in terms of the US dollar which was fixed in terms of gold. The US commitment was to buy and sell gold freely at USD 35 per ounce. In 1944 it seemed easy for the US to keep that commitment. The dollar price of gold had been raised to USD 35 per ounce in 1934. It was fixed at that price all through the war and up until 1971.

The US had 70% of the world's gold stock in 1948, some 700 million ounces. With war time inflation, the recovery of Europe and demand for gold with its dollars and reserves, the US eventually lost 400 million ounces of gold. By 1960, its gold stock went down from 700 to 300 million ounces. At that point the other countries realized if they kept asking for gold from the US, the US would take the dollar off gold. So, except for France, they stopped asking for gold. The run on gold petered out, even though Charles de Gaulle wanted to go back to a global gold standard.

After the inflation of World War II, post-war inflation, the inflation of the Korean War and then a little bit of inflation during the Vietnam War, the price level had more than doubled. But the price of gold had stayed constant. There was an excess demand for gold. Eventually in 1968 they disbanded the gold pool and established the two-tiers system. They kept the official price at USD 35 per ounce, but let the market price go above that. It did go above that. The US kept that system for a while, but at some point gold became undervalued.

The provision in the Bretton Woods charter allowed for a universal change in the par value of all currencies; a reduction in the content of all currencies. If they had done that, if they had raised the price of gold in terms of all currencies, then you could have run the Bretton Woods system continually.

I'm not saying there was nothing wrong with the system with its gold provision. I'm also not saying that raising the price of gold would have solved all the problems of the system. But the Bretton Woods system did not break down because of fixed exchange rates. The fixed exchange rate mechanism was working very well.

All the European countries had fixed exchange rates. They also knew that with fixed exchange rates they had to balance their budgets. You had a very good monetary system working. Not perfectly, but it did work very well.

If fixed exchange rates didn't work, you could not have run the European monetary system. Under the European monetary union as it worked from 1999 to 2002, before the euro came into being as a paper currency, you had a perfectly working monetary system with national currencies and fixed exchange rates. That is a model for the world economy. You had no change, no speculation of capital movements and none of the other worrying issues you have today, such as the ravages and big changes in exchange rates.

Q I do not think your advocacy for a gold standard or even for an Asian common currency are realistic. In a realistic world, the current system will go on for some time to come. Under that situation, one immediate question is, What will China do?

You know Chinese policy makers and the Chinese economy very well. Do you think the Chinese will change their exchange rate system to a basket peg system, or will they raise interest rates in the near future? Recently, the new Chinese leader said they would move toward a basket-linked system. But he didn't name a date. In your view, what will the Chinese do in the near future?

A China will slowly reform its foreign exchange system by moving in the direction of convertibility. It made big steps this year by letting exporters keep a much larger proportion of their proceeds. There's a lot of movement in that direction. That privatization is a very good idea, as is moving as quickly as possible toward a much more flexible system.

I do not think China is anywhere near convertibility. But I do think they should keep moving in that direction and keep liberalizing. They need to allow exporters to make capital investments and buy firms abroad, for example. They are making steps in that direction.

As for the exchange rate, they are not going to change at all. It would be a mistake to change. It is in their favour that they have kept the same exchange rate policy over the past ten years. This builds credibility. That policy has worked very well. It has delivered better price stability than that found in any of the G7 countries over the past six years. Even though China has not been doing inflation targeting, China has achieved close to price stability over the past six years, more so than any G7 country. Fixing to the exchange rate has been good.

As the dollar appreciated in the late 1990s, China suffered some deflation. That's inevitable. It is a cost of the fixed exchange rate. As the dollar has now depreciated, China is currently suffering some inflation. That inflation is also inevitable, as they are keeping to their exchange rate.

The Chinese inflation rate last year was about 1%. This year it will be about 3%, or maybe 3.5%. Next year it might be 3% or 4%. So what? That's not bad. If the dollar recovers, that inflation rate will come down.

If you are in a currency area, you are measuring inflation by a local basket of goods. If you fix the exchange rate to a big basket of goods, your local basket is going to fluctuate a little. But it will fluctuate a great deal less than during previous periods of Chinese history before 1978. Look at China's experience before that date. It had wild periods of 18% or 20% inflation. The golden period of Chinese monetary policy has been over the past seven or eight years.

You could argue that if you greatly appreciated the renminbi, you'd stop that inflation. There's no doubt about that. But that would be devastating. If you had a 20% or 30% appreciation, you would have an immediate drop in farm prices in the internal part of the country. There would be a great slowdown in all kinds of economic activity. There would be a cut in farm investment and growth would slow to about 5%, not enough to keep up with unemployment.

Wage rates in China are USD 0.50 an hour, or maybe USD 0.60 or 0.70 in some more expensive cities. It is better for those wage rates to gradually rise—in both renminbi and in dollars—than to have the exchange rate go up. This wage rise would involve slight adjustments to the distribution of wealth. But it is better for workers participate in the growth in productivity that has been taking place all over China. It is better they see the results of productivity growth in higher wages, exactly the same way Ireland did with its 8% or 10% growth rate over the past few years. The Irish are participating in a great boom of this period, as are landowners as rents rise. Ireland is becoming a much more expensive country. That's all right. That's the way it should be. The same is happening in China. The results of productivity growth are being seen in higher wages.

Real exchange rates need to appreciate through price increases, as long as it's not too great a shock, not through the exchange rate. Compare any two countries that have experienced the phenomena where real exchange rates had to increase because of an expansion in productivity in the traded goods sectors. This means the real exchange rate has to go up.

There are two countries that have had different experiences of this, starting in about the 1980s. Japan had a flexible exchange rate. The yen tripled in value against the dollar between 1985 and

1995. That was the way in which Japan adjusted. It overshot the equilibrium, wrecked the banking system and created stagnation for the rest of the 1990s. Nobody needs to feel sorry for Japan, though: it's GDP per capita is still higher than that of the US. At the low point, with the appreciation of the yen, when the dollar went down to JPY 78, it made the value of Japanese GDP some USD 6 trillion, when it would have been only USD 4 trillion under a fixed exchange rate system. Then the exchange rate came down. It is better not to do this. This creates instability.

The other country is Hong Kong. Hong Kong had tremendous expansion in the productivity in its tradeable goods industries. It's real exchange rate had to increase. In 1983 Hong Kong re-established the currency board system. They had a currency board system earlier, linked to the pound, but set up a new currency board system in 1983 with a rate of HKD 7.8 to the US dollar. They have since kept this system.

People thought that Hong Kong would get the US inflation rate. But you didn't get the US inflation rate based on the Hong Kong basket of goods at a time when these productivity changes were increasing. You didn't get the European inflation rate in Ireland either when land prices and wages were increasing there.

At the beginning, there may have been some under-valuation of the Hong Kong dollar. That would not account for the fact that Hong Kong had rates around 8% or 9%, when the US inflation rate had got down to 3% or 4% in the late 1980s. Hong Kong inflation rates were systematically higher than those in the US all through to the 1990s. That was the way in which Hong Kong was riding the big boom.

That was a much better way of managing the economy than what Japan did, with its fluctuating exchange rates and the great bubble in the Japanese real estate market. The Nikkei average was at 45'000. It dropped to 8'000. That was caused by the stupidity of that exchange rate system in the Japanese economy. It was compounded with a completely incorrect policy mix of huge fiscal spending. That created the biggest public debt in the world economy. It was ruinous for the Japanese economy.

Q My question is related to Korea. As you know, any common currency or gold standard takes political will from many countries. There are many things which one country can do, though. If the Korean government decided to do so, for example, it could impose dollarization. What would you recommend the Korean government do at this point, in terms of choosing an appropriate exchange rate system?

A I would not recommend dollarization in Korea. Politically, I would not recommend that at all. No major country has ever dollarized. Ecuador has dollarized. Panama was dollarized from the very beginning, but only in its paper currency. The coin is still the balboa. That has been stable and good.

If Korea were to dollarize, it would send the wrong political signals to Asia. Would it benefit Korea in its security policy? Would it help with the integration of the Korean Peninsula? I don't think so. I think it would be completely irrelevant.

Dollarization would mean taking the won, converting it into dollars, using that as the currency and scrapping the central bank. That's what dollarization means. It would be a different thing to fix the exchange rate to the dollar, to keep some policy options open and to keep the national sovereignty implications of the won. Politically, I don't think dollarization would even get off to first base. It would be an immediate strike out. I don't see why anyone in Korea would want to dollarize. After all, if you have dollarization, you would have the monetary policy of the US.

Actually, this would probably be an okay direction. In the long run, it could be a good monetary policy. The US economy is enormously important to the Korea. But, even more importantly, China is the biggest market now. Japan is also a big market. These two areas are extremely important. So I don't see any reason for dollarization.

The only area in Asia for which I would recommend dollarization is Hong Kong. I have suggested this at APEC meetings, to very little applause. It would be good for Hong Kong and good for China. China could use it as a financial center. It would be very good for a small area like this to dollarize. You already have

USD 150 billion in reserves. The money supply of Hong Kong is only about USD 12 billion. You could take 15% of their money supply, convert it to dollars, it would be all gone, and they would have exactly the same monetary policy as they have now. That would be a slam dunk. I would do it. But the political implications would not resonate well with the Mainland Chinese government. They wouldn't understand it. But I think it would be good for China.

What should Korea do? There are changes that can and should be made in the system. Things are in a state of motion in Asia right now. There is some movement toward an Asian currency area. China is not going to think about a single currency or monetary area in Asia. You have to get over that hurdle. The Chinese government has to realize we are not talking about a single currency area but about a fixed exchange rate zone. If Japan were to fix to the dollar, there would be all kinds of things that one could talk about in respect to that. This would be a good policy.

It would not be a bad policy for Korea to fix its exchange rate. By and large, it would have been better if Korea had fixed its exchange rate over the past 20 years. Korea would have had a better monetary policy. If it had allowed for a large quantity of reserves, like the level of reserves it has now, it would have been all right. Korea is now a creditor country, not a debtor country. There would have been no "Asian crisis" for Korea. Korea would have weathered the Asian crisis as successfully as Taiwan did with a different system, or as Singapore did with its different system. Every country was a little affected, but it would have been better for Korea had it fixed its exchange rate.

A fixed exchange rate against the dollar would have been a kind of insurance. It would also make it easier for Japan to fix. But, again, the US opinion on this is a large worry. Dollarization would be looked upon as being a super pro-US policy. It is strange that something so similar to dollarization—that is establishing a fixed exchange rate to the dollar—would be seen otherwise.

The US is bound to change. When Premier Wen Jiabao of China went to Europe, he spoke about the exchange rate issue.

He said, "We may have to leave the dollar area." Romano Prodi then invited China to join the euro area: "We'd love to have you in the euro area." The Europeans understand some of these things more than the US. For the past 15 years, the US has not really understood the international monetary system, partly because the secretaries of the Treasury change frequently. They just don't have the background to deal with it.

국 문

아시아 화폐단일화, 가능한가?

아시아 화폐단일화, 가능한가?*

본인이 한국을 다시 방문할 수 있는 기회를 주신데 대해 감사드린다. 오늘 말씀드리고자 하는 내용은 아시아의 화폐단일화가 과연 가능한가 하는 것으로 세계경제의 일반적인 사항과 배경에 관한 것부터 시작해보도록 하겠다. 왜냐하면 3극 통화체제가 현재 국제통화시스템에서 비판의 대상이 되고 있기 때문이다. 그런 연후에 아시아 국가들의 거시경제정책과 아시아 지역통화 또는 통화지역이 앞으로 아시아 지역에서 실현 가능한지를 살펴보고, 마지막으로 여러분들과의 질의、응답 시간을 갖도록 하겠다.

배 경

세계화는 국제적 세력균형에 의해 언제든지 이루어진다. 세계화와 국제무역이라고 하는 것은 자연스러운 인류의 모습이다. 그러나 각국은 동맹이나 전쟁, 기타 자유무역을 저해하는 수단들로 이를 봉쇄한다. 지금의 세계화 물결은 대략 1990년쯤, 냉전종식과 함께 새롭게 시작하여 계속 진행되어 오고 있다. 이러한 세계화의 산물 중 하나가 세계경제의 지배구조 변화이다. 초강대국인 미국의 역할이 축소되고 기존 지배구조에 이의를 제기하는 대항세력이 점차 구축되고 있는 추세이다.

이러한 흐름은 항상 양면성을 지닌다. 세계화는 대부분의 경제학자

---

* 이 글은 2004년 10월 14일 개최된 ‘IGE/Prudential 국제금융특강’의 내용을 녹취하여 번역、정리한 것임.

들이 믿는 것처럼 균형을 갖춘 좋은 현상이다. 그러나 세계화가 모든 사람에게 혜택을 준다는 의미는 아니다. 어떠한 변화가 발생할 경우, 대부분의 사람이 이익을 본다 하더라도 손해 보는 사람은 반드시 있기 마련이다. 이처럼 손해 보는 사람들이 특정지역에 집중되고 그 외 지역 사람들은 이익을 보는 경우들도 있을 수 있다. 이를 국가에 적용해 보면 국가 간 편차가 생기게 되는 것이다.

세계화에 관한 몇 가지 진실이 있다. 고전학파 경제학자들은 항상 경제대국이 세계경제체제로 편입되면 득이 될 것이라고 생각한다. 전 세계가 종전보다 저렴한 가격으로 새로운 상품을 얻게 되고, 이러한 과정이 진행됨에 따라 개별국가의 교역조건이 개선되기 때문이다. 이것이 정확한 모델임은 분명하다.

그러나 이를 조금만 더 자세히 살펴보면, 이와 똑같은 제품을 생산하는 신흥국가들도 있다는 것을 알 수 있다. 이러한 국가들은 새로운 시장진입자로 인해 교역조건이 악화되는 고통을 겪게 되며, 나머지 국가들은 추가적인 이득을 보게 된다. 즉, 세계 여타 국가들이 새로운 시장진입자로부터 이득을 얻음에도 불구하고 몇몇 특정 국가들은 손해를 볼 수가 있는 것이다. 그리고 나서도 그 여타 국가들은 이와 같은 요인으로 인해 더욱 더 많은 이익을 얻게 될 것이다.

이것이 오늘날의 현상이며 인류의 역사를 통해 전 세계적으로 계속 일어났던 일이다. 1950~1970년대의 일본경제는 급성장을 구가했다. 일본의 수출은 급신장하는 반면 영국의 수출은 추락하였다. 폭넓게 보면 영국의 역할을 일본이 이어 받았던 것이다. 오늘날에는 중국이 같은 역할을 하고 있다. 1992년에 본인은 이곳 서울에서 열린 국제회의에 참가한 적이 있다. 그 당시, 오늘 이 자리에 참석한 여러분과 같은 청중 한사람이 일본 내 한국 완구시장을 중국이 완전히 잠식했다고 하였다.

이러한 현상은 항상 있는 일이다. 이와 같은 일이 특정국가, 특정산업에서 특정한 방법으로 발생하고 있다. 지금 당장에도 미국 내에서는 정치적 이슈가 되다시피 하고 있는 이른바 '아웃소싱(outsourcing)'에 대한 비난이 크게 일고 있다. 이는 인도의 소프트웨어생산 경쟁력과 중국의 제조업 경쟁력 향상으로 인해 발생한 문제이다. 이들 양국의 경쟁력 향상이 '아웃소싱'이라는 말을 사용하게 만들었던 것이다. 이와 같은 현상은 한국에서도 문제가 되고 있을 것이며, 만일 그렇지 않다면 분명히 앞으로 문제가 될 것이다.

고전경제학의 기본사상은 아직도 유효하다. 하지만 어느 한 곳에서 집중적으로 손해를 보게 되면 반대에 부딪치게 된다는 점을 알아야만 한다.

IT혁명에 관해서는 모두 잘 알고 있기 때문에 크게 언급하지 않겠다. 지난 1990년대 말, 5년 동안 있었던 미국 IT산업의 눈부신 성장(거의 두 배에 달하는)으로 인해 자본 및 주식 시장 가치가 엄청나게 창출되었다. 그리고 그 거품이 붕괴되면서 모든 가치가 다시 하락했다. 어찌되었건, IT혁명은 움직일 수 없는 것이고 지금도 세계경제의 한 부분을 차지하고 있다. IT혁명은 전기혁명과 인쇄혁명을 결합한 것과 유사한 것으로 금세기동안 계속 우리와 함께 할 것이다.

세계적인 경기침체가 발생했던 와중에도 생산성이 향상되고 기업, 가계, 정부, 기관 등 모든 경제주체의 비용이 감소하였다. 실업률이 증가하는 국가라 할지라도 생산성 향상은 매우 중요하다. 이는 어떻게 보면 전통적인 면에서 경제실적이 둔화되고 있는 국가들이 반드시 고려해야할 문제이다. 생산성 지수는 가계부문 또는 모든 부문에서의 대폭적인 생산성 향상을 제대로 반영하지 못할 수도 있다. 하지만 생산성 향상의 효과는 학술, 서비스 등 모든 부문에서 나타난다. 특히 이를 활용할 수 있는 교육수준에 도달한 국가는 더욱 그러하다.

이러한 생산성 향상은 약 50년 동안 미국경제의 견인차 역할을 해왔다. 이 점이 매우 중요하다. 왜냐하면 미국경제가 주춤거릴 때마다 세계경제도 뒤따라 주춤거렸기 때문이다. 세계경제의 침체는 미국경제의 침체와 연관되어 있다. 1980년대의 미국 경제침체는 다른 방식으로 시작되었다. 그 당시 미국에서는 공급측면의 혁명이 있었다. 레이건 행정부가 연방차원의 최고한계세율을 70%에서 28%로 삭감하자, 부시(George Bush) 대통령 정부에서 공급측면의 혁명이 상습적으로 일어났다. 그래서 부시 대통령은 최고세율을 33%로 인상하였다. 그리고 클린턴 대통령과 고어 부통령 정부 하에서는 이 세율이 40%를 약간 넘는 수준으로 인상되었으며, 지금의 조지 부시(George W. Bush) 대통령은 이를 35%로 인하하였다. 이 20년 동안 미국은 약 4,200만개의 일자리를 새로 창출했다. 이는 대단한 경기확장으로서, 미국의 최근 10년은 미국경제에서 유례가 없는 10년 장기호황이었다. 그런 연후에 경제가 침체되었다.

지금 우리는 세계경제가 과연 미국의 수요에 계속 의존할 수 있겠는지를 스스로 자문해 봐야 한다. 세계 GDP에서 미국이 차지하는 비중은 1/4~1/3 정도이다. 이러한 예측은 아주 중요하다. 모두가 앞날을 보고 싶어 하지만 과연 미래를 볼 수 있겠는가?

미국은 1990년에 9개월간의 경기침체에서 벗어났다. 만약 그때 마법구슬을 가지고 미래를 보았다면 뒤이어 전례 없는 10년간의 장기호황이 온다는 사실을 알았을 것이다. 이 시점에서 2004년 이후를 전망해 볼 때 향후 7~8년간 경기호황이 지속 가능하겠는가? 본인은 마법구슬 같은 것이 없기 때문에 잘 모르겠다.

유로화(euro貨)가 주는 의미

유로화는 유럽에게 있어서 큰 수확이다. 유럽의 어떤 국가도 이전으로 되돌아가기를 원하지는 않을 것이다. 유럽의 모든 국가들은 전보다 더 나은 통화를 갖게 되었다. 유럽의 각 기업들 또한 지역 자본시장대신 유럽대륙 전체의 자본시장을 갖게 되었으며, 이에 따라 거래비용도 크게 줄어들었다. 금리도 전보다 낮아져서, 12%를 상회하는 국가도 일부 있지만 모든 국가의 금리는 현재 4~5% 수준이다. 이러한 상황이 주는 의미는 지역통화에 대한 사람들의 사고방식에 영향을 미쳤다는 것이다. 이는 아시아뿐만 아니라 남미 및 아프리카에 대해 유로화의 효과를 나타내 보인 것이다.

유로화는 잠재적 외환보유자산이 되어가고 있다. 전 세계 중앙은행의 외환보유고는 현재 약 2조 5천억~3조억 달러 수준인데 이 중 80%가 미국 달러화이다. 상당량의 달러화를 보유한 대부분의 국가들은 유로화 보유수준을 늘리고 달러화는 줄이고자 하는 추세이다. 그러나 유로화의 가치는 급등하고 있다. 유럽경제가 부진해도 유로화는 이러한 요인들로 인해 상승세를 지속할 것이다. 유로화의 가치가 하락할 수도 있겠지만 하락폭은 그리 크지 않을 것이다. 유로화의 가치가 1.05~1.10 달러 수준으로 하락하는 순간 아시아 각국 중앙은행들은 외환보유 다변화 프로그램의 일환으로 유로화를 매입하기 시작할 것이다.

또한 유로화는 세계경제의 세력구도에 변화를 불러왔다. 유로화라는 단일통화체제로 편입된 유럽 국가는 현재 12개국(3개의 G7국가를 포함)으로, 미국 달러화에 대한 잠재적 경쟁 또는 대체 관계를 형성하고 있다. 이러한 것이 향후 세계통화시스템의 운영 및 감독 방식을 변화시키고 있다.

3극 통화체제

세계는 달러, 유로, 엔이라는 대표적인 3개의 통화안정지역으로 나뉘어 있다. 달러화지역에는 인플레이션이 없으며 이는 유럽지역이나 일본에서도 마찬가지이다. 즉, 이 지역들은 안정적인 섬의 형태를 이루고 있는 것이다. 하지만 인플레이션이 없고 비슷한 가격수준을 유지하고 있음에도 세 통화 간에 환율변동과 같은 기능장애가 발생하는 이유는 무엇인가?

100년 전에는 세계가 금본위제도였기 때문에 물가뿐만 아니라 환율 수준이 안정적이었다. 오늘날에도 물가는 안정적이다. 따라서 앞서의 3대 지역이 물가안정을 이룰 수 있는 지역이라는 점은 의심의 여지가 없다. 하지만 환율은 많은 변동을 보이고 있다. 그렇다면 이러한 환율변동은 어떠한 기능을 하는가? 유로화의 가치는 출범당시 1.18달러였다가 1년 반이 채 안되어 0.82달러가 되었다. 그리고 몇 년이 지나 1.30달러로 급등한 후 1.20달러로 하락하였으며 지금은 다시 약간 상승한 상태이다. 이러한 시스템의 기능은 무엇인가?

물가가 안정된 지역 간의 환율변동 기능은 과연 무엇인가? 여기에는 아무런 기능이 없으며 단지 시스템 장애일 뿐이다. 이와 같은 환율변동은 물가가 안정된 국가들을 몹시 혼란스럽고 힘들고 불편하게 만든다. 물가변동이 없는 환율변동은 3대 지역에게 혼란을 준다. 환율변동은 금융시장에도 영향을 미친다. 주식시장은 각 지역통화로 표시되기 때문에 환율조정을 반드시 거쳐야 한다. 이는 또한 실질세율에도 영향을 미치기 때문에 기업들로 하여금 국제기업과 국내기업 사이를 오락가락하게 만든다.

이러한 상황 하에서 기업들이 어떤 대책을 수립할 수 있겠는가? 특히 달러 당 인도네시아 화폐의 가치가 2,500~15,000 루피아(rupiah) 사

이에서 급격하게 변동했던, 이른바 '아시아 금융위기'와 같은 시기에 기업들이 과연 어떤 대책을 세울 수 있겠는가? 이처럼 불안정한 시기에 경영자들은 어떤 종류의 사업을 기대할 수 있겠는가?

'아시아 금융위기'의 원인에 대해서는 일반적인 견해가 없다. IMF 당국자들조차 아시아 금융위기를 예상하지 못했으며, 위기 이후에도 그 원인을 설명할 수 있는 사람이 아무도 없다. 물론 그러한 위기가 아시아의 '정실주의' 또는 '정실자본주의' 때문이라고 하는 사람들도 일부 있다. 하지만 이는 어불성설이다. 정실주의는 세계 도처에 있는 일이며 어떤 식으로든 계속 존재할 것이다.

아시아 금융위기의 근본원인은 달러/엔 환율의 급격한 변동이었다. 1985년 9월 플라자 합의(Plaza Accord)가 이루어질 당시는 1달러 당 239엔이었다. 그리고 플라자 합의 기간과 그 당시 이른바 '일본 때리기'가 끝난 10년 후, 달러 대비 엔화의 가치가 세 배로 상승하여 1995년 4월에 달러는 78엔까지 하락하였다. 세계 어느 주요통화가 세계경제의 대표적인 기축통화인 달러에 대해 가치가 세 배로 상승할 수 있겠는가? 더구나 달러 물가상승률이 평균 3~4% 수준에 불과한 기간 동안에 말이다(일본보다 다소 높았음은 분명하다). 이와 같이 세 배로 상승한 엔화 가치가 일본 금융시스템을 붕괴시켰고 부실채권을 양산했던 것이다.

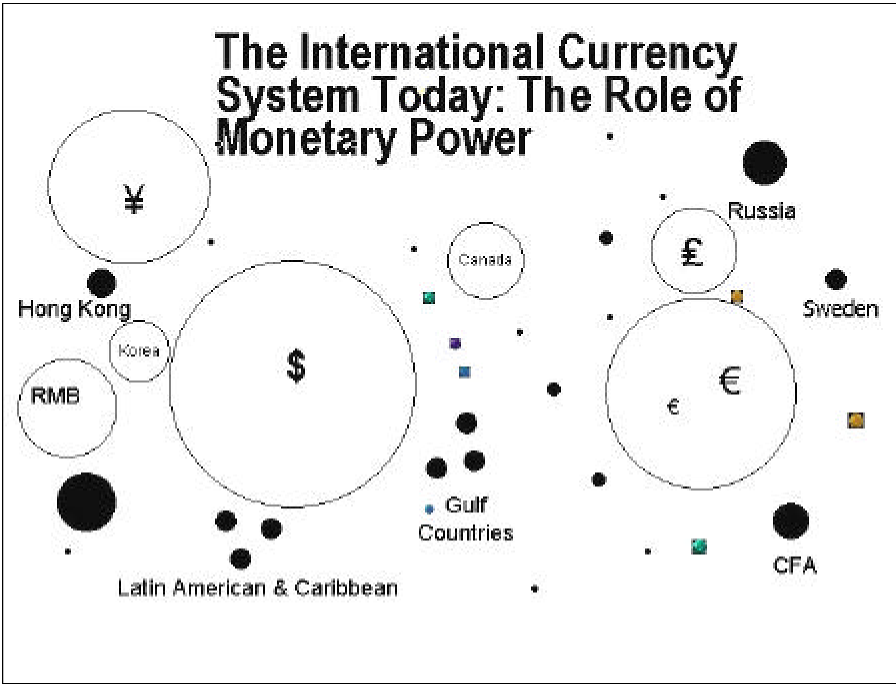
그러나 이것이 '아시아 금융위기'의 직접적인 원인은 아니며 뒤이어지는 2차적 원인이 있었다. 앞서의 1차적인 변동이후 엔화 가치가 반대 방향으로 크게 변동했던 것이다. 즉 달러 가치가 1995년 4월의 78엔에서 1998년 6월에 148엔으로 급등한 것이다. 따라서 달러고정환율제를 채택하고 있던 모든 아시아 국가들은 엔화 대비 자국통화를 평가절상할 수밖에 없었으며, 이러한 조치가 자국에 대한 일본의 투자를 차단시켜버렸다.

이 같은 상황이 모든 요인들에 대한 기폭제가 되어 일부에서 말하는 'IMF 위기'라는 엄청난 충격을 몰고 왔다. 이 기간 중에 IMF가 최선을 다했다고 말하고자 하는 사람은 아무도 없을 것이다. 위기 기간 중에 인도네시아와 같은 나라에게 IMF가 취한 조치는 형편없었다. 말레이시아는 다행스럽게 위기에서 벗어났다. 변동환율제로 전환된 후 링기트(ringgit)화의 가치는 2.5달러에서 거의 5달러 수준으로 급등하였다. 그러자 말레이시아 정부는 IMF의 권고안을 무시하고 자국통화 환율을 3.5 달러로 설정했던 것이다. 이러한 환율수준은 지금까지도 유지되고 있다. 좋든 나쁘든 간에 이로 인해 말레이시아는 다른 국가들보다 일찍 위기에서 벗어났다.

<그림 1>은 오늘날의 세계 통화시스템을 나타내는 것으로 원형의 크기는 세계경제에서 각 통화가 차지하는 비중을 표시한다. 실제로 통화비중은 GDP에 비례하며 이는 오래된 교환방정식이다. 달러 지역의 GDP는 미국의 GDP 수준인 약 11조 달러 내외이고 유로화 지역의 GDP는 약 9조 달러, 엔화 지역의 GDP는 약 5조 달러이다. 이 세 곳이 3대 통화지역으로 안정된 섬의 형태를 구성하고 있다. 이 3대 통화지역 내에서의 인플레이션은 없지만 달러/엔, 달러/유로, 엔/유로 간에는 커다란 환율변동이 존재한다.

네 번째로 큰 통화지역은 영국 파운드화로서 GDP 규모는 현재 환율기준으로 약 1.7~1.8조 달러 수준이며, 그 다음이 중국 본토지역의 위안화로 약 1.4조 달러 규모이다. 이 5개 통화지역 외에 캐나다, 러시아 또는 한국이 있으며 계속해서 이보다 하위 통화지역으로 이어진다. 이러한 것들이 세계경제에서 각 통화가 차지하는 비중이다.

<그림 1> 오늘날의 세계통화시스템



통화지역을 살펴보고자 할 경우 중요한 점은 통화집단의 관점에서 이들 통화 간의 세력관계를 이해하는 것이다. 이 세력관계는 통화지역이 어떻게 형성되어 가고 있으며 어떤 영향을 미치게 될지를 보여준다. 즉 특정 통화지역의 상대비중을 나타내는 것으로, 통화세력이 큰 국가와 작은 국가 간에는 세력이 큰 국가가 지배적인 위치에 있게 된다.

작은 통화지역은 큰 통화지역에 고정시킬 수 있지만 그 반대의 경우는 불가능하다. 멕시코가 경제안정을 이룰 수 있던 것은 페소(peso)화를 미국 달러에 고정시켰기 때문이다. 멕시코의 경제규모는 미국 경제의 약 5%수준이다. 따라서 미국 달러화가 안정되어 있는 한 멕시코 경제는 이를 통해 안정을 이룰 수 있다. 하지만 미국 달러가 페

소화에 고정될 경우 미국 경제는 결코 안정될 수 없을 것이다. 실제로 이러한 행위는 멕시코 경제를 불안하게 만들지도 모른다.

중국과 미국과의 관계에 있어서는, 중국이 위안화의 대미환율을 평가절상해야 하느냐에 관해 많은 논란이 있다. 일부 경제학자 등은 중국이 위안화의 환율을 대폭 평가절상하거나 변동환율제를 채택하여 자연스럽게 평가절상되도록 해야 한다고 주장한다. 하고자 한다면 미국이 중국에게 고정환율제도를 포기하도록 압력을 행사할 수 있는 것은 사실이다. 두 지역 통화집단 간의 통화비율이 9:1~10:1이기 때문에 미국이 하고자 한다면 위안화를 평가절상시킬 수 있다. 이 점이 중요하다.

아시아 국가의 거시경제정책

사람들은 가끔 고정환율제를 채택해야 하는지 아니면 변동환율제를 채택해야 하는지에 관한 질문을 하곤 한다. 4년 전 본인은 캐나다의 일간지인 내셔널 포스트(National Post)의 편집장으로부터 밀턴 프리드먼(Milton Friedman) 교수와 함께 고정환율제와 변동환율제에 관한 토론을 하겠느냐는 요청을 받았다. 이를 승락한 본인과 프리드먼 교수는 이메일(e-mail)을 통해 토론을 했다. 왜냐하면 프리드먼 교수는 캘리포니아에 있었고 본인은 해외 순방중이라 호텔 컴퓨터를 이용해 의견을 제시해야 했기 때문이다. 우리 두 사람 간에 이루어진 여덟 번의 토론내용은 8회에 걸쳐 내셔널 포스트에 게재되었다.

처음에 본인은 프리드먼 교수가 변동환율제를 채택하고 있는 국가와 고정환율제를 채택하고 있는 국가 간의 불안전성에 대해서 비교하고 싶어 하지 않는 것으로 생각했다. 그는 모든 국가들이 통화안정을 바란다고 가정했기 때문이다. 만일 그때의 토론목적이 통화안정이

었다면 고정환율제와 변동환율제 중 어느 것이 더 나은지에 관한 토론이 이루어졌을 것이다. 다시 말해, 프리드먼 교수는 통화안정을 위해 중앙은행이 지켜야할 사항에 관해 토론하고 싶어 했던 것이었다.

프리드만 교수의 평소 생각은 각국 정부가 통화량을 조절할 수는 있지만 환율은 시장의 흐름에 맡겨야 한다는 것이었다. 그는 이외에 다른 것은 믿지 않았다. 그런데 지금 그의 생각은 목표인플레이션제도(inflation targeting) 쪽으로 바뀐 상태이다. 즉, 중앙은행은 안정된 목표인플레이션을 위해 노력하되 환율은 시장의 흐름에 맡긴다는 것이 현재 그의 생각이다.

그러나 선택의 여지가 없는 국가도 일부 있다. 미국은 환율을 고정시킬 수가 없다. 경제규모가 작은 나라에 환율을 고정시키기에는 미국의 경제규모가 너무 크기 때문이다. 그래서 미국이 목표인플레이션제도를 채택하고 있는 것이며, 또 환율을 시장의 흐름에 맡겨 두는 것이다. 이것이 미국이 선택할 수 있는 유일한 최선책이다.

환율체제를 선택한다는 것은 모순이다. 기축통화의 인플레이션을 수용하는 통화제도인 고정환율제도와, 주어진 인플레이션율을 목표로 하는 변동환율제도를 어떻게 비교할 수 있겠는가? 멕시코가 미국 달러화에 고정시킬 경우, 파나마의 경우와 마찬가지로 장기간 미국 인플레이션율의 영향을 받게 될 것이다. 금년이 건국 100주년인 파나마는 1904년 건국 이래 지금까지 미국 달러화와 자국통화인 발보아(balboa)화 사이에서 환율을 고정시켰기 때문에 미국 인플레이션 등락의 영향을 받아왔다. 발보아화는 동전으로만 사용하고 지폐는 미국화폐로 사용한 이후 파나마는 남미에서 가중 훌륭한 물가상승률을 유지하고 있다.

고정환율제도는 통화정책이다. IMF는 고정환율제를 채택하고 있는 국가에게 이를 포기하고 변동환율제를 채택하라라고 권고해서는 안 된

다. 그렇게 하는 것은 통화정책을 포기하라는 말이 될 것이며, 변동환율제도가 전면 수용될 경우 초(超)인플레이션이나 초디플레이션 현상이 발생할 수도 있다.

따라서 고정환율제도라는 통화정책과 인플레이션 목표를 정하는 또 다른 통화정책 사이에서 선택하는 것이 적절하다. 하지만 IMF는 이와 같은 다양성을 각국에 도입하지 못하고 있으며 또 그렇게 한 적도 없다. 본인이 IMF에 대해 매우 비판적인 것은 바로 이러한 점 때문이다.

목표통화량제도(monetary targeting)

각국은 목표통화량제도, 목표인플레이션제도, 목표환율제도(exchange rate targeting) 중에서 한 가지를 선택한다. 미국은 폴 볼커(Paul Volcker)가 미국 연준(Federal Reserve Board) 의장으로 선출되었던 1979년에 목표통화량제도를 추진하였다. 볼커 의장은 2년 반 동안 총통화를 고정시키기 위해 노력하였으나, 이러한 노력은 재앙을 불러온 것으로 판명되었다. 1980년도의 미국 인플레이션율이 사상 처음으로 13%까지 상승했던 것이다. 1979년도 9~10%였던 미국 인플레이션율은 1980년도에 13%까지 상승하였다가 1981년에 11%로 하락하였다.

그래서 미국 연준은 금리정책을 도외시한 통화조절정책을 서둘러 보류하고 금리인상을 단행하였으며, 금리가 20%이상으로 상승되고서야 인플레이션이 중단되었다. 간단히 말하자면 목표통화량제도는 실효성이 없다는 것이다. 목표통화량제도 및 초인플레이션으로 어려움을 겪고 있는 국가에게 쉽게 할 수 있는 말은 통화증가율을 낮추라는 것이다. 특히 통화공급에 대해서는 반드시 주의를 기울여야 한다. 하지만 이보다 더 나은 것이 목표인플레이션제도이며, 세 번째 대안이

목표환율제도이다.

어떤 통화바스켓을 안정시켜야 하는가?

한국의 입장에서 볼 때 원화 통화바스켓을 안정시키는 것이 좋은 일인가? 과연 그것이 최선의 통화정책인가? 한국의 생산량은 전 세계 생산량의 극히 일부분인 1%에 불과하다. 따라서 원화 통화바스켓에 고정될 경우에는 세계 전체 통화바스켓의 1%가 안정되는 것에 그친다. 하지만 세계적인 통화가 있다면 세계 통화바스켓에 고정될 것이고, 그렇게 되면 모든 사람들이 똑같은 인플레이션율을 적용받게 될 것이다.

세계 생산량의 3%를 차지하는 중국 같은 국가가 목표인플레이션을 채택할 경우 중국이 고정시킬 수 있는 부분은 단지 세계 생산량의 3% 뿐이다. 그러나 중국이 미국 달러화에 고정시키게 되면 3%에다 28%를 더한 세계 생산량의 약 31%를 고정시키게 된다. 여기에다 미국 달러화에 고정시키고 있는 여타 국가들을 더할 경우에는 세계경제의 약 1/3을 차지한다. 중국에게 더 나은 것은 세계 생산량의 3%에 불과한 지역 통화바스켓인 위안화를 안정시키는 것인가, 아니면 세계 생산량의 33%를 안정시키는 것인가? 마찬가지로 한국에 대해서도 세계 생산량의 1~1.5%를 안정시키는 것이 더 나은가? 아니면 33%를 안정시키는 것이 더 나은가? 물론 양쪽 모두에 대한 주장이 있을 수 있다. 일부 국가에서는 임금상승률 등과 같은 지수들이 인플레이션율과 연동되어 있으며, 이러한 사실 역시 매우 중요하다.

만일 작은 통화바스켓만 안정시킬 경우에는 큰 통화바스켓에 의해 대폭적인 환율변동을 겪게 될 것이다. 반면에 큰 통화바스켓을 안정시킬 경우에는 지역 통화바스켓 내에서 몇 가지 결점과 약간의 환율변동이 나타날 것이다. 장기적으로 볼 때 대부분의 국가들은 큰 통화

바스켓 측에서 통화안정을 이루는 것이 더 낫다. 이러한 이유 때문에 기축통화가 있을 경우 경제규모가 작은 국가들은 자국의 환율을 그 통화에 페그(peg)시켜야 한다는 주장이 나온 것이다.

달러화는 믿을 수 있는가?

자국통화를 미국 달러화에 안정시키고자 한다면 달러화가 안정적인 기축통화인지를 살펴보아야 한다. 미국 경제는 세계 경제의 동력이 되어 왔다. 달러화에는 일정한 주기가 있는 데 이러한 주기는 1970년대부터 시작되었다. 그 이전에는 거의 세계 모든 국가들이 고정환율제를 채택하였다. 1970년대 말에 달러화는 유럽 통화에 비해 평가절하되었으며 엔화에 대해서도 어느 정도 그러했다. 1980년대 전반기에는 달러화의 가치가 크게 상승하였다. 1980년대 전반기에 미국이 인플레이션을 제거하고 나자, 1980년대 후반기에 달러화의 가치는 다시 하락하였다. 이는 미국의 경기를 유지시키는데 알맞은 것이었다. '아시아 금융위기'가 있었던 1990년대 말의 IT 호황기 중에 달러화 가치는 급상승하였다. 그리고 세계경제가 침체에 빠지자 달러화 가치는 다시 큰 폭으로 하락하였다. 이것이 달러화의 주기이다.

달러화에 고정되어 있는 모든 국가들은 이와 같은 달러주기가 존재한다는 것을 알아야 한다. 1994년에 있었던 첫 번째 평가절하의 폭이 너무 컸기 때문에 인플레이션이 발생하였다. 1994~1995년 사이에 물가가 약 40% 상승하였다. 그리고 나서 물가가 안정되기 시작했다. 1997~1998년은 달러화가 세계 여타 통화에 대해 평가절상이 이루어지던 기간이었으며 중국, 홍콩, 걸프지역 국가들 및 파나마 등 미국 달러화에 자국통화를 고정시켰던 모든 국가가 약간의 디플레이션을 겪었다. 이들 국가에게서 약간의 디플레이션이 나타났던 것은 달러화

의 통화정책이 긴축적이었기 때문이며, 이러한 긴축통화정책은 물가 안정을 위한 것이었다.

또한 수지균형, 부채규모, 각국 중앙은행의 막대한 달러 보유고도 고려되어야만 한다. 이와 같은 것들이 미국에게 불안정성을 가져다 줄 수도 있기 때문이다.

달러화에 대한 결론

달러화가 불안정하였을 때는 언제인가? 달러가 불안정하였던 시기는 미국 독립전쟁(1861~1865)과 제1차 세계대전(1914~1918) 기간 중으로, 1914~1920년 사이에 물가가 두 배로 상승하였다. 그리고 1930년대와 제2차 세계대전(1939~1945) 기간 중에도 달러화는 불안한 상태였으며 1970년대 말에도 약간 불안한 모습을 보였지만, 그 외 기간 중에는 다소 안정된 상태로 이루어 왔다.

전쟁 등의 이유로 인해, 그동안 달러화가 완벽한 안정성을 보인 적은 전혀 없으며 심지어 건실한 안정성을 보인 적도 없다. 그렇지만 오랜 기간에 걸쳐온 이와 같은 달러화의 안정성은 독일 등의 국가들을 비롯한 세계 어느 나라보다도 좋은 상태이다. 독일은 1920년대와 1948년 두 차례의 화폐개혁이 있었으며, 일본도 1948년에 대규모 화폐개혁을 단행한 바 있다.

달러화는 아마도 예측 가능한 장래까지는 신뢰를 받을 수 있을 것이다. 그렇지만 경상수지 적자와 중앙은행의 화폐남발 가능성으로 인해 인플레이션이 고조될 위험이 약간 있다. 하지만 외롭게 경기침체에 빠지느냐 아니면 달러화와 동반하여 약간의 인플레이션을 용인하느냐 하는 두 가지 선택밖에 없을 경우, 일부 국가에게는 인플레이션이 더 나을 수도 있다.

아시아의 미래

근대 화폐사에 있어서 가장 중요한 사실은 아시아의 부상이다. 1950~1990년은 일본 경제성장의 전성기였다. 그리고 난 후 한국을 비롯한 아시아의 호랑이들이 그 뒤를 이었다. 지금은 중국이 부상하여, 세계 중심의 통합이냐 아니면 아시아 중심의 통합이냐 하는 문제가 현안이 되고 있다.

<그림 2> 향후 동아시아 GDP 전망

(단위: 10억 달러)

Projections* of East Asia's Future

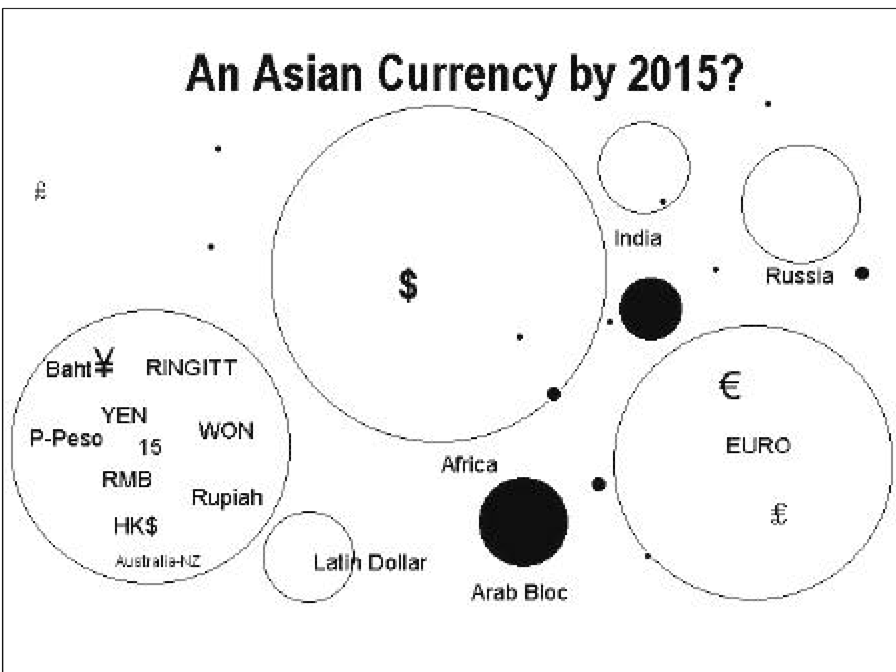
	2000	2010	2020
Japan (1.8%)	4,000	5,000	6,000
China (7.2%)	1,000	2,000	4,000
Korea (7.2%)	500	1,000	2,000
Taiwan (7.2%)	200	400	800
Hong Kong (7.2%)	120	240	480
Total	5,820	8,640	13,280
US 1.8% Growth	10,000	12,200	15,000
US 3.6% Growth	10,000	14,500	20,000

*In Billions of Dollars

<그림 2>는 2000년도부터의 대략적인 아시아 주요국 GDP 규모(단위: 10억 달러)를 나타낸 것이다. 2000년도의 1위는 GDP 규모가 4조

달러인 일본이다. 일본이 향후 연 1.8%로 성장한다고 가정할 때 2020년도 일본의 GDP 규모는 현재 달러가치 기준으로 6조 달러가 된다. 2000년도에 1조 달러인 중국의 GDP는 2020년에 4조 달러, 한국의 GDP는 같은 비율로 성장할 경우 대략 2조 달러가 될 것이다. 따라서 2020년에는 그림 상에 있는 아시아 5개국의 GDP 합계가 13조 2천억 달러가 되며, 그 때의 미국 GDP 규모는 15조~20조 달러가 될 것이다.

<그림 3> 2015년 아시아 통화는 어떤 위치에 있을 것인가?



아시아 단일통화 또는 지역통화의 가능성

단일통화나, 평행적 통화(parallel currency) 또는 평행적 통화지역이 반드시 필요한가? 그 차이점은 매우 중요하다. 중국의 한 당국자가

아시아 지역통화가 탄생할 것으로 생각하느냐는 질문에 대해 향후 50년 내에는 어렵지 않겠냐고 답한 적이 있다. 본인 생각도 그와 같다. 아시아 단일통화는 불가능한 일이다. 유럽과 동일한 방식의 아시아 단일통화는 실현 가능성이 없다.

1999년에 유럽은 유럽통화연맹(European Monetary Union)을 결성함으로써 놀라운 일을 이루어냈다. 그리고 3년이 채 안되어 유럽통화동맹은 불과 2달만의 작업으로 각 회원국의 통화를 무용지물로 만들었다. 물론 독일과 이탈리아는 19세기에 비로소 단일국가가 되었지만 프랑스는 천년동안 단일국가였다. 그러한 프랑스가 천년동안 사랑받던 자국통화인 프랑(franc)화을 포기하였다. 이러한 상황의 배경은 무엇인가?

단일통화에 대한 생각은 '델로보고서(Delors Report)'에서 제안된 것이다. 1985~1995년동안 유럽집행위원회(European Commission) 위원장이었던 자크 델로(Jacques Delors)는 유럽통화에 대한 구상을 수립하였지만 정책방향이나 실현가능성에 대해서는 고려하지 않았다. 그를 비롯하여 보고서 작성에 참여했던 사람들은 유럽 통화체제를 다시 되돌릴 경우 단일통화가 태환성(兌換性)을 가진 평행적 통화보다 더 어려울 것으로 생각했다. 따라서 1990년에 발생한 정치적 사건이 없었다면 유로화가 탄생할 기회는 거의 없었을 것이다. 그 사건이 바로 독일통일 및 동서독 화폐통합이다.

동서독 마르크(mark)화가 통합되자, 프랑스, 이태리, 영국 등의 국가들은 이를 통일된 독일이 종전처럼 또 다시 유럽을 지배하고 세계 제3위의 경제대국이 된다는 의미라고 생각했다. 과연 통일된 독일이 동유럽을 지배하게 되겠는가? 향후 20~30년 내에 유럽대륙은 다시 정치적 혼란과 전쟁에 휘말릴 것인가?

헬무트 콜(Helmut Kohl) 독일 총리는 1990년에 유럽을 순방하면서

유럽 각국들에게 독일이 통일을 이루도록 지지해달라고 요청하였다. 그리하여 독일이 단일통화를 수용하고 나아가 정치적 통합을 추진하는 것에 대한 협상이 파격적으로 이루어졌다. 그런 연후에 독일은 미화 110억 달러의 원조를 제공함으로써 구소련과의 협상도 타결하였다. 이러한 거래는 전례 없는 아주 놀라운 일이었다.

아시아는 이러한 협상이 이루어질 수 있는 근처에도 못가 있다. 중국은 자국통화를 포기하지 않을 것이며 일본 역시 마찬가지이다. 아마 한국도 그럴 것이다. 모두가 동의하거나, 동의하지 않으면 안 될 중대한 정치적 사건이 일어난다면 가능할지도 모르겠다. 그렇지만 그런 기회는 오지 않을 것이다. 원한다면 아시아의 달러 역할을 하는 태환성을 가진 지역통화를 만들 수는 있다. 하지만 이를 뒷받침해줄 강력한 통화가 필요할 것이다. 아시아 지역통화를 뒷받침할 누군가가 필요한 것이다. 바로 이 부분이 민감한 부분이다.

이를 위해서는 통화지역 즉 고정환율지역에서부터 시작해야 한다. 만일 고정환율지역이 아니라면, 가령 환율이 고정되어 있지 않은 복수통화연합 같은 것이라면 이는 진정한 의미의 통화연합이 아니다.

또 각 통화지역은 통화세력과도 관련된다. 아시아에는 일본과 중국이라고 하는 양대 통화세력과 인도네시아나 한국과 같은 군소 통화세력으로 이루어져 있다. 그런데 일본과 중국이 아시아 지역통화에 가입하지 않을 경우 사실상 그 의미가 없어지게 된다. 그리고 이 두 나라 중 하나만 가입하고 다른 하나는 가입하지 않을 경우, 아시아는 또 다른 방식으로 분단될 것이며 이러한 상태가 영구히 지속될 가능성도 있다. 따라서 모든 조건이 동일해야 하는데 이는 정치적인 문제와 아주 밀접하게 엮여 있다.

다른 대안을 든다면 아시아 지역통화에 APEC을 포함시키거나 통화지역을 확대하는 것이다. 아시아에 지역통화가 생긴다면 한 가지

모델은 유럽의 경우처럼 모든 아시아 국가들을 대상으로 하나의 바스켓을 형성하는 것이 되겠다. 그리고 그 바스켓에 대해 유럽이 유로화를 만들었던 것과 같은 방식으로 아시아 화폐단위 이름을 붙일 수도 있다. 하지만 유로화의 경우는 약간 다르다. 유럽의 경우는 유럽 내 가장 큰 지역통화인 독일 마르크화가 지배적인 위치에 있었으며, 사실상의 환율체계가 독일 마르크화 지역을 중심으로 이루어졌다. 독일 마르크화 지역은 유럽통화의 중추로서 가장 크고 생산적인 경제였다.

아시아의 경우 그러한 바스켓을 형성할 수는 있겠지만 그것으로 무슨 일을 하겠는가? 아무런 통화정책이 없다면 IMF의 특별인출권(SDR)처럼 공허하고 쓸모없는 것이 되고 말 것이다. 특별인출권은 회계단위로서는 훌륭하지만 절대로 화폐단위는 되지 못한다.

아시아 지역통화의 장점

아시아 지역통화에는 몇 가지 장점이 있다. 우선 고정환율지역이 주는 이점이 있을 것이며 무역 및 투자가 개선될 것이다. 그리고 약간의 보호막 효과도 있겠다. 즉 미국이 아시아 국가를 달러지역에서 배제시키는 경우이다. 가령 미국이 중국을 달러지역에서 배제시킬 경우 중국에게는 아시아 지역통화가 좋은 대안이 될 것이다. 또한 아시아 지역통화는 아시아 국가 간의 환율불안과 아시아 금융위기와 같은 또 다른 위기의 가능성에서 벗어나게 해줄 것이며, 환율분쟁의 여지도 제거하게 될 것이다.

만약 일부 인사들이 주장하는 것처럼 지금 중국이 위안화를 대폭 평가절상하여 달러화가 5%절하된다면 위안화는 약세를 보일 것이다. 그렇게 되면 이에 대한 환투기가 발생하게 되어 외환통제는 더 강해

질 것이며, 결국 평가절하가 이루어져 위안화의 가치는 다시 하락하게 될 것이다. 정부가 자국통화를 평가절상하였다가 다시 절하한다는 것은 망신스러운 일이 될 수도 있다.

문제점

통화지역은 통화의 중심지인데, 일본과 중국은 각각의 통화중심지이다. 따라서 아시아 지역통화의 중심지를 어디로 정할 것인가 하는 것이 문제이다. 유럽의 경우에도 유럽중앙은행(European Centeral Bank)을 독일 프랑크푸르트에 두느냐 아니면 프랑스 리용에 두느냐 하는 것이 항상 문제였다. 이 문제는 프랑크푸르트에 두는 것으로 결론이 났는데, 이렇게 되기에는 정책공유에 대한 합의를 거쳐야만 했다.

아시아 지역 안보와 관련하여서도 통화지역은 아시아 국가 간의 전쟁가능성을 제거한다는 의미를 갖는다. 그러나 전쟁이 발발한다면 통화지역은 해체될 것이다.

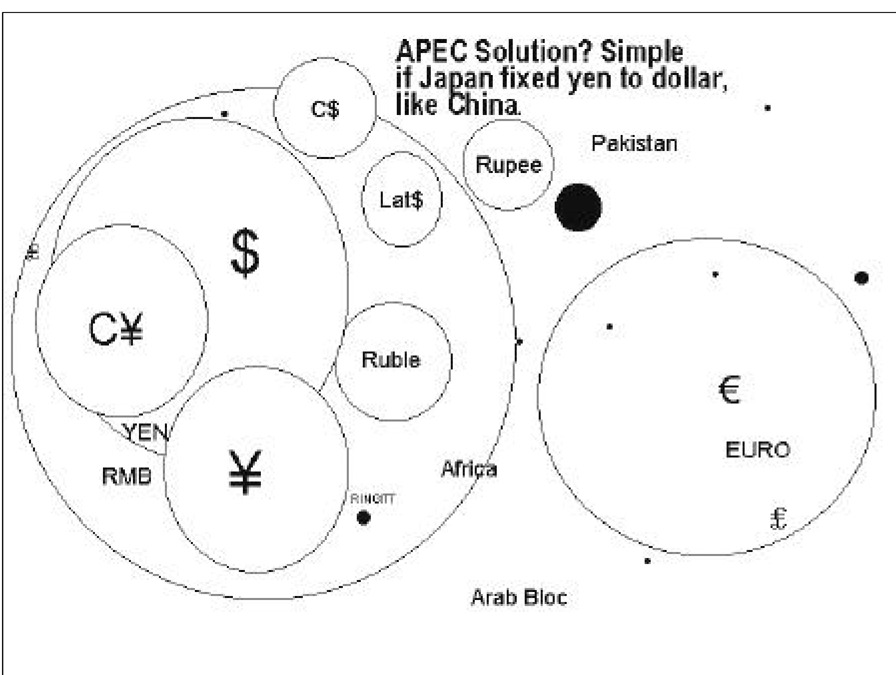
본인이 2001년 상하이 APEC 회의에서 제안했던 해법은 APEC 지역통화였다. 우선에는 이것이 아시아 통화지역보다 더 크고 힘든 일처럼 보인다. 하지만 한편으로 보면 APEC 통화지역을 구성하는 것이 아시아 통화지역보다 더 쉽다.

APEC 통화지역의 기축통화는 미국 달러화가 될 것이므로 중국 위안화나 일본 엔화를 기축통화로 사용함으로써 발생하는 문제점을 제거할 수 있다. 즉, 위안화는 태환이 안 되기 때문에 현재까지는 기축통화의 역할을 하지 못한다. 그리고 이러한 상황은 최소한 2008년 올림픽 이후까지 계속될 것이다. 일본의 엔화도 지금 상태로는 기축통화로서 적당하지 못하다. 왜냐하면 달러에 대한 변동성과 자국 통화 시스템의 문제점들 때문이다. 그리고 일본이 북아시아의 중심이기는

하지만 아시아 무역의 중심지는 아니다. 또 엔화와 연계되어 있는 중국이나 한국 같은 나라들이 꺼려한다는 점도 있다. 하지만 달러화의 경우에는 이러한 문제를 해결할 수 있을 것이다. 따라서 달러화가 최상의 기축통화이며 이를 중심으로 하는 APEC 통화지역이 가장 현실성 있는 대안이다.

현재 미국, 중국, 홍콩, 말레이시아는 동일한 통화지역이다. <그림 4>는 엔화를 달러화에 고정시켰을 경우를 가정한 것이다. 현재 엔화는 달러당 100~110 엔 사이에서 움직이고 있다. 만일 엔화가 달러화에 고정된다면 일본, 중국, 미국이 같은 통화지역에 있게 된다. 그렇게 되면 인도네시아, 싱가포르, 한국 등의 국가들에게 이 통화지역에 동참하라고 설득하기도 쉬워진다.

<그림 4> APEC를 통한 해법



그렇게 되면 아시아 자체 내의 고정뿐만 아니라 미국 달러화에 대한 고정도 이루어지게 된다. 그럴 경우 아시아 국가들은 APEC 통화지역 내 현안에 대한 논의가 가능해지고 달러화가 불안정해질 경우 이에 대한 대책도 손쉽게 논의할 수 있을 것이다. 즉 아시아 국가들은 필요할 경우 달러화로 인한 충격을 완화시킬 대비태세를 갖추게 되는 것이다. 따라서 달러화를 기축통화로 한 통합은 매우 중요한 일이다.

이와 관련한 작은 일화가 한 가지 있다. 본인은 1969년에 '유럽통화에 대한 구상(A Plan for European Currency)'이라는 보고서를 작성한 바 있는데 이 보고서가 브뤼셀에 널리 배포되었다. 그러자 브뤼셀에 있는 관계자들이 유럽통화 창설에 관해 논의하고자 본인을 그곳으로 초청하였다. 본인은 몇 주간을 그들과 함께 지내면서 일련의 서로 다른 대안과 가능성을 연구하였다.

후에 프랑스 총리가 된 레이몽 바(Raymond Barr)라는 사람이 그 당시 본인에게, 정치적 합의가 이루어졌다는 가정 하에 이번 유럽통화 구상 중 하나가 채택된다면 그것이 실행되기까지 기간이 얼마나 걸릴 것인지를 물은 적이 있다. 그래서 본인은, 정치적 합의가 이루어진다 해도 생각보다 쉽지는 않을 것이며 최소한 3주는 걸릴 것이라고 답하였다.

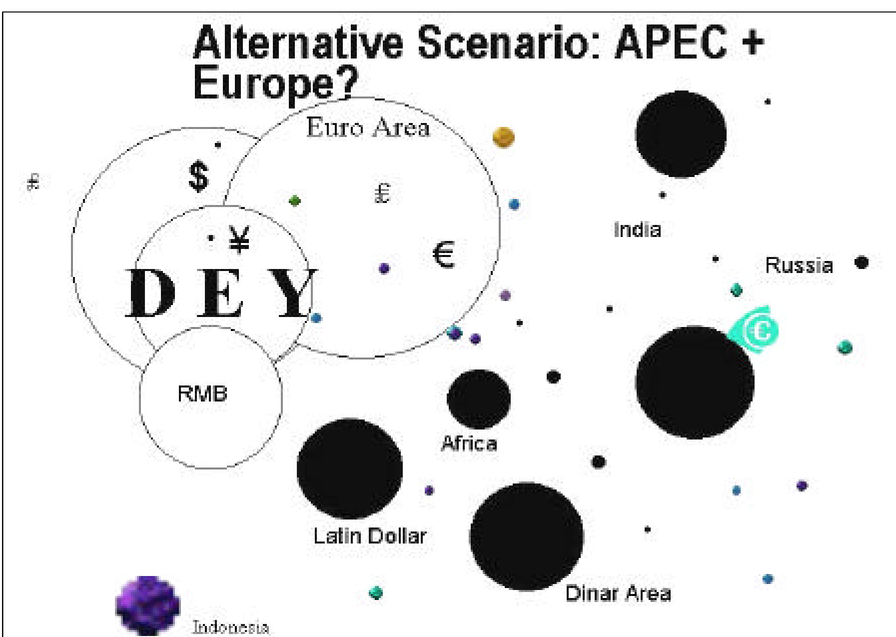
그런데 실제로는 이보다 훨씬 오래 걸렸다. 3개월도 아니고 3년도 아닌 30년이 걸려서야 유럽은 단일통화를 가지게 되었다. 어떻게 해서 본인이 틀리게 된 것일까? 과연 실제로 본인이 틀린 것이었을까?

사실 1969~1970년에 유럽 국가들은 모두 이미 통합되어 있었다. 통화지역을 위한 조건들이 이미 이루어져 있었던 것이다. 유럽 국가들은 모두가 달러 고정환율제도를 실시하고 있었기 때문에 동일한 금리와 인플레이션율이 유지되고 있었다. 그리고 사람들은 환율을 유지

하고자 한다면 재정이 안정되어야 한다는 고정환율제의 배경을 알고 있었다. 따라서 공공부채 규모가 큰 국가라 할지라도 대규모 재정적자를 운용할 생각은 하지 못했을 것이다.

수지균형을 유지하여 제반 조건에 맞추는 등 유럽 국가들이 1990년대 전반에 걸쳐 오랜 기간 동안 노력한 통합조건은 달러화에 기축시킴으로써 이루어졌다. 이는 아시아에게도 교훈이 될 수 있다. 만일 외부 기축통화가 필요하다면 그 통화는 규모가 커야 한다. 그리고 그 규모는 크면 클수록 더 좋다. 달러화조차도 규모가 크지 않기 때문에 그리 좋은 것은 아니다. 보다 나은 기축통화가 되려면 달러화가 세계경제의 50%를 차지해야 할 것이다. 그러나 달러화의 규모는 환율측정 방법에 따라 다르겠지만 28% 내외 수준에 불과하다. 위와 같은 것이 유럽의 접근방식이었다.

<그림 5> 대안적 시나리오 : APEC + Europe



그러므로 APEC을 통한 해법은 좋은 시발점이 될 수 있다. 위의 그림에서와 같이 러시아가 포함된 APEC을 통한 해법이 이루어질 경우에는 세계 생산량의 55~60%를 차지하게 된다. 그렇게 되면 유럽도 여기에 동참하려 할 것이며 모두가 여기에 결합시키려 할 것이다. 즉, <그림 5>와 같이 유로, 달러, 엔 등 모두의 참여가 가능해진다. 그런 연후 선택에 따라 중국과 영국이 참여하는 거대한 지역으로도 활용할 수도 있다. 결국 글로벌 시스템(global system)으로 향하는 가능성을 갖게 되는 것이다.

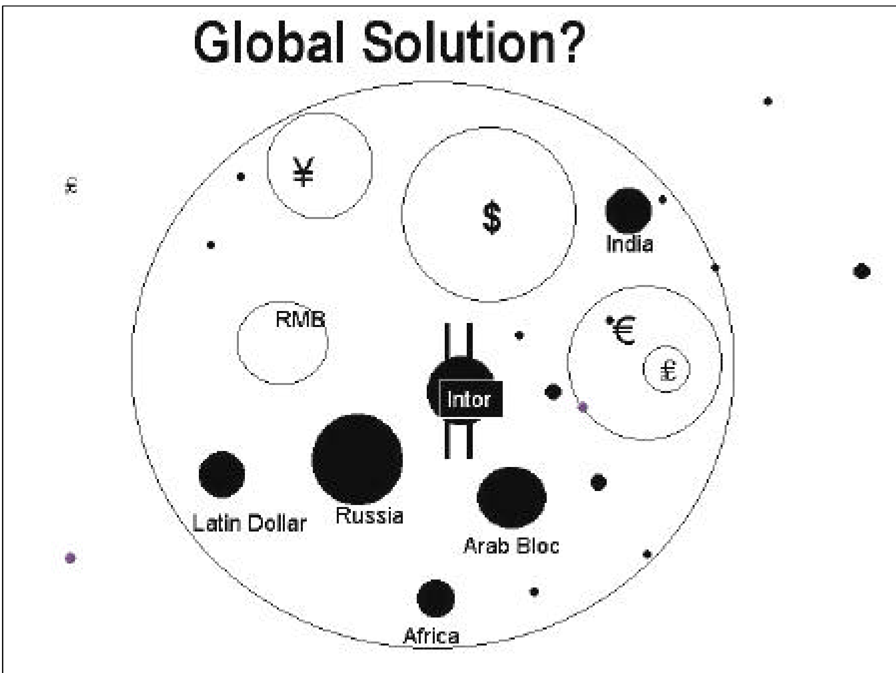
우리에겐 보다 나은 국제통화시스템이 필요하며 아시아 지역통화로 끝날 일이 아니다. 아시아 지역통화는 아시아의 일부 문제를 해결할 뿐이지 세계적인 문제는 해결하지 못한다. 유로화는 유럽의 많은 문제들을 해결하였고 이로 인해 유럽은 큰 진전을 이루었다. 하지만 유로화가 국제통화시스템 상의 문제들을 해결하지는 못했다. 이 세상에는 아직도 달러, 유로, 엔, 파운드, 그리고 위안화가 존재한다. 따라서 실용적인 국제통화시스템이 존재할 필요가 있으며 그 시스템은 고정환율제와 세계적 계정단위를 기반으로 이루어져야 한다. 각 통화를 위한 국제적인 기축통화가 필요한 것이다.

어떤 국가가 큰 지역과 더불어 고정환율제를 채택하고자 할 경우 달러나 유로, 또는 엔화 지역을 선택할 수 있다. 그렇다면 이 나라가 다른 통화에 환율을 고정해야만 하는 이유는 무엇인가? 특정 블록(bloc)에 속하기를 원하지 않는 경제소국이 자국의 기축통화를 가질 수 있도록 하기 위한 장치가 세계경제 내에 존재하지 말아야 할 이유는 무엇인가?

이러한 이유 때문에 본인은 세계적 차원의 해법(global solution)을 최선의 방책으로 선택한 것이다. 유로화를 포함한 그 외 것들은 차선책이다. 본인은 유럽통화에 관한 구상을 1969년에 하였지만, 이미

1968년에 미국 공동경제위원회(Joint Economic Committee)에 세계통화에 관한 구상을 제출한 바 있다. 하지만 그 당시 아무도 이를 거들떠보지 않았다.

<그림 6> 세계적 차원의 해법



<그림 6>의 세계적 차원의 해법은 여러 통화지역으로 이루어져 있지만, 브레튼 우즈 체제 하에서처럼 세계적 통화를 통해 상호 태환 가능하도록 형성되어 있다. 본인은 이 세계적 통화를 인토르(intor)라 부르는데, 이는 달러/유로/엔(DEY: dollar/euro/yen)을 기반과 배경으로 한다. 물론 5대 기축통화를 기준으로 할 경우에는 영국 파운드화와 중국 위안화도 포함될 수도 있다. DEY 지역에서는 동일한 통화정책이 적용되기 때문에 세계적인 인토르 국가들의 인플레이션율이 효과

적으로 결정될 것이다. 인토르는 DEY를 기반으로 하지만 금본위제도도 병행 가능하다.

질의、응답

질문 유럽의 경험과 아시아를 비교해 볼 때 눈에 띄는 것 중 하나는, 귀하께서 정확하게 지적한 바와 같이 유럽 국가들은 사실상 매우 비슷한 경제기준, 경제력, 경제발전 단계에 있었다는 것이다. 즉, 유럽은 단일통화를 이루어낼 준비가 아주 잘되어 있었던 것이다. 또 유럽은 유럽 내 여타 국가들의 통화가 기축통화의 역할을 한 독일 마르크화에 매우 강하게 페그되어 있었다는 이점도 있었다.

하지만 아시아의 경우는 경제발전 단계가 서로 크게 다르다. 이처럼 각기 다른 경제발전 단계를 가진 국가들에게 통합된 경제정책을 적용하기란 불가능하며, 경제정책이 통합되지 않은 통화통합은 아무런 의미가 없다.

앞서 언급되었던 APEC을 통한 해법이 사실상 현재 진행 중에 있기는 하지만 귀하께서 언급한 그대로는 아닌 것 같다. 실제로는 이 지역 대부분의 국가들이 달러화에 대한 페그제를 운영하고 있다. 귀하가 제안한 내용이 현 시스템과 다른 이유는 무엇인가?

답변 국가 간의 경제발전 단계 차이가 얼마나 중요한가, 그리고 경제발전 단계가 크게 다른 국가들이 동일한 통화시스템을 유지하는 것이 가능하겠는가에 대한 대답은 역사적으로 볼 때 "그렇다"이다. 이는 매우 자주 있는 경우이다. 실제로 역사상의 모든 주요 제국들은 개별국가 간의 경제발전 단계가 크게 다름에도 불구하고 제국 내에서는 동일한 통화정책을 적용했다. 대영제국의 경우도 미국 식민지를

포함하여 전반적으로 파운드화가 통용되었으며, 페르시아제국이나 로마제국 역시 동일한 화폐가 통용되었다.

사실 19세기 전반에 걸쳐, 세계는 금은복본위제도와 1870년대 이후의 금본위제도 하에서 다소 통합된 통화시스템을 유지하고 있었다. 이러한 것이 사실상의 전 세계적인 시스템이었으며 각국들은 자신의 다양성을 유지할 수 있었다.

공통통화 사용을 어렵게 만드는 다양성이란 어떤 것인가? 개발된 지역과 개발이 덜된 지역이 있음에도 한국 전체가 공통통화를 사용해야 하는 이유는 무엇인가? 시골지역과 도시지역의 경제발전도는 크게 다르다. 그렇다면 양 지역이 서로 다른 통화를 사용해야 하는가? 통화는 과연 어떠한 기능을 하는가?

미국은 애팔래치아 산맥에서부터 내륙 도시에 이르기까지 다양한 실업문제를 안고 있다. 그리고 일부 지역은 부유하고 일부 지역은 가난하지만 모두 동일한 통화를 사용한다. 캐나다 역시 다중문화를 가진 도시지역에서부터 북극지방까지 매우 다양하게 이루어져 있지만 동일한 통화를 사용한다.

통화지역의 기능은 계정단위이며 가치측정(희소자원간의 관계를 측정하는)에 있다고 하겠다. 어떤 면에서 보면 유럽이 아시아보다 동질성이 더 크다. 그러나 아직도 유로지역에는 1인당 소득이 선두그룹인 독일 같은 국가의 1/3 수준인 그리스, 포르투갈 등의 국가들이 있다. EU회원국은 현재 25개국이지만 이중 일부는 매우 가난한 나라이다. 조만간 EU에 가입할 불가리아, 루마니아, 크로아티아는 더욱 가난하며 터키도 마찬가지이다. 이와 같은 다양성이 앞으로 어떤 문제를 유발하게 될지는 알 수 없다.

문제는 통화의 일반적 용도에 있는 것이 아니라 통합의 종류가 다르다는 것이다. 어떤 국가 내에 공통통화가 발달된다는 것은 특정 단

계에서의 기능적인 통합을 의미한다. 그러나 지역 간 1인당 소득 격차가 있다는 이유 때문에, 모든 사람들에게 똑 같은 권리를 부여하고자 할 경우 연금시스템 통합 시에 문제가 발생하게 된다. 평등주의에 입각하여 소득평등을 이루고자 한다면 통합은 제대로 이루어지지 않을 것이다. 이러한 종류의 통합은 전혀 쓸모없는 일이다. 바로 이점이 통화의 일반적인 용도와 다른 형태이다.

연금통합이나 평준화정책(equalization payment)이 전혀 이루지지 않은 상태라고 가정해보자. 아시아의 경우는 분명히 그러한 계획을 세울 수 없을 것이다. 부자와 가난한 사람 간의 1인당 소득 평등을 이루기 위한 재정지출이 이루어진다는 것은 불가능할 것이기 때문이다. 이러한 방식으로 통합하려는 국가는 절대 없을 것이다.

다양한 통화시스템은 존재해야 하며 또 유익한 것인가? 대답은 "아니다"이다. DEY지역 통합에 대해 생각해보면 이는 거의 터무니없는 말이다. DEY지역이 다양한 지역이라는 주장이 있을 수도 있다. 그러나 DEY지역 간의 1인당 소득 격차는 유로지역 간의 격차보다 더 작다. 본인은 통화의 다양성이 중요하지 않다고 생각한다. 다양성은 조세시스템과 평준화정책을 통합할 때의 문제이지 통화와 관련해서는 문제가 안 된다. 부자와 가난한 사람이 동일한 통화시스템을 사용하지 못할 이유가 없다. 동일한 지폐나 동전을 사용한다고 해서 가난한 사람이 이득을 본다거나 손해를 보지는 않을 것이기 때문이다.

질문 APEC은 환태평양의 24개국으로 구성되어 있다. APEC과 같은 큰 그룹이 단일통화를 이루는 것이 가능하겠는가? 아시아의 경우 규모는 작지만 성공적인 사례인 치앙마이 합의(Chiang Mai Agreement)가 이미 있는데, 이는 ASEAN 회원국과 동북아시아 3개국이 참여하여 이루어진 것이다. 이러한 치앙마이 합의에 참여한 국가를 중심으

로 한 통화지역이 더 낫지 않겠는가? 본인이 생각하기에 APEC 통화지역은 먼 장래의 일인 것 같다.

답변 본인이 APEC을 택한 주된 이유는 환태평양 국가이기 때문이 아니라 DEY지역의 2/3를 차지하고 있기 때문이다. 그리고 APEC자유무역지대를 지향하는 협정들도 일부 있다. 하지만 이것은 그리 중요한 것이 아니다.

솔직히 말해, 칠레나 한국, 캐나다는 중요하지 않다. 중요한 것은 APEC에 미국, 일본, 중국이 포함되어 있다는 것이다. 여기에 러시아를 포함시켜도 무방할 것이다. 이를 위해 정치적 구도를 갖추거나 조직을 재편할 필요가 거의 없으며, 단지 일본이 엔화를 달러화에 고정시키기만 하면 된다. 1950~1970년대의 일본 경제호황기가 엔화가 달러화에 고정되었던 때였음을 상기해보라. 아시아 국가 중에는 여기에 반대하는 국가도 있고 찬성하는 국가도 있을 것이며, 탈퇴하는 국가도 일부 있을 것이다.

APEC은 달러화와 중국이 이미 포함된 지역이다. 그리고 현재로서 중요한 것은 일본이 여기에 포함되어 있다는 것이다. 캐나다나 한국에서 어떤 일이 일어나는지는 중요하지 않다. 캐나다가 여기에 포함되느냐 아니냐 하는 것은 아무도 큰 관심이 없다. 호주의 경우도 마찬가지이다. 모든 국가의 큰 관심사는 중국, 일본, 미국이다(러시아도 여기에 포함될 수 있겠다).

이로 인해 모든 국가들이 이득을 보게 될 것이다. 만약 이득이 없다면 여기에 참여하려는 국가는 아무도 없을 것이다. 본인이 일본에서도 이 문제를 이야기했더니 미국의 입장은 어떤지, 미국과 이 문제에 대해 협의해야 하는지에 관한 질문이 있었다.

물론, 이 문제는 미국과의 협의가 있어야 한다. 만일 미국이 이에

반대하여 무산시키려 한다면 APEC 통화지역은 제 기능을 하지 못할 것이다. 하지만 APEC 통화지역이 미국의 관심사는 아닐 것이다. 미국의 관심사는 다른 모든 국가들과 마찬가지로 고정환율제도의 채택이다.

질문 경제통합의 주된 목적은 참여 국가들의 경제수준을 어느 정도 동조화시키는데 있다. 따라서 유럽 단일통화의 효과를 평가하기는 너무 이른 것이 아닌가 싶다. 사실, 이러한 경제 동조화의 효과는 독일과 스페인 경우처럼 각국의 경제성장률이 다르기 때문에 중요하지 않다. 이러한 점에 대한 귀하의 견해는 무엇이며, 귀하는 단일통화에 만족하는가?

답변 귀하는 모든 통화정책의 단일규격화가 가능하다고 생각하는가? 과연 이와 같은 것이 유럽에 좋은 일이겠는가? 사람들은 유럽과 관련하여 이 문제에 대한 의문을 가지고 있었다. 즉, 아일랜드의 경제성장률은 10%, 독일은 약 2%, 스페인은 4~5%인데 이러한 지역에 대해 동일한 통화정책을 사용할 수 있겠는가, 아일랜드는 높은 경제성장률에 따른 고금리정책이 필요하지 않겠는가, 그렇게 되면 인플레이션이 야기되지 않겠는가 하는 것들이다.

그것은 경제에 대한 오해이다. 경제는 그러한 방식으로 작동하지 않는다. 캐나다는 미국보다도 더 다양화되어 있지만 전국적으로 동일한 통화정책을 적용한다. 만일 캘리포니아의 경제가 다른 지역보다 2~3배정도 더 빠르게 성장한다면 미국에는 어떤 일이 벌어지겠는가? 그렇게 되면 캘리포니아의 금리가 뉴욕보다 더 높아져야 한다는 의미인가? 그렇지 않다. 미국은 단일자본시장이기 때문에 금리는 전국적으로 같아진다.

다만 차이는 통화량 증가로 캘리포니아의 통화량이 급속히 증가하게 된다. 캘리포니아(혹은 아일랜드)의 높은 경제성장률은 자금수요와 흑자를 창출하게 되므로 자금이 캘리포니아로 몰려들 것이다. 가령 유로지역의 평균 성장률이 약 2%, 아일랜드가 10%, 독일이 1.5%라고 할 경우, 이는 쉽게 말해 아일랜드의 통화량이 10% 증가한다는 의미이며 금리는 동등한 정책수단위에서 똑 같이 유지될 것이다.

실업률이 높은 지역의 경기를 부양시키기 위한 통화정책을 사용할 계획이 아니라면, 경제수준이 다른 지역이라고 해서 다른 통화정책을 채택할 필요는 없다. 이는 과거의 사람들이 빠져들었던 함정이다. 이러한 것이 가능하다고 믿는 사람은 더 이상 아무도 없다.

질문 중국 정부는 자국 통화정책에 관해 다른 국가와 협력하지 않고 있다. 예를 들면, 중국 정부는 시장흐름에 따라 자국의 환율이 절상되거나 금리가 인상되도록 하라는 국제적 압력을 수용함에 있어서 주저하고 있다는 말이다. 이러한 점에 비추어 볼 때 귀하는 중국이 아시아 지역통화 창설을 위해 다른 국가와 협력할 것으로 보는가? 그리고 중국이 자국 금융시스템과 금융기관을 발전시키기 위해 해야 할 일은 무엇인가?

답변 이는 미국 대선후보 간에 이루어지고 있는 주장과 유사한 것 같다. 그들 두 사람 모두의 주장은 중국이 자국의 환율을 어느 정도 조작하고 있는 것으로 생각한다는 것이다. 그런데 중국은 1994년부터 어느 정도 고정환율을 유지해오다가 1997년부터는 전적으로 고정환율제를 채택하고 있다. 여기에 조작이 개입될 여지는 없다.

국제금융시스템의 전성기였던 1945~1970년까지 모든 국가들이 고정환율제도를 채택해 왔으며, 또 그랬을 것으로 추정된다. 만약 고정

환율제도를 채택하지 않은 나라가 있다면 그 나라는 부랑자 같은 취급을 받았을 것이다. 1950년대에 변동환율제를 채택한 주요국은 캐나다뿐이었다. 이러한 변동환율제 채택은 잘못된 것으로 간주되었는데, 심지어 캐나다 스스로도 가능한 빨리 적절한 선을 찾아 환율을 고정시켜야 한다고 주장하였다. 1950년대 내내 캐나다는 고정환율제도를 채택하지 않았다는 이유로 비난의 대상이 되었으며, 사람들은 캐나다가 브레튼 우즈 협정을 따르지 않는다고 불평하였다. 캐나다는 체제 내에서 저주의 대상이었다.

이는 유행의 추세로 설명된다. 여성복의 길이처럼 유행은 왔다가 사라지는 것이다. 환율제도 역시 유행이 있으며 왔다가 사라진다. 1945년부터 1970년까지는 고정환율제도가 유행이었고 지금은 변동환율제도가 유행이다.

변동환율제에 대한 주장을 가장 맹렬히 공격한 글을 읽고 싶다면 1950~1962년간의 IMF 보고서들을 읽어 보라. 과거로 돌아가 이 보고서들을 읽어 본다는 것은 학생들에게도 좋은 일이다. 그리고 다시 현재로 돌아와 IMF 총재가 작성한 보고서들을 읽어 보라. 지금의 IMF 총재는 본인이 무척 좋아하고 대단하다고 생각하는 인물인데, 작년에 본인에게 중국은 변동환율제도를 채택해야 한다고 했으며 지금도 그러하다. IMF 총재가 이런 말을 하는 것은 잘못된 일이다.

한 가지 언질을 준다면 중국은 경상수지 균형을 이루어야만 한다. 지금 중국이 비록 미국과의 양자관계에서는 큰 무역흑자를 내고 있지만 경상수지는 균형적이다. 왜냐하면 중국은 다른 아시아 국가들과의 무역에서 소폭의 적자를 보고 있기 때문이다.

하지만 이와 같은 방식으로 흑자와 적자를 생각하는 것은 부가가치를 고려하지 않은 빈약한 방식이다. 만일 한국이 자동차 부품을 중국에 수출하여 중국과 공동으로 조립 생산할 경우 한국의 대미흑자는

줄어들고 중국의 대미흑자는 늘어날 것이다. 그렇지만 부가가치 측면에서 볼 때 중국이 책임져야 할 부분은 조립공정밖에 없으며, 이는 실제 설계와 첨단기술 부품 구축에 비해 그 가치가 떨어지는 것이다. 이처럼 양자 간의 수지관계는 부정확할 경우도 있다. 따라서 보다 적절한 것은 세계적 차원의 수지관계이다.

질문 국제통화시스템 안정을 위한 귀하의 APEC 또는 APEC+ 제안은 바람직한 것으로 생각된다 하지만 역사적으로 이미 입증이 되었는지의 여부를 떠나 이것이 제대로 작동할 것인지 의심스럽다. 고정환율제도 하의 브레튼 우즈 체제는 귀하가 제안한 APEC+의 또 다른 형태이지만 실패하였다.

오늘날 우리는 어떤 의미에서 보면 단일국제통화로 가기 위한 APEC 방식의 초기단계에 있다. 한국, 일본 등 일부 국가들은 사실상으로, 그리고 중국, 홍콩, 말레이시아는 법적으로 미국 달러화에 페그되어 있기 때문에 이들은 미국 달러화를 기축통화로 삼으려 할 것이다.

그러나 아시아 국가들은 이러한 시스템으로 모이려 하고 있는 반면, 미국은 이들을 거기에서 축출하려 하고 있는 상태이다. 문제는 미국 정부가 자국 통화정책에 대한 주권을 포기할 의사가 있느냐 하는 것인데, 미국이 그렇게 하리라고는 생각되지 않는다. 그렇다면 APEC 접근방식이 제대로 작동하기 위해서는 어떻게 해야 한다고 생각하는가?

답변 APEC+ 체제가 브레튼 우즈 협약과 비슷하다는 귀하의 견해에 공감한다. 본인은 여러 가지 측면에서 브레튼 우즈 협약을 다소 좋아하는 편이다. 귀하의 질문은 매우 적절한 것이며 브레튼 우즈 체제는 무너졌다. 그렇다면 다른 체제는 무너지지 않겠는가?

브레튼 우즈 체제의 잘못된 점은 무엇인가? 브레튼 우즈 체제가 무너진 이유는 무엇인가? 그 이유를 규명하는 것이 매우 중요하다. 많은 사람들은 그 이유가 고정환율제도 때문이며, 또 그 고정환율제도가 제대로 작동하지 않았기 때문이라고 한다. 브레튼 우즈 체제가 고정환율제도 때문에 무너졌다고 하는 사람은 모두가 이 문제에 대해 연구한 적이 없어서 잘 모르는 사람들이다. 밀턴 프리드먼 역시 이러한 오해에 대한 책임이 있다.

고정환율제도가 작동하지 않는다는 것은 통화시스템이 작동하지 않는다거나, 미국과 파나마 간 또는 캘리포니아와 뉴욕 간의 고정환율시스템이 작동하지 않는다는 것과 같은 말이다. 미국은 내부적인 고정환율시스템을 가지고 있다. 고정환율제도 하의 조정체계는 통화위원회제도(currency board system)를 통해 연계된 국가 간의 조정체계와 정확하게 일치한다. 달러를 사용하는 홍콩처럼 정확하게 일치하는 것이다. 따라서 고정환율제도가 작동을 하지 않는다고 할 수는 없다. 그 제도는 당연히 제대로 작동한다.

브레튼 우즈 체제는 고정환율제도 때문에 붕괴한 것이 아니다. 브레튼 우즈 체제는 금과의 관계 때문에 붕괴한 것이다. 세계 주요국 통화는 금본위제도 하의 달러에 고정되어 있었다. 미국은 온스 당 35달러에 금을 자유롭게 매매하도록 정하였다. 1944년 당시에 미국이 이러한 약속을 지키는 것은 쉬워보였다. 금 가격이 온스 당 35달러가 된 것은 1933년이었다. 그 가격이 제2차 세계대전을 거쳐 1971년까지 고정되었던 것이다.

1948년도에 미국의 금 보유고는 7억 온스로 전 세계의 70%였다. 제2차 세계대전으로 인한 인플레이션, 유럽 복구, 유럽의 달러 및 금 보유로 인한 수요 때문에 미국은 결국 4억 온스에 달하는 금이 손실되었다. 그래서 1960년에 미국의 금 보유고는 7억 온스에서 3억 온스로

감소하였다. 그러자 다른 나라들은 미국에 대한 달러의 금 태환 요구가 계속될 경우 미국이 이를 포기하게 될 것이라는 사실을 깨달았다. 그래서 프랑스를 제외한 다른 국가들은 이러한 요구를 더 이상 하지 않게 되었으며, 드골(Charles de Gaulle) 대통령이 전 세계가 금본위제도로 되돌아가기를 원했음에도 불구하고 금 위주의 운영체제는 쇠퇴해져버렸다.

제2차 세계대전과 그 이후, 한국전쟁, 베트남전쟁으로 인한 인플레이션 때문에 물가수준은 두 배 이상 높아졌지만 금에 대한 가격변동이 없었다. 그러자 금에 대한 초과수요가 발생하였다. 결국 1968년에 골드 풀(gold pool)이 해체되고 금에 대한 이중가격제(two-tires system)가 시행되었다. 즉, 공식적인 금의 가격은 온스 당 35달러에서 유지시키되 시장가격은 그 이상이 되도록 내버려 두었던 것이다. 미국은 한동안 이 시스템을 유지하였다. 그러다가 어느 시점에서 금 가격이 하락하게 되었다.

브레튼 우즈 헌장의 조항은 세계 모든 통화의 액면가치 변화, 즉 모든 통화의 가치하락을 허용하고 있었다. 만약 이러한 것이 이루어졌더라면, 그리고 모든 통화에 대한 금의 가격이 상승하였더라면 브레튼 우즈 체제는 지속될 수 있었을 것이다.

이는 브레튼 우즈 헌장의 금과 관련된 조항에 아무 문제가 없다는 말이 아니며, 금 가격이 상승되었더라면 브레튼 우즈 시스템의 모든 문제가 해결되었을 것이라는 말도 아니다. 다만, 브레튼 우즈 체제의 붕괴는 고정환율제도 때문이 아니라는 것이다. 고정환율체계는 매우 훌륭하고 작동하고 있었다.

유럽의 모든 국가들은 고정환율제를 채택하였으며, 이 고정환율제를 통해서만 재정균형을 유지할 수 있다는 점을 알고 있었다. 완벽하지는 않지만 고정환율제도는 제대로 작동하는 대단히 좋은 통화시스

템이었다.

만약 고정환율제도가 제대로 작동하지 않았다면 유럽의 통화시스템은 운영이 불가능했을 것이다. 유로화가 출범하기 전인 1999~2002년 동안 유럽통화동맹(EMU) 체제하에서의 통화시스템은 각국 통화와 고정환율제가 함께 어우러져 완벽하게 작동하였다. 이러한 것이 세계경제의 모델이다. 그 때에는 지금처럼 환율체계를 무너뜨려 뒤흔드는 변화나 투기적 자본이동의 문제가 없었다.

질문 금본위제도나 아시아 지역통화에 대한 귀하의 주장은 비현실적인 것으로 생각된다. 실제로는 현재의 시스템이 앞으로 당분간 지속될 것이다. 이러한 상황 하에서 중국은 앞으로 어떻게 할 것으로 보는가?

아시다시피 중국의 정책과 경제는 아주 잘 되고 있다. 귀하는 중국이 환율체제를 바스켓페그제도(basket peg system)로 전환할 것으로 보는가? 또 중국은 가까운 장래에 금리인상 조치를 하겠는가? 최근에 있었던 중국 새 지도자의 말에 의하면, 시기는 정하지 않은 채 중국은 바스켓연동제도(basket-liked system)로 전환하겠노라고 하였다. 귀하는 중국이 가까운 장래에 할 수 있는 조치가 무엇이라고 생각하는가?

답변 중국은 태환성을 갖추는 방향으로 자국 환율체제를 천천히 개혁할 것이다. 중국은 금년에 수출기업의 수익에 대한 자체 배당을 확대하는 조치를 이미 단행하였으며, 이러한 방향으로 많이 움직이고 있다. 이와 같은 민영화는 훨씬 더 유연성 있는 시스템으로 가능한 신속하게 움직이도록 하기 때문에 매우 훌륭한 생각이다.

중국이 가까운 시일 내에 태환성을 갖추리라고는 생각되지 않지만

계속 이러한 방향으로 나아가면서 자유화를 추진할 것이다. 즉, 중국은 수출기업의 자본투자와 외국기업 인수를 허용할 필요가 있으며, 또 이와 같은 방향으로 나아가고 있는 중이다.

중국의 환율제도는 전혀 변하지 않을 것이다. 중국이 환율제도를 바꾼다면 실수를 범하는 일이 될지도 모른다. 지난 10년 동안 중국이 고정환율제도를 유지해온 것은 그들에게 유리하기 때문이다. 이러한 정책이 신뢰를 쌓아오면서 잘 운영되어 왔으며, 지난 6년 동안 어느 G7국가보다 더 훌륭하게 물가안정을 이루어왔다. 비록 중국이 목표인플레이션제도를 채택하지 않고 있지만 중국은 지난 6년간 G7의 어느 국가보다 더 나은 물가안정을 이루어왔던 것이다. 따라서 고정환율제도는 좋은 역할을 해온 것이다.

1990년 말 달러화가 평가절상되면서 중국은 디플레이션을 겪었다. 이는 피할 수 없는 일로써 고정환율제도의 대가이다. 지금은 달러화가 평가절하되면서 중국이 약간의 인플레이션을 겪고 있다. 중국이 고정환율제도를 유지하고 있는 이상, 이번 인플레이션 역시 불가피한 것이다.

작년도 중국의 인플레이션율은 약 1%였으며, 금년에는 3~3.5%, 내년에는 3~4%정도 일 것 같다. 이는 나쁜 것이 아니다. 달러화의 가치가 회복되면 인플레이션율은 다시 하락할 것이다.

특정 통화지역의 경우에는 지역 통화바스켓에 의해 인플레이션이 측정된다. 그리고 그 지역의 환율이 큰 통화바스켓에 고정된다면 그 지역 바스켓의 인플레이션 변동률은 미약할 것이다. 이는 1978년 이전의 중국에 비해 훨씬 못 미치는 수준이다. 1978년 이전의 중국 인플레이션율은 18~20%였다. 지난 7~8년은 중국 통화정책의 황금기였다.

위안화가 대폭 평가절상되면 인플레이션이 중단될 것이라는 주장이 있을 수 있다. 이 주장은 의심의 여지가 없지만 그럴 경우 경제가

황폐해진다. 위안화가 20~30% 평가절상된다면 곧바로 내수부문의 농산물 가격이 하락할 것이고 모든 부문의 경제활동이 크게 침체될 것이다. 또 농업투자가 감소하고 경제성장률이 약 5%로 둔화되어 실업률을 유지하기 어려워질 것이다.

중국의 시간당 임금은 0.5 달러, 좀 더 높은 지역은 0.6~0.7 달러 정도이다. 환율이 상승하는 것보다는 이러한 임금이 위안화 및 달러화 양쪽 모두에 있어서 점차 상승하는 것이 더 바람직하다. 임금상승은 부의 분배를 다소 조정하는 역할도 한다. 하지만 중국 전역에서 나타나고 있는 생산성 향상에 노동자들의 참여가 이루어지는 것이 더 좋다. 더 좋은 방법은 지난 몇 년 동안 아일랜드가 8~10%의 증가율을 이루었던 것처럼 중국 노동자의 임금상승이 생산성 증가의 결과로 나타나는 것이다. 아일랜드 국민들은 지대가 상승하면 지주가 혜택을 보는 것처럼 이 호황기의 혜택을 보고 있으며, 아일랜드는 점점 부유해지고 있다. 이러한 방식이 맞는 것이다. 중국에서도 이와 같은 현상이 나타나고 있다. 생산성 향상이 임금상승으로 나타나고 있는 것이다.

실질환율은 상당한 충격이 없다면 환율이 아닌 물가상승을 통해 절상될 필요가 있다. 교역재 부문에서의 생산성 증가로 인해 실질환율 상승을 경험한 두 국가를 비교해보자. 이는 실질환율이 반드시 상승해야 한다는 의미이다.

대략 1980년대부터 이러한 경험을 한 서로 다른 두 국가가 있다. 우선, 일본은 변동환율제를 채택하였는데 1985~1995년 사이에 달러 대 엔화 가치가 세 배로 상승하였다. 일본은 이 같은 방식으로 조정하였기 때문에 균형이 깨지고 금융시스템이 붕괴되어 1990년대의 나머지 기간 동안의 경기가 침체되었다. 하지만 일본의 1인당 GDP가 미국보다 여전히 높았으므로 어느 누구도 일본을 안타깝게 여길 필

요는 없다. 엔화 평가절상으로 인한 달러화 가치의 저점(低點)은 달러당 79엔으로 하락하였을 때인데, 이것이 고정환율제도 하에서는 4조 달러에 불과했을 일본 GDP 가치를 약 6조 달러로 만들었다. 그리고 나서 환율이 하락하였다. 그런 일은 하지 않는 것이 더 낫다. 그런데 그렇게 했기 때문에 불안정성이 야기된 것이다.

다른 하나는 홍콩이다. 홍콩은 교역가능재에서 대폭적인 생산성 증가가 이루어져 실질환율 상승이 불가피했다. 그래서 홍콩은 1983년에 통화위원회제도를 재정비하였다. 즉, 처음에 영국 파운드화에 연계시켰던 통화위원회제도를, 1983년에 달러당 7.8 홍콩달러(HKD)로 재정비하여 지금까지 유지해오고 있는 것이다.

사람들은 홍콩의 인플레이션율이 미국과 같이 움직일 것이라고 생각했다. 그러나 생산성 증가가 이루어지고 있는 홍콩의 통화바스켓을 기반으로 한 상태에서는 그런 일이 일어나지 않았다. 아일랜드 역시 지대와 임금이 상승하고 있는 시기에는 인플레이션율이 유럽과 같이 움직이지 않았다.

처음에는 홍콩달러의 저평가가 일부 발생할 가능성도 있었다. 여기에 1980년대 미국 인플레이션율이 3~5%로 하락하였을 때 홍콩의 인플레이션율이 8~9% 수준이었다는 사실이 고려되지 않았을 것이기 때문이다. 1990년 전반에 걸친 홍콩의 인플레이션율은 구조적으로 미국보다 높았다. 이와 같은 것이 경제호황을 이용하는 홍콩의 방식이었다.

이러한 홍콩의 경제운용 방식은 환율변동과 심각한 부동산 거품을 유발했던 일본보다 나은 것이었다. 45,000이었던 닛케이(Nikkei) 평균지수가 8,000으로 추락했다. 이는 앞서 언급된 일본 환율시스템의 우둔함 때문이며, 전적으로 잘못된 정책과 방만한 재정지출의 합작품이다. 이로 인해 세계경제는 최대의 공공부채를 떠안게 되었고 일본경제는 황폐해졌다.

질문 한국과 관련된 질문이다. 아시다시피 모든 공통통화 또는 금본위제는 여러 나라들의 정치적 의지를 필요로 한다. 그렇지만 하나의 국가가 할 수 있는 것들도 많이 있다. 예를 들어 한국 정부가 하고자 한다면 달러통용화(dollarization) 조치를 취할 수도 있을 것이다. 이러한 관점에서 볼 때 한국 정부가 택할 수 있는 적절한 환율시스템은 무엇이라고 보는가?

답변 본인은 한국이 달러화 조치를 취하는 방법은 권하고 싶지 않다. 특히 정치적인 면에서는 전혀 그러고 싶지 않다. 주요국이 달러화 조치를 취한 경우는 없다. 에콰도르는 달러화조치를 취한 상태이다. 파나마가 일찌감치 달러통용화 조치를 취했지만 자국 지폐에 한정된 것이었으며 동전은 여전히 발보아(balboa)화이다. 이 경우는 안정적으로 좋은 상태를 유지하고 있다.

만약 한국이 달러통용화를 실시한다면 아시아에 대해 정치적으로 잘못된 신호를 주게 될 것이다. 이와 같은 것이 한국의 안보에 이득이 되며 한반도 통일에 도움이 되겠는가? 본인은 전혀 적절하지 않다고 생각한다.

달러통용제는 원화를 달러화로 바꾸어 자국화폐로 사용함으로써 중앙은행이 해체됨을 의미한다. 달러화통용제의 의미는 바로 이런 것이다. 이는 정책적 선택의 여지를 두고 원화의 국가주권적 영향력을 유지하는, 달러화에 대한 고정환율제도와는 다른 것이다. 정치적으로 볼 때 본인은 달러통용제가 최우선 순위는 아니라고 본다. 이는 곧바로 실패할 것이다. 본인은 한국이 달러통용제를 도입할 이유가 없다고 본다. 한국이 달러통용제를 도입한다는 것은 결국 미국의 통화정책을 따르게 되는 것이다.

실제로는 이것이 옳은 방향인지도 모르며 장기적으로 볼 때 훌륭한

통화정책일 수도 있다. 왜냐하면 미국은 한국에게 매우 중요하기 때문이다. 하지만 미국이 그 이상으로 중요하다고 하더라도 지금은 중국이 가장 큰 시장이다. 그리고 일본 역시 큰 시장이다. 이 두 지역이 엄청나게 중요하다. 따라서 본인은 달러통용제를 도입할 이유가 전혀 없다고 본다.

본인이 아시아에서 달러통용제를 권하고 싶은 유일한 지역은 홍콩인데, APEC 회의에서도 이를 제안한 바 있다. 달러통용제는 홍콩과 중국에게 유리하다. 중국은 홍콩을 금융중심지로 이용할 수도 있기 때문이다. 홍콩처럼 경제규모가 작은 지역이 달러통용제를 도입한다는 것은 긍정적이다. 홍콩은 외환보유고가 이미 1,500억 달러이며 통화공급량은 약 120억 달러에 불과하다. 이 통화공급량의 15%를 달러화로 전환하는 것은 가능할 것이다. 그렇게 되면 홍콩이 지금 채택하고 있는 통화정책을 그대로 운용하게 된다. 하지만 이를 중국 본토정부가 정치적으로 크게 공감하지는 못할 것이다. 중국이 이와 같은 것을 이해하지는 못하겠지만 이 방식이 중국에 유리할 것으로 생각된다.

한국이 해야 할 일은 무엇인가? 시스템 내에는 변화되어야 하고 또 변화될 수 있는 것들이 여러 가지 있다. 지금 현재 아시아에서 나타나고 있는 몇 가지 움직임들이 있는데, 여기에는 아시아 통화지역을 위한 움직임도 일부 있다. 중국은 아시아 단일통화나 통화지역에 대해 고려하지 않으려 할 것이다. 이와 같은 장애가 극복되어야 한다. 중국은 지금 논의되고 있는 것이 단일통화지역이 아니라 고정환율지대에 관한 것임을 깨달아야 한다. 만일 일본이 환율을 달러에 고정시킨다면 이와 관련된 모든 사항들에 대한 논의가 이루어질 수 있도록 하는 좋은 계기가 될 것이다.

고정환율제도는 한국에게 잘못된 정책이 아니다. 한국이 지난 20년

동안 고정환율제를 채택했더라면 전반적으로 더 나아졌을 것이다. 그리고 현재와 같은 수준의 높은 외환보유고가 그동안 허용되었더라면 한국은 아무 문제가 없었을 것이다. 지금 한국은 채무국이 아닌 채권국이며 한국에게 이제 '아시아 금융위기'는 없을 것이다. 한국은 각기 다른 시스템을 가진 대만이나 싱가포르와 마찬가지로 아시아 금융위기를 성공적으로 극복했다. 모든 국가들이 약간의 영향을 받았지만 한국의 경우 고정환율제를 채택했더라면 상황이 더 나았을 것이다.

달러화에 대한 고정환율제는 일종의 보험과 같은 것이 될 수 있으며, 또한 일본으로 하여금 더욱 쉽게 달러 고정환율제를 채택하도록 만들 것이다. 미국은 이에 대해 우려하는 시각이 크다. 하지만 달러통용제에 대해서는 매우 친미적인 정책으로 간주하고 있을 것이다. 따라서 달러통용제와 유사한 정책, 즉 달러화에 대한 고정환율제도를 이와 다르게 보는 것은 이상한 일이다.

미국은 변해야 한다. 원자바오(Wen Jabao) 중국 총리는 유럽 방문시 환율문제에 관해 "달러지역을 탈퇴해야 할지도 모르겠다."고 하였다. 그러자 로마노 프로디(Romano Prodi) EU집행위원장은 "중국이 유로지역에 동참하면 좋겠다."면서 중국에게 유로지역 가입을 권유했다. 미국보다는 유럽이 이 부분에 대한 중요성을 더 잘 이해하고 있는 것이다. 지난 15년 동안 미국은 국제통화시스템을 제대로 이해하지 못하고 있었다. 이는 미국 재무부 장관이 너무 자주 바뀐 탓도 있다. 미국은 이 문제를 다룰만한 이론적 배경을 갖추지 못하고 있다.

부 록

《세계경제연구원 발간자료 목록》

1. 세계경제지평

94-01	유목적 세계의 도전	Jacques Attali
94-02	세계주의와 지역주의 混在	이 영 선
94-03	기회와 위협으로서의 中國	김 완 순
94-04	21세기 준비 어떻게 할 것인가	Paul Kennedy
94-05	화폐의 종말/자본주의 이후의 사회	홍기택 / 주한광
94-06	UR이후 아、태 경재협력의 과제	유 재 원
94-07	환경과 무역	나성린 / 김승진
94-08	円高에 따른 일본의 산업구조조정과 한국경제의 대응	이 종 윤
94-09	세계경제환경 변화와 우리의 선택	사공 일
94-10	개방화에 따른 기업정책의 방향	김 종 석
95-01	한국경제의 위상에 걸맞는 국제적 역할: 도전과 기회	사공 일
95-02	기업의 세계화와 경쟁규범	김 완 순
95-03	무엇이 세계화인가	김 병 주
95-04	한국과 미국: 2000년의 세계경제	James Laney
95-05	세계경제는 좌초할 것인가	김 적 교
95-06	엔화강세 지속가능성과 우리의 대응	박 진 근
95-07	세계화와 한국경제: 호황인가 거품인가	구 본 호
95-08	확산되는 특혜무역협정과 정책과제	남 종 현
95-09	역사인식과 한、일관계	홍 원 탁
95-10	일본산업의 네트워크 구조와 그 효율성	이 종 윤
95-11	국제경쟁력의 갈등	이 재 웅
95-12	해방후 우리 경제 반세기의 회고와 전망	김 광 석
96-01	국내 선물시장의 구상과 전망	이 선

2. 연구보고서 (세계경제 시리즈)

98-03 The Global Trading System: Challenges Ahead
Wan-Soon Kim / Nakgyoon Choi

98-04 정보화의 세계적 추세와 우리의 대응방안 박 종 국

00-01 Financial Crisis and Industry Policy in Korea
Young Sae Lee / YoungSeung Jung

01-01 한국에서의 기술이전과 정보의 역할 이 영 세

01-02 우리나라의 산업、무역정책 전개과정 김 광 석

3. 초청강연자료 (특별강연 시리즈)

94-01 21세기 준비 어떻게 할 것인가 Paul Kennedy

94-02 미국과 일본간의 기술경쟁과 한국에 미친 영향 Ronald Morse

94-03 일본경제, 무엇이 문제인가 Toyoo Gyohten

94-04 미국경제와 세계경제: 현황과 전망 Allen Sinai

94-05 국제환율제도 이대로 좋은가 John Williamson

94-06 The Promises of the WTO for the Trading Community Arther Dunkel

95-01 멕시코 페소화 위기와 세계금융시장 동향 Charles Dallara

95-02 세계경제 동향과 미국경제 전망 Allen Sinai

95-03 새로운 게임, 새로운 규칙과 새로운 전략 Lester Thurow

95-04 미국-북한관계 전망 Robert Scalapino

95-05 미국의 동아시아정책과 한반도 James Baker III

95-06 미、일 무역마찰과 한국 Anne Krueger

95-07 동북아경제권 개발 전망—일본의 시각 Hisao Kanamori

96-01 Prospects of Global Economy in 1996 Allen Sinai

96-02 유럽연합(EU)의 앞날과 세계경제 Örström Möller

96-03 세계경제와 OECD의 역할 Donald Johnston

96-04 동아시아 경제성장의 정치적 배경과 영향 Francis Fukuyama

96-05 국제사회에서의 한국의 새 역할 A.W. Clausen

97-01 다국적기업과 동아시아 경제통합 Wendy Dobson

97-02	아ㆍ태 지역에 대한 미국의 안보정책	William J. Perry
97-03	뉴질랜드의 공공부문 개혁	Donald K. Hunn
98-01	범 세계적 기업과 다자간 투자협정	Edward M. Graham
98-02	변화속의 안정: 새로운 한ㆍ미 관계의 모색	W. Anthony Lake
98-03	한국: 동북아의 새로운 협력중심으로	Donald P. Gregg
98-04	경제적 측면에서 본 독일 통일의 교훈	Juergen B. Donges
98-05	세계화와 종족화—20세기 말의 딜레마	Guy Sorman
99-01	북한의 정치ㆍ경제상황과 동북아 안보	Marcus Noland
99-02	엔—달러 환율과 국제금융시장	Kenneth S. Courtis
99-03	한국과 아시아 경제: 전망과 정책대응	Donald Johnston / Hubert Neiss
99-04	미국과 일본 경제의 비교 평가	Hugh T. Patrick
99-05	세계경제: 도전과 전망	Rudiger Dornbusch
00-01	금융세계화, 어떻게 대처하나	James P. Rooney
00-02	2000년 국제금융 및 신흥시장 전망	Charles Dallara / Robert Hormats

4. Occasional Paper Series

00-01	한미관계: 현황 및 향후 전망	Stephen W. Bosworth
00-02	글로벌 뉴 이코노미: 도전과 한국의 활로	양 수 길
00-03	금융감독의 세계적 조류	이 용 근
00-04	성장하는 아시아와 침체 속의 일본	Kenneth S. Courtis
00-05	세계금융체제의 미래와 우리의 대응	Morris Goldstein
00-06	시애틀 이후의 WTO와 한ㆍ미 FTA 전망	Jeffrey Schott / 최인범
00-07	다자간 국제경제기구의 미래와 전망	Anne O. Krueger
00-08	남북한 관계: 현황과 전망	Marcus Noland
00-09	Knowledge 시대의 외국인 직접투자 유치	Andrew Fraser
00-10	미국 新행정부 및 의회의 대외ㆍ경제 정책방향	C. Fred Bergsten
01-01	2001년 미국, 일본경제와 아시아	Kenneth S. Courtis
01-02	부시행정부의 對韓경제정책과 한국의 대응	Marcus Noland

04-01 2004 미국경제와 세계경제 전망 Allen Sinai
04-02 김정일 이후의 한반도 Marcus Noland
04-03 미국 대통령선거와 韓、美、日관계 Hugh T. Potrick / Gerald Curtis

5. 전문가 진단

、한국 FTA 정책의 虛와 實 남종현
、A Foreign Businessman's Observations on the Korean Economy & Other Things
William Oberlin

6. 기타 보고서

、The Global Economy and Korea 사공 일 編
、The Multilateral Trading and Financial System 사공 일 編
、Major Issues for the Global Trade and Financial System 사공 일 編
、탈냉전시대 韓美 정치、경제협력관계 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
、새로운 韓美 협력체제의 모색 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
、세계화시대의 英美관계 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
、한반도 통일 및 韓美 관계의 현황과 과제 사공 일 編
、International Next Generation Leaders' Foum(Ⅰ) 세계경제연구원 編
、International Next Generation Leaders' Foum(Ⅱ) 세계경제연구원 編
、International Next Generation Leaders' Foum(Ⅲ) 세계경제연구원 編
、International Next Generation Leaders' Foum(Ⅳ) 세계경제연구원 編
、세계반도체산업의 발전전망과 한국의 대응전략 세계경제연구원 編
、한국의 금융개혁 세계경제연구원 編
、Policy Priorities for the Unified Korean Economy 사공 일 / 김광석 編
、The Fifty Year of the GATT/WTO: Past Performance and Future Challenges
사공 일 / 김광석 編
、아시아 금융위기의 원인과 대책 사공 일 / 구영훈 編
、아시아 금융위기와 한、미관계 세계경제연구원 編
、For Better Tomorrow: Asia-Europe Partnership in the 21st Century
ASEM Vision Group
、제6차 한、미 21세기 위원회 보고서 세계경제연구원 編

· 동북아시아포럼 2000 세계경제연구원 編
· Reforming the International Financial Architecture: Emerging Market Perspectives 사공 일 / 왕윤종
· 세계 자유무역 의제를 위한 여건조성 세계경제연구원 編
· Rebuilding the International Financial Architecture (EMEPG서울보고서) Emerging Markets Encinent Persons Group 編
· 새로운 국제질서와 한국의 대응(Ⅰ) 세계경제연구원 編
- 새로운 세계질서: 기회와 도전 -
· 새로운 국제질서와 한국의 대응(II) 세계경제연구원 編
- 세계경제 및 주요국 경제의 앞날 -
· 새로운 국제질서와 한국의 대응(III) 세계경제연구원 編
- 한국 경제의 진로 -
· 세계경제연구원 개원 10주년 국제회의 세계경제연구원 編
· 세계환율체제 개편과 동아시아 경제 John Williamson
· 아시아 화폐단일화, 가능한가? Robert Mundell
· 창업활성화, 어떻게 하나 세계경제연구원 編

아시아 화폐단일화, 가능한가?

2004年 12月 22日 印刷
2004年 12月 22日 發行

司空 壹
세 계 경 제 연 구 원
서울시 강남구 삼성동 159
무역센타 2505호
오롬시스템(주) 2273-7011

ISBN 89-86828-52-9 정가 6,000원

세계경제연구원
Insitute for Global Economics

서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505호
전화 : 551-3334/7, FAX : 551-3339
E-mail : ignet@ignet.com
(Website)http://www.igenet.com

ISBN 89-86828-52-9
정가 6,000원