

세계금융체제의 미래와 우리의 대응*

Morris Goldstein

본인은 오늘 국제금융체제의 미래에 대해서 말씀드리고자 하는데, 주로 최근에 작성된 외교관계협의회 태스크 포스의 보고서(Council on Foreign Relations Task Force Report)를 중심으로 엮어나갈 계획이다. 이 태스크 포스는 新국제금융제도 구축과 관련된 논쟁에 미국 민간부문의 저명한 인사들이 기여할 수 있게 하는 것이 좋을 것이라는 클린턴 대통령의 제안에 따라 구성되었다. 이 태스크 포스는 경제학자, 금융시장 참가자, 기업경영자, 지역문제 및 정치문제 전문가와 前 의회 의원 등 다양한 구성원으로 이루어졌으며 전직 각료를 지낸 피트 피터슨(Pete Peterson)과 칼라 힐스(Carla Hills)가 공동 의장을 맡았다. 이 그룹 구성원의 훌륭한 자질을 감안할 때 본인이 이 프로젝트 담당실무 책임과 보고서 작성을 담당하였던 것은 무한한 영광이 아닐 수 없다.

보고서에는 두 가지 주제를 초두에서부터 강조하고 있는데 책임과 인센티브 문제가 바로 그것이다. 신흥경제국에 있어서 개선된 위기방지 및 해결의 일차적 책임은 그 책임이 귀속되는 그들 자신의 경제와 오늘날 국제자본시장을 지배하는 민간 신용공여기관에게 되돌려 놓는 일이다. 그러나 만약 국제금융을 위한 국가 및 국제적 차원의 공적자금 규모가 지나치게 크고 또 국제금융 제공 조건이 엄격히 강요되지 않는다면, 신흥경제국의 차입자나 민간대출자 그 어느 누구도 책임지려고 하지 않을 것이다. 인센티브 문제에 대해서는 차입자와 대출자의 행태가 바뀌지 않는 한 위기방지를 위한 견인력을 구사할 수 없으며, 또 만약 보다 나은 위험관리를 위한 인센티브의 개선이 없다면 위기방지는 실현될 수 없을 것이다.

인센티브와 위험관리에 관한 이야기를 하나 소개하겠다. 그것은 “하비”라는 이름을 가진 남자와 “어빙”이라는 이름을 가진 앵무새에 관한 이야기다. 이 앵무새는 “어빙에게 크래커 과자 좀 주세요”라고 말하는 것을 비롯하여 탁월한 능력을 가진 새이다. 얼마간의 훈련을 마치고 나자 이 “어빙”이라는 앵무새는 윌리엄 셰익스피어의 모든 작품을 숙지하게 되었고 또 5개국 언어로 암송할 수 있게 되었다. 그래서 “하비”는 “어빙”을 무척이나 자랑스럽게 생각하여 사람들 앞에서 암송을 시키면 약간의 돈도 벌 수 있을 것이라 생각했다. 그의 앵무새가 셰익스피어의 작품들을 암송할 수 있다고 광고를 내자 마을사람들은 빈정대면서 “하비”와 “어빙”에게 돈을 걸고 내기를 하자고 하였다. 그런데 막상 공연을 하기로 한 그날 밤, “어빙”은 밤이 새도록 단 한마디도 말하지 않았다. 이에 당황한 “하비”는 결국 마을사람들에게 용서를 구하고 그의 돈을 거의 전부 잃은 채 집으로 돌아갔다. “하비”는 왜 “어빙”이 전날처럼 공연하지 않았는지 알 수 없다며 화를 내었다. 그러자 “어빙”은 그 이유를 설

명했다. 내년에 이 마을에서 똑같은 내기를 하였을 때 그들이 벌 수 있는 돈의 액수를 “하비”로서는 상상이나 할 수 있었겠는가.

이것이 바로 인센티브이다. 만약 인센티브를 바꾸지 않는다면 사람들의 행태도 바뀌지 않는다. 국제금융제도 구축에 대한 논쟁은 결국 차입자와 대출자의 행태를 바꾸기 위한 인센티브에 관한 논쟁인 것이다. 이제 신흥경제국이 금융위기에 취약하게 되는, 서로 상관관계가 있는 5개의 근원을 살펴 보겠다. 이들이 무엇인지 하나씩 살펴본 후 이를 개선하기 위해 태스크 포스가 제시한 권고안을 요약 하고자 한다.

첫 번째 문제는 신흥경제국의 취약한 은행 및 금융제도이다.

지난 20년간 이들 신흥경제국에서는 전체 은행제도를 희생불능 상태까지 몰고 간 70건의 은행사고가 발생하였다. 미국에서 있었던 S&L 위기는 미국 GDP의 약 2~3%에 해당하는 납세자의 부담으로 귀결되었다. 아시아 금융위기를 겪은 몇몇의 나라에서는 훼손된 은행제도의 복구를 위해 GDP의 약 20~60%가 소요될 것으로 보고 있다. 한국의 경우 대략 15%선이 될 것이다.

많은 신흥경제국들의 은행대출 기준은 매우 느슨한 상태로 유지되어 왔다. 아시아 금융위기가 고조되는 동안 은행대출의 상당부분이 부동산 및 주식투자의 목적으로 사용되어, 후에 경기순환 여건이 변하고 금리가 상승되자 상황이 악화되었다. 허술한 대출기준은 과도한 정부의 개입과 은행의 소유구조 및 높은 수준의 연고대출과 관계가 있다. 한국에서도 물론 이것이 문제가 되었다. 취약한 회계제도와 공시제도 및 법규의 틀이 대체적으로 문제를 악화시켰다. 상당수 예외적인 경우를 빼고는 열악한 영업환경의 위협에 비해 은행의 자본이 부족한 실정이었다.

많은 나라들의 경우 기체시장이 제대로 발달되지 못하였다. 그런 연유로 은행제도가 붕괴되자 다른 신용제공 수단이 거의 없게 되었다. 이들 나라에는 국제적 금융기준에 걸맞도록 금융감독 업무를 강화시켜야 하는 과제가 놓여 있다. 이 국제기준은 이제 경제 및 금융자료 발간과 외국인의 채권상장과 같은 기타 분야에도 적용된다. 위기방지의 효과를 가져오기 위해 이 국제적 기준을 적용하고 법제화해야만 한다.

그렇게 하기 위한 인센티브는 3개의 통로를 통해서 이루어져야 한다. 첫째는 시장의 예측과 판단이다. 만약 누가 이 국제기준을 잘 이행하고 있는지를 시장이 판단할 수 있게 된다면, 이를 잘 이행하고 있는 차입자는 낮은 비용으로 기체하는 이득을 보게될 것이다. 두 번째 통로로는 IMF와 세계은행을 들 수 있다. 구체적으로, 국제기준을 잘 이행한 국가들이 IMF와 세계은행으로부터 차입할 필요가 있을 때 이 기관들은 확실하게 금융지원을 보장할 수 있을 것이다. 세 번째 통로는 금융규제 당국의 국제적 협약에 따라 다양한 종류의 은행대출에 대하여 위험도(risk rate)를 부여하는 방법이다. 국제기준을 잘 이행하고 있는 나라에 대한 대출은 위험도 측정시 우대점수를 받을 자격을 갖게 될 것이다. 그러나 현재로는 이들 3가지 통로 모두가 단지 부분적이고 잠정적이며, 시작단계로 운영되고 있을 뿐이다.

그러면 어떻게 이 인센티브를 강화할 수 있을 것인가? 태스크 포스 보고서는 IMF로부터 차입하는

회원국들의 위기방지 노력의 강도와 IMF의 대출금리를 연계시킬 것을 제안하고 있다. 이러한 목적을 위한 위기방지 노력은 건실한 거시경제 정책, 일련의 국제금융기준 적용, 안정된 환율제도 유지, 신중한 부채관리, 유동성 마련을 위한 다양한 재원확보 노력 등을 의미하는 것으로 해석되어야 할 것이다. IMF는 또한 당사국의 국제기준 적용 이행 및 진전상황을 평가하는 보고서와 그 나라의 전반적 경제 정책과 전망을 평가하는 IMF 협정 제IV조에 의한 협의보고서를 공개하여야 한다.

현 제도에 있어 두 번째 문제는 외부충격을 방어할 수 있는 충분한 유동성을 확보하지 못한 상태에서 금융시장을 너무 빨리 개방하는데 따른 허술한 공공 및 민간 부채관리를 꼽을 수 있다.

아시아 금융위기의 핵심요인은 은행과 은행의 고객기업들이 헷징(hedging)이 되지 않는 단기외채를 과다하게 누적시킨 데에 기인한다. 과잉유동성과 자산/부채 구성 통화간의 불일치 및 과도한 차입을 용인하는 부채전략의 문제는 현금흐름이나 순자산이 현저하게 감소되고, 그 결과 신용공여자의 신뢰를 잃게 되어 작은 충격에도 사과수레 전체를 쉽게 뒤엎을 수 있다. 그리고 1996년과 1997년 아시아에는 부정적인 충격이 많았는데 예를 들면 1996년 상품수출 성장이 크게 둔화된 것을 지적할 수 있다.

또 거기에는 신흥경제국으로 유입되는 민간자본 흐름의 변동성이라는 오래된 문제가 있었다. 1996년에 약 2,150억 달러에 달했던 이들 신흥경제국의 순자본유입액이 1998년에는 750억달러로 줄어들었다. 위기를 겪은 아시아 국가들의 순자본감소액은 더욱 두드러졌다. 이 변동성은 차입비용 결정에서도 그대로 나타났다. 만약 과거 20년간의 민간자본 이동규모나 신흥시장국의 차입 가산금리를 그래프로 그린다면, 그것은 마치 심장질환을 심하게 앓고 있는 사람의 심장박동 그래프처럼 보일 것이다. 이와 같은 전반적 민간자본 이동의 변동성이 심한 상황하에서는 특히 단기자본 이동의 위험성이 높는데, 그 이유는 투자자들로서는 문제발단의 첫 번째 징후에 대처하는데 이 단기거래가 보다 용이하기 때문이다.

아시아 위기 발생기간 중 신흥경제국에 대한 외국인 직접투자의 순유입액은 약간 늘어난 반면 유가증권 투자와 은행대출은 급격히 하락하였다. 단기자본 이동에 대한 우려는 일부 신흥경제국들로 하여금 유입자본의 보유기간별 과세제도(holding-period taxes)의 도입을 촉진하였다. 칠레가 채택한 제도, 즉 일정기간 미만의 단기유입자본에 대하여 중앙은행에 무이자로 지출예치하도록 하는 제도는 가장 널리 알려진 방법이다. 이 칠레의 보유기간별 과세제도는 유입자본의 구성을 바람직한 방향, 즉 위기유발 효과가 적은 장기자본 쪽으로 기울게 하는 것으로 검증되고 있다. 그러나 현재까지 상대적으로 소수의 신흥경제국들만이 이와 같은 보유기간별 과세제도를 채택하고 있다.

또 다른 문제로는 국제적인 합의하에 마련된 상업은행 자산에 대한 위험측정제도가 많은 나라들의 은행 단기채무에 상대적으로 낮은 위험치를 매기고 있어, 그로 인해 은행간 거래를 조장하는 결과를 초래하였다는 것이다. 이와 같은 편향성이 줄어들기는 하였지만 자본거래에 대한 바젤협약(Basel Capital Accord)의 개정안에서는 제거되지 않고 있다.

문제를 반드시 그와 같은 방법으로만 해결할 필요는 없다. 신흥경제국들은 그들의 부채상환기간 구

조를 늘리고, 외환보유고를 높이고, 국내은행으로 하여금 엄격한 유동성 관리와 지불준비 요건을 갖 추게 하며, 통화와 금리 노출에 대한 헷징을 하고, 외화표시채권 발행비율을 제한하고, 국제 상업은행들로부터 신용한도를 얻을 수 있도록 만들 수 있다.

그러나 이와 같이 하기 위해서는 인센티브를 어떻게 강화할 수 있는가? 태스크 포스 팀은 IMF가 단기자본 유입에 대하여 단순히 “칠레” 식의 보유기간별 과세제도를 허용하는 것에서 한걸음 더 나아가, 취약한 국내금융 부문을 갖고 있는 모든 신흥경제국들에게도 이와 같은 조치를 취하도록 충고할 것을 권고하고 있다. 단기자본 유입에 대한 이와 같은 제도를 적용함에 있어 그 내용은 투명하고 非차별적이어야하며 외국 금융기관들의 진입을 방해하여서는 안된다. 자본거래에 대한 바젤협약을 개정함에 있어서도 금융감독 당국이 단기자본이나 은행간 거래에 불합리한 위험 가중치를 부여하는 방식을 불식해야만 할 것이다.

세 번째 문제는 취약한 환율제도를 들 수 있다.

신흥경제국가 중 비교적 개방된 자본시장을 갖고 있으면서 최소한 5년 이상 고정환율제를 유지한 나라는 홍콩과 아르헨티나 두 나라뿐이다. 최근의 위기를 겪으면서 태국, 말레이시아, 필리핀, 인도네시아, 러시아 및 브라질은 모두 관리유동환율제로 전환할 수밖에 없었다.

고정환율제가 갖는 취약성의 원천에는 몇 가지가 있지만 그 중 두 가지만 언급하겠다. 첫 번째는 경제적인 것보다 정치적인 것과 연관된다. 만약 고평가된 통화에 대한 시장의 도전이 없다면 이들 통화의 평가절하는 정치적인 지지를 받을 수 없다. 시장의 압력이 시작되던가 또는 문제가 명백해질 때는 이미 기회를 놓친 후가 되고 만다. 이 제도가 갖는 취약성의 두 번째 원천은 대부분의 신흥경제국들이 통화가치의 방어를 위해 고금리를 유지할 수 있는 기간에는 그 한계가 있다는 점이다. 만약 금융제도가 취약하고, 기업부문의 자본대비 부채가 높으며, 또 경제성장 둔화나 현저한 불경기를 겪고 있는 경우 그 취약성은 매우 높은 것이다. 그러나 대다수의 신흥경제국가들은 IMF 또는 G-7 국가들로부터 거액을 차입할 수 있다면 고평가된 환율을 방어하려는 유혹에 빠져들 것이다. 브라질이 바로 이 경우에 해당된다.

그렇다면 어떻게 해야하는가? 그 대답은 “안된다”고 분명하게 밝히는 것이다. 조정가능한 고정환율제를 채택하고자 할 때 IMF와 반드시 협의해야 하고 IMF는 그와 같은 환율제도 방어를 위한 금융 지원에 엄격한 제한을 가해야 한다. 특수한 경우에 한해 통화이사회제도(Currency Boards)와 단일통화 연동환율제를 허용하되, 대부분의 경우 IMF는 신흥경제국들로 하여금 관리변동환율제를 채택하도록 장려해야 할 것이다.

네 번째로는 시장기능을 저하시키는 소위 도덕적 해이 문제이다.

만약 어려움에 처한 차입자에 대해 공적 구제조치가 취해질 것으로 시장참여자가 기대한다면 민간 신용공여자는 차입자의 상황을 점검해야 할 인센티브를 잃게 될 것이다. 국제사회는 태국, 인도네시아,

한국, 러시아 및 브라질에 대한 패키지(package)로 약 1900억 달러를 지원하기로 약속하였는데 그중 약1/3가량이 집행되었다. 여기에 미야자와 계획의 300억 달러가 추가되었다. 위기발생 직후 태국과 한국의 금융당국은 은행 예금자와 신용공여자에 대하여 폭넓은 보증약속을 발표하였다. 아시아 금융위기로 주식투자자 및 채권투자자(정도는 덜 하지만)는 막대한 손실을 경험하였고 러시아 위기로 많은 은행들이 큰 타격을 입었다. 이 도덕적 해이는 모든 보험체결에도 문제가 되고 있다는 것을 유념할 필요가 있다. 이것은 보험이 필요없다는 것을 말하는 것이 아니라 보험료 지불에 대한 제한과 적정보험료 산정이 필요하다는 것을 뜻하는 것이다. 도덕적 해이와 관련된 비판의 두 번째 경고는 갚을 능력이 있는 차입자에 대해 긴급금융을 지원하고 지불불능 상태와 여타 차입자에 대한 파급효과를 미연에 방지함으로써, 최종대출자(중앙은행)가 경제 전반에 유용한 기능을 담당할 수 있다는 것이다.

도덕적 해이에 관해서는 아직도 3가지가 강조되어야 한다. 첫째, 아시아 금융위기가 차입자로 하여금 값비싼 대가를 치루게 하였기 때문에 이와 같은 사태가 재발되지 않을 것이라는 주장은 신빙성이 없다. 멕시코 위기 발생 이후에도 그와 똑같은 주장이 있었지만, 2년 후 우리는 아시아 위기를 맞게 되었다. 둘째, 신흥시장국에서 발행한 채권에 대하여 때로는 미국 재정증권 금리보다 300내지 5,000 베이스스 포인트(basis point)가 더 높은 예상 밖의 가산금리로 신용공여자에게 지불될 경우, 채무상환불능선언이나 채무상환 연기는 대부분 고려대상에서 제외되어야 한다. 높은 금리를 받는 이유가 무엇인가? 시장제도 하에서는 위험부담을 지는데 2중의 안전판을 요하지 않는다. 즉 채무를 구입할 때 높은 위험 프리미엄을 징구하는 것이 그 한 형태라면, 그것이 잘못되었을 때 공적구제를 받는 것은 또 다른 형태이기 때문이다. 셋째, 이 도덕적 해이가 증대되었을 때 어떤 현상이 발생할 것인지 알고 싶다면 아시아 위기 직후에 벌어진 러시아 및 우크라이나에 대한 민간자본의 흐름을 살펴보는 것으로 족할 것이다. 민간 신용공여자들은 이들 두 나라에 대하여 막대한 자금을 계속 쏟아 부었는데, 그 이유는 러시아와 우크라이나의 지정학적 중요성에 비추어 G-7 국가나 IMF가 이 두 나라들이 통화의 평가절하나 상환불능 상태에 빠지는 것을 허용하지 않을 것이라는 기대가 있었기 때문이었다. 지난 2년간 이 도덕적 해이와 관련된 이슈에 대해서는 별다른 진전을 보지 못하였다. 예를 들면, 이 도덕적 해이의 주요 요인이 국내문제에 기인한 것임에도 불구하고 대부분의 신흥경제국들은 예금보험제도 개혁에 관한 일정조차 잡지 못하고 있는 실정이다.

두 번째 문제는 일부 IMF의 구제금융 패키지가 정상적인 대출한도를 훨씬 초과하고 있다는 점이다. IMF의 통상대출 한도는 IMF에 대한 그 나라의 출자액의 100~300%로 제한되어 있다. 멕시코, 태국, 인도네시아 및 브라질에 대한 구제금융 패키지는 그들 출자액의 500~700% 수준이었으며 한국의 경우에는 무려 1,900%에 달하였다. 이 구제금융 규모를 축소시켰을 때 상정되는 효과에 대하여 몇 가지 짚고 넘어가고자 한다.

첫째, 만약 구제금융 패키지를 통상의 대출한도로 고수하더라도 IMF의 프로그램은 위기로 인한 경기침체의 영향을 감소시키고 외환시장을 안정시키는데 필요한 자금으로 사용할 수 있으며, 은행부문의 개혁과 자본확충 비용에 다소나마 기여할 수 있게될 것이다. 그러나 이 경우(태스크 포스 팀의 입장에서는 바람직한 것으로 생각하지만) 고평가된 환율이나 고정환율을 지탱하고, 보증받지 못한 거액의 민간 신용공여자를 구제하는 것은 억제될 것이다.

둘째, 위기에 처한 나라의 신인도를 회복하는데 있어 일정한 수준의 IMF 금융지원액이 있어야 한다는 논리는 그 근거가 희박하다. 최근의 경험으로 비추어 볼 때 IMF 프로그램 서명 직후 경제여건이 안정된 것으로는 보이지 않는다. 신뢰회복은 현안문제에 대응하는 정치적 지도력과 확실한 정책수행, 이 양자에 대한 보다 확고한 검증이 있는 후에 나타나는 것이다. 소규모 구제금융 패키지는 앞으로 개도국들에게 아마도 더욱 비싼 차입비용과 더 축소된 차입금 유입을 의미하게 될지 모른다. 그러나 1990년대의 거의 대부분 기간중 이들 신흥시장국의 차입가산금리가 너무 낮았고 또한 이들 국가에 대한 자본유입이 지나치게 높았다는 점을 감안한다면 그 반대방향으로의 점진적 움직임이 그렇게 나쁜 것만은 아니라고 본다.

셋째, 어떻게 하면 도덕적 해이를 줄일 수 있는 유인책을 부여할 수 있는가? 국제적인 차원에서는 IMF의 수혜국이 중기적으로 국제수지와 부채문제 개선을 이룩할 수 있다는 확실한 전망이 있을 때 한하여 IMF가 긴급금융지원을 한다는 것을 공개적으로 알려야 한다. 만약 어떤 나라가 지탱하기 어려운 채무문제를 안고 있을 때 IMF는 당사국이 기회를 놓치지 말고 민간 신용공여자와 성실한 협의를 하여 채무구조를 개선하는 합의를 도출하도록 요구해야 한다. 이 경우 어떤 종류의 채무도—그것이 유로債(Euro bonds)이던 또는 브래디 채권(Brady bonds)이던 간에—제외되어서는 안된다.

넷째, 실기(失機)하지 않고 질서 있는 채무상환 연장효과를 제고시키기 위하여 모든 당사국들은 국가채권발행 계약서에 공동채권행사 조항이 포함되도록 약속하여야 한다. 모든 당사국에는 물론 미국도 포함된다. 이와 같은 공동채권행사 조항은 보다 많은 채권자에게 이익이 되는 채무상환 연장을 방해하려는, 일부 질 나쁜 채권자들을 곤란하게 만들고 그들의 수익을 감소시키는 효과를 가져올 것이다.

다섯 번째이면서 마지막 문제는 IMF와 세계은행의 효용성에 대한 위협과 관련된 것이다.

아시아 금융위기가 발생한 이후 IMF는 끊임없는 비판의 대상이 되어왔다. 태스크 포스 팀의 견해로는 비록 그 비판의 전부는 아닐지라도 많은 부분이 오도된 것으로 보고 있다. 아시아 금융위기가 값비싼 대가를 치루기는 하였지만 만약 IMF의 금융지원이 없었더라면 이들 나라들은 아마 더 깊은 경제불황, 경쟁적인 통화의 평가절하, 더 많은 보호무역 장벽, 더 큰 국민들의 고통을 겪었을 것이다. 그런 이유로 태스크 포스 팀은 멜저위원회(Meltzer Commission)의 보고서와 첨예하게 비교되고 있다. 태스크 포스 팀은 IMF와 세계은행이 긍정적인 기여를 해왔다고 생각한다. 그렇다고 IMF에 대한 부분적 개혁이 필요하지 않다고 주장하는 것은 아니다. 특히 IMF의 구제금융 패키지 규모는 과도하게 확대되었고 IMF의 역할과 용자조건은 지나치게 모든 문제들을 포괄하고 있다. IMF 용자와 관련하여 지켜야 할 경구가 “적은 금액이 더 많은 작용을 한다”는 것이라면, IMF의 역할과 관련해서는 “본래의 자리로 돌아가는 것” 이어야 한다.

그러면 이 바람직한 변화를 어떻게 실현시킬 수 있는가? IMF 대출관행을 개혁하기 위하여 IMF는 일관되게 통상의 대출한도, 즉 연간한도로 IMF 출자액의 100% 및 위기에 처한 나라에 대한 누적한도로 출자액의 300%를 고수해야 한다. 이 한도는 전반적인 국제통화제도의 기능을 위협하지 않는 “국가적 위기” 시에 적용되어야 할 것이다.

체계적 위기와 같은 특수한 경우, IMF는 제도적으로 마련된 비상재원, 즉 기존의 新차입협정(New Arrangement to Borrow) 제도나 새로 창설되는 위기전염방지금융제도(Contagion Facility)를 이용해야 할 것이다. 이 新차입협정을 재원으로 하는 지원제도는 차입국의 문제가 주로 당사국의 잘못에 기인되고 이를 바로잡기 위해서는 IMF의 프로그램이 필요할 때 이용하여야 한다. 전염방지금융제도는 체계적인 전염이 만연되어 어떤 나라가 주로 그 희생양이 되었을 때 사용될 수 있을 것이다. 기존의 IMF 예비신용한도(Contingency Credit Line)와 추가 리저브 인출제도(Supplementary Reserve Facility)는 이 전염방지금융제도로 대체되어야 한다. 이 전염방지금융제도의 발동요건은 그 기금에 출연하고 있는 신용공여국의 절대다수가 당면상황이 체계적인 위기라는 합의가 이루어지는 것을 전제로 해야 할 것이다. 이 전염방지금융제도는 IMF의 특별인출권(Special Drawing Right)을 1차에 한하여 배분하는 것으로 재원을 조달할 수 있다. 이 제도는 오직 개도국만이 인출할 수 있다는 합의도 이루어야 할 것이다.

IMF의 역할 및 용자조건을 개혁하기 위하여 IMF는 용자조건을 범위, 통화, 재정, 환율 및 금융 부문 정책에 한정시켜야 하며, 세계은행은 장기적인 경제개발의 구조문제 및 사회적 효과에 치중해야 한다. 사회안전망 구축문제에 대해서는 세계은행의 업무영역을 확대해야 하겠지만 위기관리, 긴급용자 또는 거시경제 정책 권고에 세계은행은 관여하지 말아야 한다.

이와 같은 제안들은 여러분들이 그 동안 G-7으로부터 들어왔던 내용과 대동소이하다고 생각할 것이다. 사실 일부 중복되는 부분이 있지만 그러나 이것이 똑같은 권고내용들을 담고 있는 것은 아니다. 대출자의 도덕적 해이 및 민간부문의 비용분담 문제에 대하여 태스크 포스 팀은 보다 강경한 입장을 취하고 있다. 또 IMF와 세계은행의 역할분담에 대하여 우선적으로 재조정할 것을 권고하고 있다. 조정가능 고정환율제에 대한 IMF 지원에는 제한을 가해야 한다는 강경한 입장을 취하고 있으며, IMF는 보다 명시적으로 어느 나라가 국제금융규범을 준수하고 있고 어떤 나라가 그렇지 않는지를 공개하는 것을 선호하고 있다. 전술한 공동채권행사 조항을 포함한 민간자본시장의 제도적 변화를 기하는데 미국을 비롯한 G-7 국가들이 지도력을 발휘해야 한다는 강력한 견해를 갖고 있으며 또 전염방지금융제도는 별도의 다른 방식으로 그 재원이 조달·운영되기를 바라고 있다.

지난주쯤에 국제금융제도 구축에 관한 또 다른 수임기관인 뮌헨위원회의 보고서가 발간되었다. 그 보고서는 CFR(Council on Foreign Relations) 태스크 포스 보고서 보다 더 과격한 권고내용들을 담고 있는데 아직까지 미국 의회의 초당적인 지지를 받지 못하고 있다.

본인의 견해로는 뮌헨위원회 보고서 권고안 중에는 귀를 기울일만한 옳은 것들도 있으나 일부는 문제를 지나치게 단순화하고 역효과를 불러올 수 있는 것들이 있다고 생각한다. 만약 본인이 뮌헨위원회의 회원이었다면 그 보고서에 쉽게 서명하기 어려웠을 것이다. 그러나 IMF의 역할을 보다 축소하여 한정된 문제해결에 초점을 맞추어야 한다는 것과, 신흥경제국의 금융제도를 한 차원 더 발전시키기 위한 인센티브 개선, 빈곤문제에 대한 IMF 역할 배제, 신흥경제국의 조정가능 고정환율제도 폐지를 위한 사전협의 및 IMF 보고서의 공개권고 등에 있어서 동 위원회 보고서는 유용하게 사용될 수 있을 것으로 보인다. 본인이 이에 동조하는 것은 이와 같은 권고사항이 CFR 보고서에도 제시되어 있기 때문이다.

본인이 보기에 뭉쳐위원회 보고서는 몇 가지 구조적 필수요건에 치우친 나머지 IMF가 재정 및 통화 정책 조건으로부터 손을 떼어야 한다는 제안을 하고 있는데 이는 사리에 어긋나 보인다. 일단 위기가 닥치고 나면 대부분의 경우 적절한 통화 및 재정 정책의 집행 없이는 그 위기로부터 벗어날 수가 없다. 은행업에 대한 진입을 자유화하여야 한다고 말하는 것만으로는 충분하지 않다. 본인의 생각으로는 구조적 회원자격 조건을 충족하지 않았다고 해서 어떠한 IMF의 지원도 배제하여야 한다는 것은 잘못된 방향설정이라 생각한다. 만약 이러한 것이 적용되었다면 한국은 물론 아시아의 어떤 위기체험국들도 IMF의 지원요건을 충족시키지 못하였을 것이다. 한가지 짚고 넘어갈 것은 IMF의 지원 패키지가 어떤 경우에는 지나치게 대규모라는 점과, 또 IMF의 지원조건 이행실적이 좋은 국가에 대하여는 금리를 낮추어 주어야 한다는 점이다. 또 다른 것으로는 IMF의 조건을 이행하지 않는 나라는 아무런 지원도 받을 수 없어야 한다는 것이다.

본인은 또 동 보고서에서 국채발행 계약시 공동채권행사 조항의 장점을 도외시한 것과 단기자본 유입에 대한 보유기간별 과세제도를 채택하도록 권고하지 않은 것은 잘못된 것이라 생각한다. 또한 동 보고서가 민간 신용공여자의 비용분담이라는 중요 이슈에 대해 거의 외면하고 있는 것은 유감이라 아니할 수 없다.

CFR 보고서의 권고안이 채택·실시된다고 가정할 때 한국에는 어떤 영향을 줄 것인가? 본인으로서 3가지 효과를 상정할 수가 있다. 첫째, 한국은 그 동안 취해온 위기발생의 취약성 감소노력, 예컨대 금융부문에 대한 감독기능 강화 및 자산/부채간의 통화 및 기간 불일치 문제 감소노력 등에 대하여 보다 높은 신인과 그에 상응한 시장의 대우로 보상받게 될 것이다. 둘째, 민간 신용공여자들이 잘못된 대출결정 결과에 대하여 보다 큰 책임을 져야 한다는 사실을 인식하게 됨으로써, 선진국 금융기관들의 과다대출을 줄여나가는 효과를 기대할 수 있을 것이다. 셋째, 만약 한국이 장래에 IMF의 지원을 요청하게 된다면 IMF의 융자조건은 그 간섭의 도와 폭이 줄어들겠지만, 세계적 위기상황이 아닌 한 IMF로부터의 금융지원 액수는 줄어들게 될 것이다.

질 의 · 응 답

[질 문] 한국의 경우 위기발생 초기에 고정환율제를 유지하였고 정부는 이 제도를 바꾸는데 주저하여, 처음에는 환율변동폭을 넓히는 쪽을 채택하였다가 결국에는 이 제도를 철폐하고 말았다. 정부의 우려에도 불구하고 이 제도를 과감히 털어 버렸더라면 며칠 내에 사태를 상당히 진정시키는데 도움을 주었을 것이라 생각된다. 이와 같은 사례는 고정환율제를 채택하지 말라는 귀 보고서의 권고 필요성을 뒷받침하는 것이라 생각이 된다. 본인은 귀하의 세 번째 권고, 즉 민간부문의 비용분담과 공동채권행사 조항에 관하여 질문하고자 한다. 즉 비용분담이 실질적으로 어떻게 이루어지는 것인지, 또 상기 공동채권행사 조항이 없을 경우 민간 신용공여자의 대출은 금지되는 것인지 설명하여 주시기 바란다.

[답 변] 공동채권행사 조항의 목적은 채권자의 다수가 채무상환연장을 원하고, 또 그렇게 하는 것이 채무자에게도 이익이 된다고 판단되었을 때 이를 용이하게 하기 위한 것이다. 그렇게 하기 위해서는 단지 새로운 채권발행 계약서에 그와 같은 조항들을 삽입하기만 하면 된다. 만약 거기에 문제가 생기면 그때는 다수의 결의로 채무상환 연장여부를 결정하면 된다. 이와 같은 조항들 없이는 민사소송 절차를 거쳐야 하고 그렇게 되면 모든 채권자가 상환불능 사태를 동시에 선언하게 되는 등 사실상 채무상환 연장을 어렵게 만들 것이다.

이 공동채권행사 조항의 상당부분은 은행단 차관계약서에는 이미 들어 있으나 채권발행 계약서에는 반영되어있지 않고 있다. 과거 10~15년 기간 중 채권발행은 개도국의 중요한 자금차입 수단이 되어왔다. 이 조항들은 과거의 위기시에 아시아지역에서는 그다지 중요한 이슈가 되지 않았다. 그러나 앞으로는 이것이 매우 중요한 사항이 될 것인데 그 이유는 문제 발생시 채무상환 연장을 매우 어렵게 하여 채무자들로서는 아주 제한된 선택, 즉 커다란 도덕적 해이 문제를 수반한 대규모 구제금융 패키지를 받든가 아니면 매우 무질서한 채무상환 연장을 받는 쪽으로 귀결될 것이기 때문이다. 그러나 여기에는 혼인계약서에 나타날 수 있는 유사한 신뢰상의 문제가 발생하는데, 이와 같은 공동채권행사 조항을 계약서에 명시 하자고 요구하게 되면 계약서명 당사자는 의심을 품게 마련이다. 만약 개도국에 대해서만이 조항을 적용하면 대출자들이 더 높은 금리를 부과하는 결과를 초래할 것이다. 그래서 이 문제를 해결하기 위해서는 이 조항이 최우량신용국을 포함해서 모든 나라가 발행하는 채권에 적용시켜야 하는데 아직까지 G-7국, 특히 미국이 이를 거부하고 있다. 그러나 본인은 그것이 新금융제도 구축을 강화하는데 도움이 되는 제도변경중의 하나라고 생각한다.

[질 문] 귀하는 이 공동채권행사 조항이 많은 은행단 차관협약에 이미 포함이 되어있다고 언급하였지만, 한국의 경우 위기발생 이후에는 이 조항들이 포함되지 않은 것으로 알고 있는데 그 이유는 무엇인가?

[답 변] 귀하의 지적이 옳다. 그와 같은 조항 없이 계약이 체결되도록 노력할 수도 있다. 그러나 당초부터 계약서 상에 이 조항이 포함되어 있지 않으면 채무상환 연장은 훨씬 어려워지게 된다. 어떤 경우에는 이 조항 없이 즉석에서 채무상환을 연장하기도 하였으나 그렇게 하기가 그리 쉬운 일이 아니라는 것은 지난번 러시아 경우에서 본 바와 같이 종종 입증되고 있다.

[질 문] 한국의 채무상환 연장 조정시 미국 연방준비은행이 매우 적극적으로 개입하였던 점을 고려할 때, 이에 관해서 IMF가 보다 중요한 역할을 할 수 있을 것으로 본인은 생각하고 있다. IMF의 기능을 수정해서 IMF가 채무상환 연장에 큰 역할을 담당토록 해야된다고 생각하는 데 이에 대한 귀하의 견해는?

[답 변] 물론 IMF의 역할은 중요하다. 우리 보고서에서는, 만약 일시적 지불정지 결정을 내려야 한

다면 그 당사국이 이러한 결정을 내려야하고 IMF는 이를 인정해 줄 것을 권유하고 있다. 주요 채무상환 연장 없이는 차입국이 원리금을 상환할 수 없을 것이라는 명백한 징후가 보이는 아주 극단적 경우에는, 이 채무상환 연장 합의를 IMF 금융지원의 전제조건으로 내세워 IMF가 적극적인 역할을 하도록 강조하고 있다. 이 일시적 지불정지 문제는 이슈화되어 IMF가 그와 같은 역할을 수행할 수 있는 권한을 갖도록 IMF 협정문의 개정을 고려할 것을 권고하고 있다. 그러나 이와 같은 방법이 지나친 개입이라는 반대의견도 있다. 그렇게 하기 위해서는 많은 법률상의 문제가 있지만 IMF가 이 문제에 있어 중요한 역할을 담당하여야 한다는 귀하의 견해에 본인은 전적으로 동의한다.

(질 문) 특별 재무장관회의와 관련된 귀 보고서의 7번째 권고사항을 보면, 이는 마치 세계 연방준비제도이사회와 같다는 느낌을 갖는다. 그 회의의 구성과 대표권은 어떻게 되며 이 회의는 영속기구가 되는 것인가?

(답 변) 시간상의 제약으로 그 권고사항에 대해 설명할 기회를 갖지 못한 것을 죄송스럽게 생각한다. 보고서의 취지는 그 회의를 영속적인 기구로 만들자는 것이 아니다. 태스크 포스 팀 구성원 중 많은 사람들은 이번 위기가 그 해법대로 원만히 해결된다면 국제금융제도 구축을 위한 개혁 추진력이 점차 상실될 것으로 생각하고 있다. 그래서 태스크 포스 팀은 이 추진력을 되살리기 위하여 일정한 시한을 정하고 몇 가지 개혁을 추진할 수 있도록 1차에 한하여 특별 재무장관회의 개최를 건의한 것이다.

(질 문) 최근 ASEAN회원국, 중국, 일본과 한국 정부대표는 향후의 위기 당면국을 돕기 위한 아시아기금제도 설립문제를 검토하기로 합의하였다. 그런데 본인이 이해하기로는 수년전 이 문제가 제기되었을 때 IMF가 이를 반대한 것으로 알고 있다. 아시아 회원국들을 위해 새로 설립하는 이 제도와 IMF간에는 서로 상충되는 문제가 있는가?

(답 변) 우리의 보고서에서도 이 지역 금융지원제도에 대해 약간의 언급을 하고 있다. 이 AMF 구상에 대해 미국이 IMF와 함께 일차적으로 반대하였다는 귀하의 지적은 옳은 말이다. 본인이 보기에 중요 이슈는 AMF의 금융지원 조건이다. 그럼 AMF가 IMF와 상충되는 조건을 부과할 것인가? 물론 아시아지역에는 많은 금융재원이 있다. AMF가 IMF와 똑같은 조건을 부과한다면 문제가 되지 않는다. 그러나 만약 AMF가 매우 상이한 조건을 부과한다면 그때는 잠재적 충돌이 발생하게 된다. 어떤 나라가 소규모 개혁이나 수월한 개혁조건으로 지역의 공적자금을 조달할 수 있다면 IMF의 지원조건은 그 효능을 잃게될 것이다. 문제의 시발은 IMF의 지원조건이 효과가 있다고 믿느냐 아니냐에 달려 있다. 만약 도덕적 해이에 대하여 우려한다면 지역기금으로부터 손쉽게 거액을 조달할 수 있다는 것을 경계해야 할 것이다. 다시 말해 손쉽게 빌릴 수 있는 공적자금 규모가 적을 때 대출자와 차입자 모두는 보

다 신중을 기하게 될 것이다.

(질 문) 新국제금융제도 구축의 정의와 범위는 무엇인가? 높은 위험도를 갖고 있는 금융기관(HLI)들에 대한 직접규제는 특히 미국의 반대로 공감대 형성이 어려워지고 있다. 이들 HLI 직접규제에 대한 귀하의 견해는 무엇인가. 위기해결을 위한 민간부문의 참여방식에는 두 가지가 있다고 본다. 즉 일정한 규칙에 따라 참여하는 것과 사안별 방식으로 참여하는 것인데 귀하는 이 두 가지 중 어느 것이 더 적절한 방법이라고 보는가?

(답 변) 본인은 新국제금융제도 구축의 범위를 위기 방지나 해결을 위한 제도, 정책, 그리고 관행이라고 정의하고자 한다. 귀하의 두 번째 질문은 작은 연못 속의 코끼리라고 일컬어지는 헷지펀드(hedge fund)와 관련된 이슈이다. 어떤 사람들은 이 헷지펀드가 역외에서 운영되고 있기 때문에 이들에 대해서 규제할 수 있는 수단이 거의 없다고 생각하고 있다. 이에 대한 태스크 포스 팀의 견해는 다르다. 우리는 이들 헷지펀드가 G-10 국가의 은행이나 증권회사로부터 자금을 조달하고 있고 또 이들 은행과 증권회사들이 당국으로부터 규제를 받고 있는 한, 이들 헷지펀드의 차입비용에 간접적으로 영향을 줄 수 있다는 생각을 갖고 있다. 즉 대출자의 행태에 영향을 끼치게 함으로써 이들 헷지펀드들도 영향을 받게 할 수 있다는 것이다. IMF는 민간부문이 상응하는 비용분담을 하는 경우에 한하여 IMF 자금을 대출해야 한다. 이 권고가 바로 규칙에 의한 방식이다. 그 이외에는 사안별로 취급할 수밖에 없는데 그 이유는 각 사안의 상황이 다르고 또 모든 세부사항을 규칙화하기가 매우 어렵기 때문이다.

(질 문) 귀 태스크 포스 팀의 논의 과정에서 토빈稅(Tobin Tax)의 구현문제를 진지하게 고려해 보았는가?

(답 변) 그 문제도 논의하였다. 위기방지를 위한 방안은 여러 가지가 있는데 그 한가지로는 “아르헨티나”가 채택한 유동성 방어방식, 즉 평소 높은 지준예치를 하였다가 위기 발생시에는 그 지준율을 낮추어 주는 방식이 그것이다. 둘째 방식으로는 “칠레”의 방식인데 이것은 자금의 왕복유출입에 대한 과세부여로 그 세율은 경제여건에 따라 조정하는 방식이다. 세 번째로는 단기자본 유출입 거래의 억제를 전세계적으로 적용하는 방식인데 이는 시행하기도 강제하기도 매우 어려운 방식이다. 토빈稅가 작동하기 위해서는 전세계적으로 이를 광범위하게 실시할 필요가 있다. 아시아 금융위기 이후 우리가 목격한 것은 유동성 방어벽의 구축이다. 이 유동성 방어의 문제점은 거액의 외환보유를 요한다는 것이다. 그래서 한가지 방법만으로 문제를 용이하게 푸는 길은 없다고 본다.

The Future of International Financial System and Its Implications for Korea*

Morris Goldstein

I would like to speak about the future of the international financial system and in so doing, I plan to draw heavily on the recent Council on Foreign Relations Task Force Report. The taskforce was put together at the suggestion of President Clinton, who thought it would be a good idea to see if a group of prominent private sector Americans might be able to contribute something to the international financial architecture debate. It was made up of a diverse group of economists, financial market participants, business leaders, regional and political experts and former Congressmen. Former U.S. cabinet members, Pete Peterson and Carla Hills acted as the co-chairs. Given the quality of the group, it was a great honor for me personally to serve as the project director and the author of the report.

There are two themes in the report that merit emphasis right up front: responsibility and incentives. We argue that the primary responsibility for improved crisis prevention and resolution in emerging economies should be put back where it belongs, namely on emerging economies themselves and on their private creditors that dominate today's international capital markets. But neither emerging market borrowers nor private creditors are likely to exercise that responsibility if the amounts of public money available for financial rescues, both at the national and international levels, are too large, and if the conditions for activating those rescues are not demanding enough. Turning to incentives, we will not make real traction on crisis prevention unless we change the behaviors of borrowers and lenders, and this will not be achieved if we do not improve incentives for implementing better risk-management.

Let me offer you a story about incentives and risk-management. It's about a man named Harvey and his parrot named Irving. Irving is capable of much more than just "Irving wants a cracker". He's capable of much more formidable tasks. Indeed after a period of some studying, Irving the parrot masters the complete works of William Shakespeare and can recite all the works in five languages. So, Harvey is very proud of Irving and wants

* A presentation at IGE Distinguished Lecture Forum on March 28, 2000.

to show him off, and maybe make a couple of bucks. So, he advertises that his parrot can recite the works of Shakespeare and the town's people, of course being cynical, makes wagers against Harvey and Irving. On the night of the performance, Irving does not say a word all night. Embarrassed Harvey makes apologies, loses most of his money and goes home. He comes home and is raving about how he can't understand why Irving didn't perform as he did the night before. To angry Harvey, Irving the parrot explains why he did this. Could Harvey imagine the amount of money they can win next year by making the same wager in this town?

That's incentive. If you don't change the incentives, you don't change the way people behave. This debate is not really about international financial architecture, it is about incentives for changing the way borrowers and lenders behave. In what follows, I am going to highlight five inter-related sources of vulnerability to financial crisis. After identifying what is broken in each of those areas, I am going to summarize the task force's recommendations for fixing them.

The first problem is the weak national banking and financial systems in emerging economies.

In the past 20 years, there have been 70 cases of banking problems in emerging economies that caused the entire banking system to become insolvent. The U.S. S&L crisis cost the U.S. taxpayers approximately 2-3% of U.S. GDP. In several of the Asian crisis countries, we're looking at costs of around 20-60% of GDP to rebuild damaged banking systems. Korea's is around 15%.

Bank lending standards in many emerging economies have been very lax. In the run up to the Asian crisis, a sizeable share of bank lending went into real-estate and equities, only to go sour when cyclical conditions later deteriorated and interest rates rose. Lending standards were also compromised by heavy government involvement and ownership of banking systems and high levels of connected lending. That, of course, was a problem in Korea. A weak accounting disclosure and legal framework usually added to problems. With several significant exceptions, bank capital was low relative to the riskiness of the operating environment.

In many countries, there were no well-developed debt markets. Thus, when the banking system crashed, there were few alternative sources of credit. Countries now have before them a comprehensive international banking standard on which to model the upgrading of banking supervision. International standards are now also available in other areas, including

publication of economic and financial data, cross border listing of securities, etc. To make an impact on crisis prevention, countries have to implement and enforce the standards.

Their incentives to do so should operate by three channels. The first is the expected market payoffs. If markets can tell who is and who is not implementing the standards, then those countries that do implement them should benefit from a lower market cost of borrowing. The second channel is the IMF and the World Bank. Specifically, the IMF and the World Bank could give countries that implemented the standards a better insurance deal when they need loans. The third channel is by assigning risk-rates to various kinds of bank loans under international agreements for regulatory capital. Loans to countries implementing the standards could qualify for a preferred risk-rate. At the present, however, only partial, initial and tentative steps have been taken to make any of these incentive channels operational.

How could we strengthen the incentives? According to the taskforce, the IMF should relate the interest rates it charges member countries that borrow from the fund to the strength of the countries' crisis prevention efforts. For this purpose, crisis prevention efforts should be interpreted to mean sound macro policies, compliance with a set of international financial standards, maintenance of a viable currency regime, prudent debt management, and efforts to put into place various sources of liquidity support. The Fund should also make public both the standards report that assesses the country's progress and meeting standards, and its article for consultation report that assesses the country's overall economic policies and prospects.

The second problem is poor public and private debt management with inadequate liquidity defenses against shocks and premature financial liberalization.

At the heart of the Asian crisis, there was a large build-up of short-term unhedged foreign currency debt by banks and their corporate customers. The trouble with the debt strategy that condones large liquidity, currency mismatches, and high leverage is that any shock that significantly reduces cash flow or net worth and leaves creditors to lose confidence can upset the whole apple cart. And when there were plenty of negative shocks in Asia in 1986 and 1987, growth of merchandise exports slowed dramatically.

There is also the long-standing problem of volatility of private capital flows into emerging economies. Net private capital flows to emerging economies declined from about \$250 billion in 1996-1997 to about \$150 billion in 1998. For the Asian crisis countries, the fall was sharper yet. The same kind of volatility is evident in the prices in terms of financing. If you plot

out either the volume of private capital flows or the spreads on emerging market borrowing over the past 20 years on a graph, it looks like the electrocardiogram of a person with a very bad heart condition. Within this volatility of overall private capital flows, short-term flows provide a particular risk because the short maturity makes it easier for investors to run at the first hint of trouble.

During the Asian crisis, net flows of foreign direct investment to emerging economies actually increased slightly, whereas portfolio flows and bank loans plummeted. Concern over short-term flows has prompted some emerging economies to impose holding-period taxes on capital inflows. Chile's system, which utilizes an unremunerated reserve requirement at the Central Bank for inflows that stay less than a given time period, is the most well-known. Available evidence suggest that Chile's holding-period taxes have tilted the composition of capital flows into the desired direction toward longer-term flows, which are less-crisis prone. But, relatively few emerging economies now have such holding-period taxes in place.

Another problem is that the risk-rating system for commercial bank assets that was embedded in international agreements gave a relatively low risk rate to short-term claims on banks from many countries, thereby encouraging banks to engage in inter-bank lending. This bias has been reduced, but not eliminated in the proposed revision of Basel-Capital Accord.

It doesn't have to be this way. Emerging economies can lengthen the maturity stretch of their debt, build up their stock of reserves, make their banks subject to rigorous liquidity in reserve requirements, hedge currency and interest rate exposure, limit the share of new debt denominated in foreign currency, and arrange contingent credit lines from private banks.

But how can we strengthen the incentives to do so? The taskforce recommends that the IMF should not merely permit Chilean-type holding-period taxes on short-term inflows, but should advise all emerging economies with fragile domestic financial sectors to implement such measure. Where such taxes on inflows are applied, they should be transparent and non-discriminatory and should not impede the entry of foreign financial institutions into the financial services industry. In revising the Basel-Capital Accord, regulators should avoid waiting schemes that provide a lot of incentives for short-term flows or inter-bank lending.

The third problem is vulnerable currency regimes.

There are only two emerging economies with relatively open capital markets have had

fixed rates for the last five years or longer: Hong Kong and Argentina. In the recent crisis, Thailand, Malaysia, the Philippines, Indonesia, Russia and Brazil have all been forced into regime of managed floating.

There are several sources of vulnerabilities associated with fixed currency regimes. Let me just mention two. One has more to do with politics than economics. If the market is not challenging the over-valued peg, there is no political support for devaluing. By the time the markets have begun to apply pressure or the problem becomes obvious, it's already too late. The second source of vulnerability is that there are strong limits to how long most emerging economies can keep interest rates very high in a currency defense. Vulnerability will be very high if the banking system is fragile, if the corporate sector has high debt to equity, and if the economy is experiencing slow growth or outright recession. But many emerging economies will be tempted to try to defend an over-valued fixed rate, if they can get a lot of money from the IMF or the G7 to do so. The Brazilian crisis was a case in point.

Well, what should we do? The answer is, just say no. The IMF should counsel against adopting a currency regime based on the adjustable peg and should place strict limits on the financial support, if it stands to defend that kind of regime. In most circumstances, the IMF should encourage emerging economies to adopt and maintain a currency regime of managed floating, with currency boards and a single currency reserved for more unusual circumstances.

The fourth problem is the so-called "moral hazard" problem that blunts market discipline.

If market participants expect an official bailout of troubled borrowers, then private creditors will have little incentive to monitor the condition of borrowers. The international community committed about \$190 billion, of which about one-third was disbursed in the rescue packages for Thailand, Indonesia, Korea, Russia and Brazil. The Miyazawa Plan added about \$30 billion more. The Thai and Korean authorities issued broad guarantee announcements for bank depositors and creditors shortly after the outbreak of the crisis. Indeed, equity holders and to the lesser extent, bond-holders experienced significant losses in the Asian crisis and banks were hard-hit during the Russian crisis. We also need to keep in mind that moral hazard is a problem with all insurance arrangements. This does not mean that we should not have insurance, but that there is a need to limit the amount of payment or price of the insurance appropriately. A second caveat is that by providing emergency assistance to a liquid borrower and preventing a costly default and its spillover,

a "lender of last resort" can serve a useful function for the economy as a whole.

Still, there are three points of moral hazard that deserve emphasis. First, it is not convincing to argue that a repetition is unlikely just because the experience of the Asian crisis has been so costly for borrowers. That's the same argument that was made aftermath of the Mexican crisis, and we had the Asian crisis two years later. Second, default to rescheduling should not be considered a largely unanticipated event when creditors are sometimes receiving interest rates on emerging market securities anywhere from 300 to 5,000 basis points above U.S. treasury's. What are you getting the high interest rates for? The market system does not say you should get two scoops for assuming risk. One scoop in the form of a higher risk premium when you purchase the debt and the second scoop in the form of an official bailout, if things work-out badly. Third, if you want to see what happens when moral hazard gets very large, you only need to look to private capital flows to Russia and the Ukraine in the run-up to the crisis. Here, private creditors continue to pour lots of money into these economies because they assumed that given Russia and Ukraine's geopolitical importance, the G7 and the IMF would not allow them to devalue or default. Over the past two years, we have not made a lot of progress on the moral hazard issue. For example, we do not yet have a timetable for deposit insurance reform in most emerging economies, even though the major source of moral hazard occurs at the national level.

A second problem is that some IMF rescue packages have gone well beyond the Fund's normal lending limit. The normal lending limit for the Fund is 100%-300% of a country's quota in the Fund. The packages for Mexico, Thailand, Indonesia and Brazil had packages that were 500%-700% of their quotas, and for Korea, the package was 1900% of its quota. In thinking about the implications of smaller rescue packages, I would like to list a few points.

First, the packages should strictly adhere to normal access limits, which still permit Fund programs to reduce the recessionary impact of a crisis, to finance some smoothing in the foreign exchange market and to make a modest contribution toward the cost of banking reform and recapitalization. But, it would curtail the scope for supporting overvalued or fixed exchange rates and for bailing-out large uninsured private creditors.

Second, it is not obvious to us that there is a unique level of Fund financial support that is associated with regaining confidence in a crisis country. In recent experience, countries' conditions did not seem to stabilize right after the signing of a program. The return of confidence came later, when there was stronger evidence of both political leadership and concrete policy actions to address the underlying problems. Yes, smaller rescue packages

would probably imply that the developing countries would face a somewhat higher cost of borrowing and smaller flow of finance in the future. But since spreads on emerging market borrowings have been too low and the flow of capital to them too high in much of the 1990s, some moderate move in the other direction would not be a bad thing.

Third, how do we tilt the incentives to reduce the moral hazard? At the international level, the IMF should make it known that it would provide emergency assistance only when there is good prospect of the recipient country achieving medium-term balance of payments and debt viability. If the country has an unsustainable debt profile, then the IMF should ask, as a condition for its support, that debtors engage in good-faith discussions with private creditors with the aim of reaching timely agreement on a more sustainable profile. No category of debt, not Euro bonds or Brady bonds, should be exempt.

Fourth, to increase the orderliness and timeliness of debt rescheduling, all countries should commit to including collective action clauses in their sovereign bond contract. By all, I mean the U.S. as well. Such collective clauses make it harder and less profitable for a few rogue creditors to block a rescheduling that is in the wider interest.

The fifth and last problem deals with threat to the effectiveness of the IMF and the World Bank.

Ever since the Asian crisis broke out, there has been a barrage of criticism directed at the IMF. In the taskforces' view, a lot, but not all of that criticism have been misguided. As costly as the Asian crises have been, we probably would have seen deeper recessions, more competitive devaluations, more trade protectionisms, and far more human suffering had there been no financial support from the IMF. Here, we disagree sharply with the Meltzer Commission. We think the Fund and the Bank have made a positive contribution. However, this does not mean some reforms in the IMF are not needed. In particular, the IMF rescue packages have become too large and the IMF's mandate and conditionality have become too all-encompassant. The watchwords for the IMF lending should be "less will do more", while that for the IMF mandates should be "back to basics".

Well, how can we bring these desired changes into being? To reform the IMF lending practices, the IMF should adhere consistently to the normal access limits, that is, 100% of Fund quota on an annual basis and 300% cumulatively for country crisis. That is for crises that do not threaten a functioning of the entire international monetary system.

In the unusual case where there appears to be a systemic crisis, the IMF should turn to systemic back-up facilities, either the existing arrangement to borrow or a newly-created

contagion facility. The existing arrangement to borrow should be used when the country's problems are largely of its own making and when an IMF program is needed to correct them. The contagion facility would be used for cases of systemic contagion when the country is mainly a victim of a contagion. A new contagion facility should replace the contingency credit line and the supplementary reserve facility in the Fund. Activation of the contagion facility would require a super majority of the creditor countries contributing to it, to agree that it is a systemic crisis and that contagion facility would be funded by a one-time allocation of IMF special drawing rights. There would be an agreement that only developing countries could draw on the facility.

To reform the IMF's mandate and conditionality, the IMF should limit the scope its conditionality to monetary, fiscal, exchange rate, and financial sector policies. The World Bank should concentrate on longer term structural and social aspects of development. It should expand its work on safety nets, but should not be involved in crisis management, emergency lending, or macro-policy advice.

Well, you might think that this is pretty much what you have heard from the G7. Yes, there are some overlaps, but no, it's not the same set of recommendations. We take a tougher line on lender moral hazard and on private sector burden-sharing, attach a higher priority to refocusing the mandates of the Fund and the Bank, take a harder position on limiting IMF's support for adjustable peg regimes, prefer the IMF to be more explicit in identifying publicly which countries that are and are not meeting standards, take stronger a view on the need for the G7 countries, including the U.S. to lead the way on institutional changes in private capital markets, including the use of collective action clauses, and we favor a different design in funding mechanism for a contagion facility.

In the last week or so, another commission on the international financial architecture, the so-called "the Meltzer Commission" has issued its report. It is more radical in its recommendations than the CFR report. It has so far not met with bipartisan support.

My own view of the Meltzer Commission recommendations is that some of them are good and some are simplistic and counter-productive. I would not have been able to sign on to that report had I been a member. The report is useful in calling for smaller and more focused IMF, in trying to improve the incentives for upgrading financial systems in emerging economies, in seeking to get the IMF out of the poverty business, in counseling emerging economies to avoid adjustable peg regimes, and in recommending publication of IMF reports. These, I agree with, because they are also in the CFR report.

I think the Meltzer report is not sensible in trying to do away with IMF fiscal and monetary policy conditionality in favor of a few basic structural preconditions. Once you

get into a crisis, you will not get out of it without doing something in monetary and fiscal policies, it is not enough to say you have free entry into banking. I think the report is also misguided in ruling-out any IMF support for countries that do not meet structural membership conditions. In that case, Korea would not have been able to qualify for any IMF support. It is one thing to say packages are sometimes too large and that countries that behave better should get lower interest rates. It is another thing to say, if you do not meet any of the conditions, you will not get anything.

I think the report is also misguided in ignoring the merits of collective action clauses in sovereign bond contracts and not recommending holding taxes on capital inflows. And it is not good that the report largely ducks the issue of private creditor burden-sharing--that is a key issue in the creditor and borrowing countries.

Suppose the CFR recommendations were to come into being, how would they affect Korea? I see three effects. First, Korea would get more recognition and greater market payoff for the things it has been doing recently to reduce its crisis vulnerability, strengthening banking supervision in the financial sector and reducing currency and maturity mismatches. Second, because private creditors would know that they were more responsible for bearing the consequences of poor lending decisions, we should see less over-lending on the part of the banks in industrial countries. Third, if Korea has to go to the IMF in the future, the Fund's conditionality would be less intrusive and less wide-ranging, but the amount of financial support it could get would also likely to be smaller, unless there was a global crisis.

Question & Answer

Q In the case of Korea, Korea did have a peg exchange rate system at the beginning of the crisis and the government was very leery about changing the system, so it went first with widening the bands, and eventually doing away with it. Despite its fears, once it did away with the peg, it seems to help calm down the situation quite a bit after a couple of days. I think that lends some support to your view on the need to advise countries not to peg interest rates. I have a question on the third recommendation about the burden-sharing and collective action clauses. Can you explain exactly how that would work and would private creditors be prohibited from lending without those clauses in them?

A The purpose of collective action clauses is simply to make it easier to reschedule private debt when a majority of creditors want to do so and when it is in the debtors' interest. To do so, you would simply have these clauses put in the new bond contracts. If there is a problem, then it will be a majority decision. Without it, it will be very difficult to reschedule because you can have private suits, which would trigger cross-default clauses.

Many of these collective action clauses are in bank loan agreements, but they are not in bond contracts. The importance of its presence is that bond financing has become much more important in the past 10 to 15 years in developing country financing. It was not seen as important in Asia in the past. However, it will be important in the future because if it becomes very difficult to reschedule when there is a problem, then your options are very limited, often ending up with either a very large package, full of moral hazard problems, or a very chaotic rescheduling. The difficulty is that it is almost like a prenuptial agreement: the signing party becomes suspicious once asked to put such clause in contract, causing the lenders to charge higher interest rates. So, the solution would be to include the clause in all bond contracts, but thus far, the G7, particularly the U.S., has refused. And so, not much progress has been made in that regard. However, I think it would be one of the institutional changes that would be helpful in the architecture.

Q You mentioned that collective action clauses are included in many bank loan agreements. But in the case of Korea, I do not think the clauses were included during the financial crisis. Why was that?

A That is right. You can always try to do it without the clauses. However, it is much harder to reschedule if a clause was not included in the contract to begin with. In some cases, it has been done without the clauses, but in many cases, it was almost impossible, such as in the Russian case.

Q I think that the IMF can play a more important role in that regard because in the case of Korea, the U.S. Fed was actively involved. Maybe we should have IMF's functions revised so that it can play a role in rescheduling. What do you think of that?

A Well, the IMF is an important player. What we recommend in this report is that if

a decision has to be made to have a temporary payment standstill, the country should make that decision and the IMF should recognize it. The IMF should also take an activist's role in the sense that in very extreme cases, when it looks quite clearly that without some major rescheduling, the IMF should insist that here be such agreement as a condition for its own support. This issue of standstill has come up and some thought that the IMF articles of agreement should be changed so that the Fund has the power to do this. Others have argued that this is too intrusive; there are a lot of legal issues. So, I agree that the Fund should be a major player in these issues.

Q I was looking at the seventh recommendation regarding the verbal conference of finance ministers. It sounds like a global federal reserve board. What would be the constitution and representations? Would it be permanent?

A Initially, it was not meant to have a permanent body, but many of the people on the taskforce felt that once the crisis was advanced in its resolution, the problem of losing momentum would rise. So, the taskforce came up with a resolution to have a one-time special meeting to try to set timetables for doing some of these things and get the momentum going.

Q Recently, the ASEAN, Chinese, Japanese and Korean government representatives agreed on studying the setup of Asian facilities to aid crisis-stricken countries in the future. I understand that the IMF opposed the idea when it popped up several years ago. Is there a conflict between the IMF and the newly established facilities for Asian member countries?

A Well, we did talk about some regional arrangements in this report. You are right; the U.S. first opposed the Asian monetary idea, as did the IMF some years ago, when it was first brought up. I think the main issue is the conditionality. Would an Asian Monetary Fund have conflicting conditionality with the IMF? Obviously, there are a lot of financial resources in this region. If an Asian Monetary Fund were to advance funds with same conditionality as the IMF, there will be no problems. However, if it were to put forward a very different conditionality, then there is the potential for conflict because if you can get a lot of money in the region with less reforms or different reforms, then the IMF conditionality will become less effective. It all depends on whether you believe that the IMF conditionality is effective to begin with. If you

are worried about moral hazard, let's just say that when a lot of money is involved, both lenders and borrowers should be more careful.

Q What are the definition and scope of the new international architecture? Getting consensus on direct regulations on HLI has been very difficult, especially with the objections of the U.S. What is your opinion on direct regulations on HLI? There are two rules in private participation in crisis resolution: rule base and case-by-case. Which do you think is better?

A I would define the scope of international financial architecture as the institutions, policies, and practices that deal with crisis prevention or crisis resolution. The second deals with the "elephant in the pond" hedge fund issue. Some believe that there is very little you can do about hedge funds because they are offshore. I think the taskforce's view was that as long as the hedge funds fund themselves mainly by banks and security firms in G10 countries and as long as they are regulated, the cost of borrowing hedge funds are indirectly affected. Thus, by indirectly affecting the lenders' behaviors, we are indirectly affecting hedge funds themselves. We think the IMF should only make loans if there is private sector parallel burden-sharing. So that part is rule-like. Beyond that, I think you have to go case by case because every situation is very different and it is very difficult to come up with very detailed rules.

Q In your discussions, did you seriously consider the implementation of the Tolbin Tax?

A We did discuss it. There are many approaches. One is the liquidity defense where there is a very high bank reserve requirements for banks, which can be lowered during a crisis, or the Argentinean approach. The second is the Chilean approach where there is a round tripping tax, which is adjustable according to the economic environment. The third way would be to have a global system to deter a short-term in and out trading, which is very difficult. There is a need for a universal implementation to go on a global basis. What you see in Asia after the crisis is the build up of liquidity defense. The problem with the liquidity defense is that you need huge reserves. There is no one easy solution.

