



Series 02-07

Occasional Paper Series

아시아지역의 통화 · 금융 협력

Hanging Together: On Monetary & Financial Cooperation in Asia

Barry Eichengreen

University of California, Berkeley 교수

2002. 7. 8.

세계경제연구원

Institute for Global Economics

필자 약력

Barry Eichengreen

現 California(Berkeley)大 교수.

California(Santa Cruz)大 경제학과卒, Yale大 경제학 박사.

IMF 선임정책자문역, Harvard大 경제학과 교수 등을 역임하였으며, National Bureau of Economic Research(NBER)의 Research Associate로도 활동중임.

“Is the Crisis Growing More Sever?” 등 논문 및 저서 다수.

아시아지역의 통화 · 금융 협력*

Barry Eichengreen

본인은 아시아지역의 통화 · 금융 협력에 관한 전문가가 아니며, 이 주제에 대해서는 수년 동안 유럽 및 라틴아메리카에 관련된 연구를 해왔다. 그러나 현재 아시아에는 국제 통화 · 금융 협력에 관한 문제가 크게 논의되고 있음이 분명하다고 여겨지므로, 오늘 본인은 아시아지역의 통화 · 금융 협력에 대한 전망과 방향을 유럽 및 서반구에 비추어 살펴보고자 한다.

이를 위해 우선 주목해야 할 것은 아시아가 여타지역과 어떻게 다르며, 이러한 차이점들이 아시아의 지역협력이 생산적이며 긍정적인 효과를 얻도록 하는 데에 얼마나 큰 영향을 미치는가 하는 점이다. 이러한 내용은 잘 아는 것들이지만 그래도 중요하다.

첫 번째 차이점은 아시아 경제의 심한 이질성이다. 아시아 경제는 1인당 국민소득, 경제구조, 금융시스템의 발전단계, 그리고 경제관련 사항에 대한 국가 중요성의 측면에서 여타지역과 크게 다르다. 이 모든 관점에서 아시아 경제 상호간의 차이는 EU나 NAFTA 회원국, 또는 서반구 전체 나라들간의 차이보다 훨씬 더 크다. 따라서 진정한 문제는 이와 같이 이질적인 나라들이 협력 노력에 대해 취하고 있는 경제적 · 환경적 자세가 매우 다르다는 점을 극복할 수 있는지의 여부이다.

둘째, 아시아가 쉽게 터놓고 지내는 경제지역이 아니라는 것이다. 어떤 의미에서 아시아 내의 지역적 제안(initiative)들은 세계 여타지역에서 이루지는 것보다 의미가 덜하다. NAFTA의 역내무역 비중은 아시아보다 더 크다. 서유럽의 역내무역 비중도 아시아 전체보다 크다. 아시아의 모든 지역협의체는 이러한 점을 반드시 인식해야 할 것이다. 우리는 세계협력기구와 지역협의체의 양립성에 대해 깊이 생각할 필요가 있으며, 이러한 세계기구와 세계경제의 상호의존성이 파괴되지 않도록 제안들을 추진할 필요가 있다.

셋째, 서반구를 통합시키는 역할을 하는 미국과 같은 지배력 있는 경제 · 금융 세력이 아시아에는 없다. 서유럽의 경제 · 금융 통합을 추진해 온 프랑스-독일 연맹과 같은 뚜렷한 양극체제도 존재하지 않는다. 아시아 내의 이러한 통합과정은 세계 여타지역의 경우보다 훨씬 더 다극적인 체제를 바탕으로 하여 이루어질 것이다.

넷째, 아시아의 지역협력은 아시아인이 다른 사고방식을 지니고 있다는 점에서 차이가 있다. 경제학자들은 그렇지 않지만 정치학자들은 이러한 말을 한다. 아시아에는 여론에 의한 의사결정 전통과 국내문제

* 이 글은 2002년 2월 22일 세계경제연구원이 주최한 특별강연회의 강연내용을 번역 · 정리한 것임.

에 개입하지 않는다는 가정이 존재한다. 이는 다른 나라들의 경제·금융 정책 문제에 대해 아주 강력한 성명을 내는 OECD와 차이가 있다. 이와 같은 여론중시는 효과적인 협력을 도모하기 위한 무언의 압력을 어떻게 행사할 것인가 하는 부담을 준다. 하바드대학교의 리처드 쿠퍼(Richard Cooper) 교수는 여론중시는 좋은 매너(manner)를 중시하는 것이라고 하기도 한다

마지막으로, 동아시아의 지역주의 또는 지역주의를 도모하기 위한 현재의 노력이 많은 아시아 경제들이 특히 어려운 경제발전 단계를 맞고 있는 시점에서 발생하고 있다는 사실이다. 일본은 경제시스템을 바꾸어야 할 국면을 맞고 있으며, 지난 10년 동안 크게 성공적으로 이루어진 것이 없다. 아시다시피 중국은 국가주도 경제에서 시장주도 경제로 급속히 전환하고 있다. 1997~1998년의 금융위기는 한국과 아시아의 여러 지역에서 심도 있는 구조조정이 이루어지도록 했다. 이와 같이 유동적인 국면에서는 경제·금융 협력에 대한 부담이 생기리라는 것을 우리가 분명하게 이해하고 있느냐의 여부가 중요한 문제이다.

이러한 문제들을 마음속에 두고 본인은 경제·금융 협력에 대한 여러 가지 사항들을 연구해 왔다. 이는 본인의 지적 만족을 위해서 뿐만 아니라 세계은행(World Bank)이 “아시아의 기적(Asian Miracle)”이라는 책자를 발간한 이후 10년간의 아시아에 대한 전망, 특히 협력의 관점에 대한 연구를 의뢰해왔기 때문이다. 이 연구의 배경을 여러분들에게 설명하고자 한다. APEC 재무장관 회의, 동아시아 및 태평양 중앙은행 총재회의, 그리고 소위 6개시장 그룹(Six Markets Group) 등과 같은 협의체들을 구축하기 위해 많은 노력들이 있었다. 협력을 위한 여러 가지 노력들이 계속되고 있으며, 이 모든 노력들은 기술지원 확대와 통화정책 및 금융시장 강화에 초점을 두고 있다. 이러한 것들은 모두 통화 및 금융 협력을 증진시키는 방향으로 진일보 하기에 적당한 노력들이다.

아시아 지역의 체계적인 통화 및 환율 협력에 대한 더욱 야심찬 주장인 두 번째 제안이 있다. 이 제안은 집단고정환율제도(collective peg system)를 지향하는 것 같은데, 아시아 각 지역의 통화가 달러, 엔, 유로화에 대해 받는 영향을 최소화하는 집단 바스켓 고정환율제도(collective basket peg system)가 바람직하다는 것에 초점을 두고자 하는 것이 지배적인 설명인 듯 하다.

이와 같은 제안은 작년 제3차 아시아-유럽 재무장관 회의를 위해 일본과 프랑스 공무원들이 준비했던 보고서로 인해 주목 받게 되었으며, 또 이 제안에 대한 학술적 및 준(準)학술적 논문들도 다양하게 발표되었다. 예를 들면 존 윌리엄슨(John Williamson)은 이 제안이 어떻게 작동되어야 할 것인지에 대해 훌륭한 견해를 피력한 비교적 완벽한 논문을 발표한 바 있다.

마지막으로, 아시아통화기금을 위해 1997년에 제출된 제안이 있다. 이것은 여러분 모두가 아시다시피 단기적으로는 아무런 진행이 없었다. 그러나 장기적인 관점에서는, IMF의 조건 및 기존의 다른 다자적 제한사항들과 일치되는 방식으로 구성된 체계적인 통화협력의 필요성으로 인해 아시아 지역의 많은 사람들이 깊은 인상을 가지고 있었다고 생각된다. 여기에서 나온 것이 아세안(ASEAN)+3 국가간의 중앙은

행 스왑(swap)협정을 이루지는 치앙마이 이니셔티브(Chiang Mai Initiative)이다. 실제로 현재 스왑네트워크(swap network) 협상이 계속 성공해 왔거나, 이러한 협상이 성공적으로 이루어지고 있다는 것은 분명하다.

이 모든 것들은 어떠한 결과를 나타낼 것인가? 이는 미래에 대해 어떤 징후를 나타내는가? 보다 체계적인 협력 확대를 위한 방향으로 움직이고자 하는 많은 노력들의 정확한 결과는 무엇인가?

이와 같은 문제를 설명하기 위해서는 한 걸음 물러서서 몇 가지 질문을 해보아야 한다. 독자적인 아시아 통화·금융 협력기구를 창설함으로써 아시아에 금융안정지역을 만드는 것이 현실성이 있는가? 금융시장, 문제점 및 제한사항들이 세계적이며 그 과정이 세계수준에 합당한 것이어야 하기 때문에, 지역차원에서 이러한 과제들을 추진하는 것이 정말 불가능한 것인가?

다른 방식에서 본다면 지역협정이 합당한 것이라고 말할 수 있을지도 모른다. 그러나 우리는 지역협정을 금융시장과 여타 기구들의 세계성과 일치하는 방식으로 구상해야만 한다.

그렇다면 이는 유럽이 가지고 있는 것과 같은 이러한 문제를 아시아가 해결할 수 있다는 의미인가? 이에 대한 질문을 함으로써, 본인은 앞서의 주제로 돌아가 본인의 견해를 피력하고자 한다. 유럽은 대륙 전체 차원의 경제·금융협력기구를 창설하였는데, 이 기구는 지역적이기는 하지만 동시에 세계의 각 상대방들과 연계되어 있다. 이와 같은 것이 앞서 설명한 특수한 모든 제약과 환경에 처해 있는 아시아에서도 가능한 것인가? 아시아 국가들이 이 일을 어떻게 착수할 것인가?

간단히 말해 본인의 견해는 아시아에 지역차원의 기구를 창설하여 더욱 밀접한 협력관계로 나아가는 것이 타당하다는 것이다. 하지만 이러한 협력 노력의 중심부분에 집단고정환율제도를 둔다는 것은 합당하지 않다. 고정환율제도는 취약하여 외환보유고를 많이 가지고 있는 나라들조차도 위기를 맞기 쉽고, 방어하기가 어렵다는 것은 수십 년간의 경험으로 나타났던 것이다. 이는 국제금융시장의 엄청난 유동성 때문이기도 하다. 각국 정부들은 고정환율 방어라는 근본적인 제약을 갖게 된다. 정치적으로는 다른 집단들과의 경쟁을 깊이 생각해야 하므로, 다른 주요 정책과제들보다도 고정환율 방어조치를 항상 중요시하게 된다.

치앙마이 이니셔티브(CMI)의 스왑협정 시스템이 크게 확대된다 하더라도 아시아 국가들이 집단고정환율제도를 방어하기에는 불충분할 것이다. 실제 이 시스템을 만들려고 한다면 비싼 대가를 치루는 실수가 될 수 있다. 이 시스템을 만드는 데에는 엄청난 비용이 들 것이며, 이는 시장의 압력으로 붕괴될 수도 있다. 또 국제협력의 이점을 중시해온 사람들의 주장을 퇴색시킬 수도 있다. 환율협력에 초점을 두는 것은 현안과제를 과도하게 될지도 모른다.

현안과제는 자체적인 환율을 설정하는 것이 아니다. 오히려 근본과제는 금융기관을 강화시키는 것이

며, 주식시장이 발달하지 않은 나라와 자산 및 부채로 일컬어지는 자국통화 채무시장이 발달하지 않은 나라의 금융시장을 개발하는 것이다.

아시아가 진정으로 바라는 것은 금융안정 지역이다. 금융안정 지역을 이루는 방법은 환율에 초점을 두는 것이 아니라 금융시장의 취약성과 미성숙에 초점을 두는 것이다.

이러한 점을 중요시했기 때문에, 아시아 지역의 경제·금융 협력에 중점을 둔 본인의 생각은 아시아금융기구(Asian Financial Institute: AFI) — 마땅한 다른 명칭이 없어서 본인은 이렇게 부른다 — 와 같은 기구가 설립될 수도 있다는 것이었다. 그리고 이 아시아금융기구는 환율협력이 아닌 금융시장의 강화 및 발달에 초점을 두게 될 것이다.

이 기구는 금융시장 규제기준을 설정하는 권한을 가지며 금융시장 발전을 증진시키는 정책들을 찾아낼 것이고, 금융시장을 강화, 안정, 발전시키기 위한 각국의 제안들을 조정하는데 도움이 될 것이다. 또한 이 기구는 공동채택된 권고사항에 대한 각국의 불만들을 수렴할 것이며, 각국을 동참시키기 위해 적절한 외교적 인센티브(당근과 채찍의 방식으로)를 적용할 수도 있을 것이다.

중국, 한국, 일본을 포함한 아세안+3는 아시아금융기구 설립에 필연적인 근거가 될 것이다. 이것이 본인의 핵심적인 주장이다. 그러나 시간관계상 본인은 환율문제의 부정적 측면에 대해 간략하게 설명한 다음, 본인이 생각하는 이러한 주장의 긍정적 측면과 아시아금융기구의 필요성에 초점을 두겠다.

앞서 언급한 바와 같이 아시아가 역내 통화문제에 대한 공동해법을 연구해야 한다는 주장을 해온 학자들이 많이 있다. 그들은 아시아 경제가 국제무역 및 국제금융흐름에 아주 개방적이어서 아시아의 환율이 안정될 필요가 있다고 주장한다. 이는 국제거래가 보다 밀접하게 이루어지는 전형적인 다른 경제지역들에 비해 아시아 지역의 환율변동이 더욱 혼란스럽다는 것을 의미한다.

이 학자들은 역사적으로 환율안정이 아시아 지역의 수출주도형 경제성장에 중요한 역할을 해왔다고 보고 있다. 그들은 아시아가 환율문제로 인해 1990년 중반부터 경제성장을 회복 유지하는데 어려움을 겪어왔다고 한다. 지금 그들은 엔화 하락으로 인해 다시 불평을 하고 있다. 이는 현재의 논쟁을 해결할 필요성의 문제이며, 아시아 지역의 고정환율제도에 대한 합의는 치앙마이 이니셔티브에서 제안된 협상을 통해 해결하는 것이 최선이 될 수 있다. 이 협상에는 각 고정환율에 동일한 비중을 두는 것과 스왑라인(swap line)의 활용, 그리고 여기에 참여하고자 하는 통화의 약세를 지원하기 위한 기금 문제가 포함되어야 할 것이다.

이러한 종류의 시스템을 구상하기 위해서는 주로 기술적인 부분에서 문제가 많이 나타난다. 이러한 것들은 모든 참가국을 만족시킬 것인지의 여부에 대한 실제 아주 심각한 문제들이다. 다시 말해 이와 같은

것이 제기하는 문제는, 만약 환율제도의 구조가 일부 국가의 필요성에 맞지 않아 만족하지 못할 경우 그 국가들이 막대한 자원을 정말 내어놓을 것인가 하는 점이다. 그 국가들이 자국의 경제적 요구에 부응하지 않는 제도를 유지하기 위해 다른 국내 정책목표들을 진정 무시할 수 있겠는가?

존 윌리엄슨과, 프랑스 및 일본 정부 연구팀은 아시아 국가들이 엔화와 달러 그리고 유로화의 비중을 다른 모든 나라들이 합의하는 통화바스켓 내에 반드시 두도록 하는데 동의하는 것은 아주 간단할 것이라고 한다. 그러나 실제적인 면에서 이는 그리 단순하지 않다. 경제구조, 수출방향, 그리고 이와 관련된 미국, 일본, 유럽의 시장이 다르다. 경제발전이 지속되고 전문화가 빠르게 진행됨에 따라, 이러한 차이점들과 수출방향, 통화바스켓 내의 비중에 대한 욕구가 지금보다 앞으로 더 확대될지도 모른다.

집단고정환율제도를 제시하는 사람들은 과거에 각국 정부가 환경변화에 따른 고정환율 변경의 필요성을 인식하지 못했기 때문에 이 제도가 작동을 하지 않았다고 한다. 그들에 의하면 우리가 제안한 새로운 환율시스템이 더욱 강력해진다는 것이다. 이러한 시스템은 환경이 변할 경우 각 나라들이 고정환율을 조정하도록 할 것이므로 더욱 훌륭하게 작동할 것이다.

본인은 이러한 것이 바람직한 생각이라고 여긴다. 각국 정부가 이러한 방향으로 정책자세를 취할 수 있게 된다면 좋을 것이다. 그러나 실제로 각국 정부가 고정환율을 실시할 경우 환율조정을 극히 꺼려한다. 환율고정을 약속한 시장에 확신을 주기 위해 각국 정부는 매일 아침 환율을 시장에 고시해야만 한다. 이는 매우 난처한 일이 될 것이다. 그리고 “그것은 어제 일이고, 오늘은 환경이 바뀌었으므로 환율을 변경할 필요가 있다”고 한다면 정부의 위신이 손상될 것이다.

따라서 정부는 필요한 환율조정의 합리적 시점을 놓치게 될 것이다. 이는 정부가 단순히 완고하다거나 문제를 제대로 인식하지 못해서가 아니라 이와 같은 근본적인 딜레마에 빠져있기 때문이다. 우리 대부분이 알고 있듯이 작년에 아르헨티나에서 나타났던 것처럼 경제의 경쟁력을 재축적하는 시발점이 되도록 환율을 변경할 필요가 있다는 것은 아주 분명해졌다. 그러나 정부는 그렇게 하지 않았으며 이러한 생각을 심사숙고하는 것조차 거부했다. 그 결과 나타난 것은 경제하락의 심화였다.

지금까지의 모든 고정환율제도는 비록 유연성을 갖추도록 고안되었다 하더라도 점차 경직되어 갔다. 1945년부터 1970년 초에 이르는 브레튼 우즈(Bretton Woods)체제는 조정가능한 고정환율을 염두에 두었다. 그러나 고정환율은 같은 이유들로 인해 거의 조정이 불가능했는데, 즉 고정환율의 조정은 정치적으로 곤란했고 금융혼란을 야기하기 때문이었다. 이와 마찬가지로, 유연성이 있으며 환경변화에 따라 환율이 조정되는 집단고정환율제도에 대한 생각은 환상이다. 고정환율은 이러한 방식으로는 작동되지 않는다.

이러한 것이 함축하고 있는 의미는 아시아 지역의 고정환율제도가 점차 경직될 것이므로 계속 취약해

질 것이라는 점이다. 즉, 이러한 환율체제 내에 압력이 생기며, 참가 중앙은행 및 정부의 막대한 기금보유액은 곧바로 금융시장이 지탱할 수 있는 거대한 유동성에 비해 아주 적은 것으로 나타나기 시작하는 것이다.

이러한 모든 것들로 인해 본인은 아시아 국가의 집단고정환율에 대해 회의적으로 생각한다. 근본적인 문제는 아시아 국가들이 지역협력을 위해 집단고정환율을 사용해야 한다는 믿음이다. 이는 각국의 구조가 크게 다르다는 사실과 어떤 종류의 환율체제와 통화제도가 자기에게 적절한 것인가를 아시아 국가들이 간과한 것이다.

한국을 주축으로 하는 아시아국가 그룹이 있다. 이 그룹은 보다 발달된 금융제도를 가지고 있으며, 금융안정을 이루는 통화정책과 낮은 인플레이션을 운영함으로써 경제조건 변화에 대응하여 움직일 수 있도록 인플레이션 목표를 가동할 수 있는 보다 강력한 구조를 가지고 있다. 인플레이션 목표는 이러한 국가들에게 좋은 일이다. 인플레이션 목표를 채택할 수 있는 아시아 내의 여타 중간 및 고소득 국가들을 열거해 보면, 태국과 같은 나라는 이 제도를 이미 시행하고 있고 필리핀 등과 같은 나라들은 곧 실시할 예정이다.

한편 아시아에는 저소득국가들도 있는데, 예를 들면 ASEAN의 신규 회원들인 이들은 가까운 시기 내에는 인플레이션 목표제도의 필요조건을 갖추지 못할 것이다. 왜냐 하면 환율을 고정시킨 후 이러한 고정환율을 지탱하기 위해 자본통제를 해야 하는데, 이들은 금융시장이 비교적 덜 발달되었기 때문이다. 자기에게 적절한 통화정책과 환율이 다른 만큼 이러한 국가들의 구조는 아주 다르다. 이와 같은 국가들을 동일한 환율체제에 강제로 참여하도록 하는 것은 장기적인 해결책이 되지 못할 것이다.

이러한 것이 부정적인 측면의 개요이다. 지금부터는 긍정적인 측면을 살펴보겠다.

통화체제가 원활하게 작동하도록 하기 위해서는 국내 금융시장을 개발할 필요가 있다. 한국은 인플레이션 목표제도를 실시할 수 있는데 이는 최근 수년동안 채무시장과 주식시장의 발전을 이루어 왔기 때문이다. 시장의 유동성이 깊고 풍부해질수록 인플레이션 목표제도와 같은 정책이 효과적으로 작동할 수 있게 된다. 이와 같이 아시아 지역의 협력을 보다 긴밀하게 추진하는 배경에 있는 근본적인 욕구는 금융안정지역을 만드는 것이다. 이를 위한 핵심과제는 금융시장을 강화하는 것이며, 감독 및 규제를 강화하는 것이고, 심도 있는 금융시장을 만들어 시장이 보다 훌륭하게 스스로를 지배할 수 있도록 하는 것이다. 그래서 본인이 아시아금융기구의 창설을 제안하는 것이다.

아시아 국가들이 자국의 금융시장을 발전·강화시킬 필요가 있다는 것은 분명하다. 그러나, 왜 개별 국가가 스스로 이를 해낼 수 없는가? 왜 이와 같은 과정을 추진하기 위한 협력이 필요한가?

아시아 국가들이 자국 금융시장을 강화시키기 위해 단순히 개별적으로 노력하는 것이 아니라 지역 내

에서 협력하고자 한다면, 이러한 과정이 보다 신속하게 이루어질 수 있는 3~4가지 이유가 있다. 그 중 하나는 대등해지고자 하는 압력이다. 만일 인접국가들이 느리게 진행하고 있는 국가들을 더 빠르게 진행하도록 격려한다면 그 국가들은 더 빠르게 움직일 수 있을 것이다. 기술지원과 전문지식 공유가 도움이 될 것이며 지역협력은 이러한 측면에서 유익하다. 이웃국가들에 대한 시장점유율 상실을 두려워하는 국가들은 필요한 조치를 취하기 꺼려한다. 만약 여러 국가들이 자국 은행들에 대한 자본조건을 증가시킬 경우 그 은행들이 국제거래를 하기 위한 비용은 더욱 높아질 것이다. 모든 사람들이 동시에 자본기준을 증가시키기만 해도 이러한 움직임은 쉽게 빨라진다. 규제수단의 다양성에 대해서도 비슷한 주장이 있을 수 있다. 모두 함께 움직인다면 이러한 움직임은 더욱 빨라진다.

또한 아시아 지역의 많은 금융문제가 특별히 아시아적이라는 사실도 있다. 아시아 국가들은 자기 주변국들에 대한 문제를 워싱턴DC보다 더 잘 이해하고 있다. 아시아 국가들은 많은 비슷한 문제들을 공유하고 있으며 일부 유사한 경제정책, 예를 들면 무거운 기업부채나 국가주도 금융제도와 같은 정책들도 공유하고 있다. 이는 아시아 지역에서 공통되었던 초기 개발모델에서 기인하였다.

이 모든 것들이 협조적으로 이루어진다면 이러한 과정이 더 빨라질 수 있으며, 이에 대한 조직적인 협력사례로 아시아금융기구를 드는 것이다. 본인은 이 기구가 아시아 지역의 금융 안정과 발전을 증진시키기 위한 제안들에 대해 명시적인 조정권한을 가져야 한다고 생각한다. 이 기구는 회원국들에게 기술을 지원하며, 금융감독관, 증권감독관 및 회계사들을 위한 훈련프로그램을 운영하게 될 것이다. 국제결제은행(Bank of International Settlement)이 회원들에게 제공하는 것과 같은 중앙 금융서비스도 제공된다. 또한 이 기구는 회원들에게 자본 및 유동성 조건과, 정보공개, 주식상장 및 기업지배 기준에 관한 일반적인 협상을 허용한다. 한국이 재구축하여 발전시켜왔던 모든 것들이 아시아금융기구 체제하에 지역적 차원에서 고안·협상될 수 있다.

그리고 이 기구는 회원국들이 합의한 기준과 규정들을 준수하도록 감시할 것이다. 이 기구는 공식발표와 무언의 압력을 사용하여 회원국들이 자국의 금융배열을 조정하지 않도록 권장한다. 또 이 기구는 통화, 재정 및 규제정책을 조정하도록 하여 금융개혁이 아시아 지역 전반에 걸쳐 점차 이루어지도록 한다. 회원국 중 하나가 금융배열을 조정하여 금융문제에 빠지는 예외적인 환경에서는 스왑라인을 설정하여 그 국가가 붕괴상황을 극복하도록 지역간 금융지원을 할 수도 있다.

이러한 점으로 인해 본인은 이러한 종류의 제안에 대한 논리적 기반이 ASEAN+3라고 생각하는 것이다. 다른 그룹들은 주요 참가국 중 일부를 배제하거나 아시아 지역을 대표하지 않는다. ASEAN만으로는 아시아 지역의 3대 경제를 포함시키지 못한다. 그리고 APEC에는 미국을 비롯한 다른 경제환경과 문제를 가진 여러 라틴아메리카 국가들이 포함된다. 아시아개발은행(ADB: Asian Development Bank)은 미국과 태평양지역의 다양한 소규모 국가들이 회원국이기 때문에 적절한 기반이 되지 못한다. 또한 ADB는 금융발전 증진이 아닌 아시아 지역의 빈국들을 지원한다는 또 다른 임무가 있다.

결국, ASEAN+3가 이에 대한 적절한 기반이 된다. 왜냐 하면, ASEAN+3는 이미 치앙마이 이니셔티브의 기반이기 때문이다. 치앙마이 이니셔티브를 통해 이미 감독절차가 자리를 잡았고 금융지원 시스템이 이루어져 있다. 치앙마이 이니셔티브가 아시아금융기구 창설의 기반이 된다면 스왑라인이 어떻게 설정되고 사용될 기금이 무엇인지 분명해질 것이다. 이러한 것들이 환율을 고정시키는데 사용되어서는 안될 것이며, 이미 본인 설명한 바와 같이 고정환율은 위험스러운 것이다. 이와 같은 것들은 금융규제의 개선과 금융시장을 개발·육성하는데 사용되어야 한다. 이것이 아시아가 정말 필요로 하는 것이다.

감독에 대한 아시아적 접근방식 하에서 아시아금융기구가 작동하겠는가 하는 문제가 있을 수 있는데, 여기에는 강력한 무언의 압력이 필요할 것이다. 주변국들 중 하나가 금융체계가 발전할 수 있도록 자국내 감독 및 규제 개선에 필요한 조치를 취하지 않을 경우 각 국가들이 그 국가를 지적하도록 해야 할 것이다. 그러나 아시아 지역 국가들이 기꺼이 이웃국가를 지적하여 필요한 조치를 취하지 않았으니 정책을 변경할 필요가 있다고 말하겠는가 하는 것이 문제이다.

두 번째 문제는 확연히 다른(단지 아시아의 개발모델이 달랐다는 것에서 오는 차이를 말함) 아시아의 금융규제에 대한 접근방식이 세계 기준과 규정만큼 활발하겠는가 하는 점이다. 우리는 아시아금융기구의 감독 및 규제에 대한 접근방식이 해이해지기를 바라지 않는다. 엄격한 구상과 집행을 보장하는 지역 협정을 만들 수 있는 방법은 무엇인가?

회계, 금융시장 개발, 그리고 세부적인 감독 및 규제에 대한 세계기준은 진정 아시아의 모델과 양립할 수 없는 것인가? 경제성장에 대한 아시아의 접근방식이 정말 너무 달라서 세계기준 설정방식에서 벗어나는 일련의 다른 기준과 규제가 필요한가?

이러한 것들은 해답이 없는 큰 문제이며, 아시아 지역 내에서 금융협력이 계속 추진되기를 바란다면 제기할 필요가 있는 문제이다.

질 의 · 응 답

[질 문] 오늘 아침 귀하의 연설은 매우 도움이 되었다. 하지만 아시아금융기구 설립에 대한 귀하의 생각이 실현되기에는 오랜 시간이 걸릴 것으로 여겨진다. 미주대륙개발은행(Inter-American Development Bank) 설립에 100년 이상이 걸렸으며, 유럽공동시장과 함께 출발한 유럽통화동맹(EMU: European Monetary Union)은 50년 이상 걸렸다.

이미 아시아개발은행이 지역 금융기구으로서의 역할을 하고 있다. 또 하와이 동서센터(East-West Center)의 동북아경제포럼(North East Economic Forum)이 주도하는 동북아개발을 위한 협의체도 있는데, 여기에서 지난 10년 동안 많은 회의가 열렸다.

귀하는 중앙은행의 조정활동이 없는 이러한 환경 속에서 아시아금융기구가 미국의 강력한 지지를 받을 수 있다고 생각하는가? 왜냐하면 이 기구는 하부 지역시스템이 될 것이기 때문이다. 또 귀하는 일본 엔화 블록과 급부상하는 중국 위안화 블록 사이에 충돌 가능성 있을 것으로 보는가?

[답 변] 아시아 지역 내에 이미 진행중인 협력 제안들이 많다는 것은 사실이다. 그러나 그것들 중 완전하게 금융 감독 및 규제 강화에 초점을 둔 것은 하나도 없다. 이 제안들은 금융시장을 조성하려고 하지 않는다. 또 금융시장을 조성하고 이러한 시장을 규제하는 일련의 기준을 개발하는 데에 기술적 지원을 결합시키지 않고 있다. 그리고 이 제안들은 어느 한 나라가 위기에 처했을 때 필요한 금융지원이 누락되어 있다. 따라서 본인은 이러한 일들을 맡을 한 가지 사례가 아시아금융기구라고 생각한다.

미국이 이 기구를 지지할 것인가 하는 것은 아주 훌륭한 질문이다. 아시아통화기금(Asian Monetary Fund)에 대한 클린턴 행정부의 강한 부정적 반응이 이 제안의 계기가 되었다고 여겨지는데, 이 제안은 비슷한 수준을 유지하고자 하는 세계적 노력과 상충될지도 모른다. 아시아금융기구는 아시아 국가들이 세계기준과는 다소 다른 기술 및 규정을 개발하도록 할 수 있겠지만, 세계기준 설정과 규제노력에 배치되지 않아야 할 것이다.

중국과 일본이 이러한 협정 개발을 위해 공동노력을 할 것인가에 대해서 본인은 귀하의 견해에 동의한다. 이는 아시아 지역에서 진행하고자 하는 모든 협력제안에 대한 큰 과제이다. 양국간 중개자 또는 대담자로서 한국의 역할이 있다는 것은 분명하다. 그러나 이러한 일들을 추진하기 위해서는 양 대국이 반드시 합의해야 할 것이다.

[질 문] 가장 성공한 지역협력 사례는 유럽과 북미지역이다. 그러나 어느 경우도 지역적 공감대를 가지고 시작하지는 않았다. 유럽연합(EU)은 프랑스와 독일의 양극체제로 시작했는데 그 당시 이러한 체제는 확대일로에 있었다. 이와 유사한 유형이 아시아에서 나타나고 있는지도 모른다. 아시아 지역에 대한 본인의 경험에서 볼 때, 아시아 국가들이 어떠한 합의를 한다는 것은 고양이 떼를 모으는 것처럼 그리 희망적이지 못하다. 따라서 아주 중요한 사례가 있는데, 그것은 캐나다와 미국처럼 한국과 중국이 양극, 양자간 경제협력협정을 이루도록 노력하는 것이다. 이것이 성공할 경우 아시아의 나머지 지역들이 하나씩 그리고 한 단계씩 이 협정에 가입할 것으로 생각된다. 이에 대한 귀하의 견해는 어떠한가?

[답 변] 이 문제에 대한 양자간 접근방식은 무역 및 외국인 직접투자에 있어서는 타당한 것이며, 양자간 자유화는 아주 유익할 수도 있다. 그러나 지역 금융시장 조성과는 같은 것에 대해서는 단순히 양자간보다는 그룹으로 추진하는 것이 더 나을 것으로 생각된다.

[질 문] 아시아금융기구에 대한 구상을 보고서로 낸 적이 있는가? 그렇다면 그 보고서를 구하고 싶다.

귀하는 동아시아 지역의 통화통합 전망에 대해 아주 비관적이지만, 거기에 소요되는 기간에 대해서는 언급하지 않았다. 만일 50년이 지난 후에도 귀하는 여전히 같은 견해를 피력하겠는가? 유럽의 경우를 보면 이 문제는 오랜 시간이 걸렸다. 만일 오랜 시간이 주어진다면 통합에 대한 전망을 할 수 있겠는가?

그러나 그 전에 우리는 첫 번째 단계를 거쳐야만 한다. 귀하의 강연에서 언급되지 않은 이 첫 번째 단계는 거시적 관리에 대한 정책대화와 무언의 압력이다. 예를 들어 만일 동아시아 국가들이 함께 모여 일본의 상황에 대해 논의하고 일본의 침체를 해결할 방법을 찾는다면 동아시아 국가들에게 큰 이익이 될 것이다. 말하자면 이러한 논의들은 환율의 유연성을 더욱 증가시키는 첫 번째 단계이다. 이와 같이 조그만 일부터 시작할 경우 이는 실제적이고 실천 가능한 일이며, 우리는 통합을 이룰 수 있다. 장기적인 틀을 가시화 하고 이러한 과정에 한걸음씩 접근한다면 거기에 동아시아 통화통합의 미래가 있는 것이다.

귀하가 마지막 질문 두 가지를 했을 때, 귀하가 인식하고 있는 아시아적 방식이나 아시아적 태도로 인해 아마 귀하는 큰 위협을 받고 있다고 느껴졌다. 본인은 동아시아 금융위기가 우리의 정신과 전망에 영향을 미쳤다는 점을 말하고 싶다. 우리는 아시아적 방식이라고 생각했던 것에 대한 믿음이 점점 줄어들고 있다. 본인은 아시아적 방식에 대해 귀하가 염려하는 만큼 염려하지 않는다.

예를 들면, 현재 동아시아에는 이미 진행중인 많은 제안들이 있다. 귀하는 치앙마이 이니셔티브를 언급했지만, 중앙은행 총재단 회의도 있고 초기 단계의 감독과정을 수행하는 마닐라그룹(Manila framework group)도 있다. 이러한 과정에서 볼 때, 남미 국가들간의 논의 속에 실제적인 지역금융협정이 나타나고 있는가?

[답 변] 지금부터 50년 후에 나타날 아시아의 통화·금융체제는 본인의 생각을 분명하게 말하기에 너무 먼 것이다. 하지만 아시아의 정치적 출발시점이 유럽이나 북미와는 매우 다르다고 생각된다. 본인의 캐나다 친구들에게는 미안한 일이지만, 일본, 한국, 중국을 포함하는 아시아 단일통화보다는 북미 단일통화가 먼저 이루어질 것으로 여겨진다. 왜냐하면 정치적 출발시점이 아주 다르기 때문이다.

그러나 단일통화를 추진하려는 압력은 지난 50년간의 유럽보다 더 강할 것이다. 금융시장이 커졌으며, 아직도 점점 커지고 있다. 그리고 일이 잘못될 경우 생겨날 취약성도 더 커질 것이다. 그러므로 독자적인 단일통화에 대한 욕구도 이에 상응하여 더 강해질 것이다.

아르헨티나 위기 이후 남미 단일통화에 대한 남미 국가들의 회담이 다시 열리고 있으며 신문에도 다시 등장하고 있지만, 그것은 왜 단일통화를 해야 하느냐에 대한 것이다. 위기를 겪을 때마다 사람들은 환율이 문제이며 단일통화가 해결책이라고 생각한다. 아르헨티나의 경우 본인은 환율이 근본적인 문제라고 생각하지 않는다. 취약한 정치구조와 좋지않은 정책구조가 문제였다. 단일통화로 가는 것이 해결책은 아니다.

이 점에 대해 언급하자면, 남미에 있는 본인의 친구들 중 일부는 단일통화에 관한 논의가 유익

한 것이라고 생각한다. 왜냐하면 남미 국가들이 단일통화로 통합하고자 할 경우 각 나라들은 자국의 경제상황이 건실하다는 것을 다른 나라들에게 지속적으로 보여주하고자 하기 때문이며, 문제가 있는 나라들은 자국의 구조적·정치적 문제들을 해결하기 위해 건실한 경제상황을 이루도록 더욱 신속하게 조치를 취해야 하기 때문이다. 따라서 브라질 사람들은 이러한 논의가 아르헨티나에게 필요한 조치를 취하도록 큰 압력을 주기 때문에 유익하다고 생각한다.

마지막으로, 오늘 강연과 관련한 보고서는 본인의 웹사이트에 있다. 보고서의 제목은 “Hanging Together?”이며, 아시아 지역의 통화 및 금융 협력에 관한 것이다.

[사회자설명] 최근 아시아 금융위기로부터 얻은 가장 중요한 교훈 중 하나는 자본계정을 자유화할 경우 그 순서가 매우 중요하다는 것이다. 국내 금융부문이 아주 건전하고 신중한 감독 및 규제 하에서 건실하게 이루어지지 못한 상태라면, 자본계정 특히 단기 자본계정을 개방한다는 것은 매우 위험한 일이다. 장기 자본계정에서부터 개방하여 단기 자본계정으로 가야 한다. 한국은 단기 자본계정부터 개방하여 장기 자본계정으로 가는 아주 큰 실수를 범했다.

이번 강연에서 귀하는 경제협력 순서의 중요성을 지적하였다. 마찬가지로 각국들은 금융협력을 먼저 한 후 순서에 따라 통화협력으로 가야 한다. 본인은 이러한 점에서 치앙마이 이니셔티브가 앞으로 제도화되어 귀하가 언급한 것과 같은 종류의 기구가 되기를 바란다.

필요한 힘을 얻기 위해서는 제한조건이 따른다. 인센티브(incentive)를 가지고 보답으로 무엇인가를 주어야만 하는데, IMF가 시행하는 조건부 대출이 이와 같은 경우이다. 이러한 것이 없다면 각종 기준과 조건들은 적용되지 못할 것이다.

본인은 치앙마이 이니셔티브가 앞으로 제도화되어 공공기구가 되기를 바란다. “AMF”가 나쁜 이미지를 준다면 “AMF”가 아닌 다른 이름으로 할 수도 있다.

예를 들면, 한국 사람들은 9·11 테러사태 이후 미국의 정신적 변화를 이해하지 못한다. 본인의 친구들이 작년 크리스마스 때 탄저균 공포로 인해 카드를 보내는 일까지도 꺼려했던 것으로 본인은 알고 있다. 이러한 정신적 변화는 한국 사람들이 1997~1998년에 겪었던 바로 그것이다. 아시아 금융위기는 한국의 정신적 구조를 변화시켰다. 한일정상회담에서 양국 수반이 자유무역지대에 대해 언급했던 것을 보라. 아시아 금융위기 이전에는 상상도 할 수 없었던 일이다. 이러한 형태의 협력은 금융위기가 발생하지 않았을 때보다 훨씬 더 빠르게 진행될 것이다.

그러나 이러한 논의를 하고자 하는 마음이 있다 하더라도 통화협력이 빠르게 진행될 것이라고는 생각되지 않는다. 이는 바람직한 것이 아니다. 이와 같은 통화통합이 이루어지도록 충분히 국제화된 기축통화가 있어야만 한다. 현재에는 엔화가 충분히 국제화 되지 못했기 때문에 이러한 기축통화가 없다. 엔화가 아시아 지역의 중심통화가 아니라면 고정환율제도나 바스켓 고정환율 제도를 채택할 수 있는 방법은 무엇인가? 이 점이 금융협력을 먼저 추진한 연후에 통화협력을 추진해야만 하는 이유 중 하나이다. 적절한 순서를 지키는 것이 아주 중요하다.

[질문] 이 아시아통화기금은 어떤 국가가 회원국이 되며, 주요 투자국은 누가 될 것인가? 또 귀하는 언

제쯤 “AMF”가 실현되며, 얼마나 효율적일 것으로 생각하는가? 이러한 “AMF”와 IMF, IBRD간의 관계는 어떻게 될 것인가? 대출 및 기타 활동 측면에서 이 기구들은 서로 어떻게 협력하고 조정할 것인가?

[답 변] 아시아금융기구의 회원국은 누가 되어야 하는가? 이 기구에 대한 호칭이나 용어는 매우 어려운 문제이다. 본인이 이 기구의 명칭을 아시아통화기금 또는 아시아통화기구라고 하지 않는 이유는, 1997년에 일본 정부가 제안한 것과 구별하고 또 그 초점이 통화정책이나 환율이 아닌 금융에 맞추어져 있다는 것을 분명히 하기 위함이다.

논리적으로 볼 때 회원국은 ASEAN 10개 회원국에 중국, 한국, 일본을 추가한 것이다. 본인은 이러한 기구가 아주 빠른 기간 내에 설립될 가능성이 있다고 생각한다.

이 지역기구와 국제통화기금, 바젤금융감독위원회(Basel Committee of Banking Supervisor), 국제결제은행과의 관계는 어떻게 될 것인가? 이 기구들이 공조해야 할 것이라는 점은 분명하다. 또 지역기구와 세계기구 간에 정기적인 회합이 있다면 유익할 것이다.

이는 앞서의 문제로 되돌아 간 것인데, 즉 아시아적 모델이 세계적인 경제·금융 발전모델과 차이가 있느냐, 혹은 본인이 아시아가 다른 지역과 다르다는 해묵은 주장의 영향을 깊이 받았느냐 하는 것이다.

아시아가 다르다는 주장에 대해 다음과 같이 생각해 보자. 아시아가 타 지역과 다른 한 가지 점은 은행이 산업발전에 중요한 역할을 하면서 수많은 개별기업 및 재벌들과의 밀접한 관계를 발전시켜 나간다는 것이다. 이는 은행의 보유액이 특정 기업 및 부문에 몰리게 되어 은행에 포트폴리오(portfolio) 집중화가 발생하는 경우가 종종 있다는 의미이다. 이러한 종류의 포트폴리오 집중화는 금융감독을 엄격하게 규정한 바젤기준 및 국제기준에 배치되는 것이다. 한 기업에 의해 크게 좌우되는 집중된 포트폴리오를 보유함으로써 그 기업의 파멸에 은행이 심각하게 노출되어서는 안된다.

아시아의 금융감독 기준에 은행이 특정기업의 문제에서 벗어날 수 있을 정도로 자본을 많이 보유해야 한다는 엄격한 규정은 허용될 수 있을 것이다. 은행은 더욱 취약한 포트폴리오를 갖게 될지도 모르지만, 더 큰 규모의 완충자본을 보유함으로써 이와 같은 취약성에서 벗어날 수 있다. 이는 엄격한 금융감독의 또 다른 방식이 아니라 다른 형태의 요소결합으로 설명될 수 있을 것이다. 한 가지 요소(포트폴리오 집중화)는 더 완화되었지만 다른 요소(요구자본)는 더 엄격해진 것이다. 이와 같은 것들은 서로 균형을 이룬다. 미국의 규정은 한국과 다르지만 양쪽이 똑같이 엄격하다. 이치에 맞게 효과적으로 작동하기 위해서는 양측이 공동으로 노력할 필요가 있다.

[질 문] 아시아 자유무역지대와 아시아금융기구와의 관계에 대한 귀하의 견해는 어떠한가? 즉, 지난 1월 싱가포르와 일본은 자유무역지대를 형성했다. 이러한 것이 아시아금융기구와 어떻게 조화를 이룰 것인가?

또 금융위기사 투자자들의 태도에 대한 귀하의 견해는 무엇인가? 귀하는 1994~1995년 폐소화

위기사 멕시코의 투자자들이 위기를 극복하는데 중요한 역할을 했다고 주장하였다. 귀하는 아시아 금융기구에 대한 투자자들의 역할을 어떻게 생각하는가?

[답 변] ASEAN 자유무역지대와 이러한 자유무역지대를 2010까지 창설할 것인지 논란이 되고 있는 APEC내 자유무역에 대한 사항(결국에는 관세통일이 될지도 모른다)은 아시아지역의 협력을 더욱 긴밀하게 하는 기반이 될 수 있다. 이것은 유럽의 모델이었다. 유럽은 자유무역지대에서부터 시작하여 투자자유로 갔으며, 중국에는 통화협력과 단일통화로 귀결되었다.

이와 같은 방식은 아마 아시아에서도 가능할 것이다. 그러나 아시아가 가고자 하는 방향은 다른 것이라고 생각된다. 즉, 자유무역지대보다는 금융안정지대인 것이다. 아시아가 이러한 방향으로 신속하게 가고자 한다면, 논리적으로 그 시작 지점은 자유무역지대가 아니라 금융협력일 것이다.

[질 문] 지금까지 IMF, 특히 미국 재무부는 단일국가의 환율제도에 대해 “양자택일(two corner option)”을 주장했다. 이 주장은 각국들이 자국통화의 환율을 고정불변(hard fix)시켜 실제로 달러화함으로써 달러에 맞추는 통화위원회제도(currency board)를 선택하거나, 완전한 변동환율제도를 선택해야 한다는 것이다. 따라서 이 주장은 어떠한 매개통화도 고려하지 않고 있다. 이에 대한 귀하의 견해는 무엇인가?

달러, 유로, 엔화와 같은 주요통화들 간에 환율안정이 이루어지지 않는다면 신흥시장의 환율은 극도로 취약해질 수도 있다. 현재 이에 대한 다른 견해가 있는데, 폴 볼커(Paul Volcker), 프레드 버그스텐(C. Fred Bergsten), 조지 소로스(George Soros) 등과 같은 사람들은 주요통화 환율안정에 대한 언급이 없는 세계금융체제에 관한 논의는 왕자가 등장하지 않는 “햄릿(Hamlet)”을 보는 것과 같은 것이라고 했다. 그러나 대다수 사람들은 이를 인정하지 않고 있으며, 솔직히 말해 이러한 주장의 실현가능성은 낮다. 이 점에 대한 귀하의 입장을 알고 싶다.

마지막으로 앤 크루거(Anne Krueger)의 국제적 워크아웃(workout) 계획에 대한 귀하의 견해는 무엇인가? 여기에는 전문적인 부분들이 많이 있으나, 민간부문을 참여시킬 필요성은 있다고 본다. 이러한 워크아웃 계획을 IMF나 미국 재무부가 채택할 것인가의 여부는 또 다른 문제이지만, 최소한 본인은 민간부문 참여에 대한 귀하의 견해를 알고 싶다.

[답 변] 본인은 개인적으로 환율문제에 대한 확고한 신념을 가지고 있다. 1994년의 본인 및 앤드류 크로켓(Andrew Crockett)의 캔사스시 연방준비은행 공동기고문과, 본인의 저서 “21세기 국제통화협정(International Monetary Arrangement for 21th Century)”에서 이 문제에 관한 본인의 견해가 언급된 바 있다. 우리는 점증하는 금융시장의 유동성과 정치적 압력에 대한 갈등으로 인해 고정환율제도가 실현가능성이 없을 것으로 보았다. 각국들은 보다 자유로운 변동환율제도와 아주 강력한 고정환율제도 사이에서 선택을 해야만 하는 상황이었으며, 이들 사이에서 실현가능성이 있는 것은 아무 것도 없었다.

그 이후 지금까지 줄곧 본인은 반대입장에 있는 프레드 버그스텐, 존 윌리엄슨 등과 같은 사람들과의 논쟁에 앞장서 왔다. 그러나 역사는 본인의 주장대로 움직여왔다.

그 기간 중에 있었던 모든 위기는 현재의 고정환율제도가 점점 더 어려워지고 있다는 점을 지적하고 있다. 자료에 의하면 많은 IMF 회원국들, 특히 신흥시장국들이 고정환율제도에서 점점 더 탈피하고 있다. 달러화를 채택하고 있는 경우는 엘살바도르, 에콰도르와 같이 소수에 불과하다. 또 강력한 고정환율제도를 채택해온 나라들도 여기에 포함되는데, 예를 들면 유로존(Eurozone)의 회원국이 되고자 하는 동유럽 국가들이다. 그러나 그 국가들 중 거의 대다수는 다른 방식을 채택하고 있으며, 한국처럼 보다 자유로운 변동환율제도의 방향으로 가고 있다.

본인의 저서 중 잘못된 점은 본인이 고정불변환율제도와 완전변동환율제도 중의 선택이라고 언급했다는 것이다. 본인은 이 점을 보다 분명히 밝혔어야 했다. 이는 환율이 무시되어도 좋으며 아무쪽으로도 움직일 수 있다는 의미가 아니었다. 진정 분명히 해두어야 했던 점은 국가가 고정환율제도를 포기할 경우, 인플레이션 목표제와 같은 통화정책의 또 다른 중심 축을 개발할 필요성이 있다는 것이었다. 그런 연후에 인플레이션 목표 범위 내에서 외환시장 개입이 이루어져야 한다는 것을 설명했어야 했다. 이러한 것은 한국은행이 이미 시작해온 일이다. 이것이 현재의 보다 자유로운 변동환율제도가 의미하는 것이 무엇인가 하는 한 가지 사례이다.

1994년 이 저서를 집필할 당시, 본인은 국가환경이 어떻게 다른지를 설명하였다. 일부 국가들은 보다 자유로운 변동환율제도를 채택하고자 했으며, 다른 국가들은 고정불변환율을 채택하고자 하였다. 현재 고정불변환율제도를 채택하고 있는 국가는 그 당시에 우리가 생각했던 것보다 훨씬 더 적은 숫자라고 여겨진다.

에스토니아와 불가리아는 고정불변환율을 채택하고 있는데, 그 이유는 4년 내에 유럽중앙은행(European Central Bank)의 회원국이 되고자 하는 목표를 가지고 있기 때문이다. 게다가 이들 두 나라는 2년 내에 유럽연합(EU) 회원국이 될 것이다. 이러한 것이 중심 축이 되어 경제전망과 금융시장을 안정시키고 고정환율제도가 굳건히 작동되게 한다. 한편, 엘살바도르와 같이 전적으로 미국과의 무역에 의존하는 소규모 국가들이나, 홍콩처럼 매우 특수한 경제·정치 환경을 가지고 있는 국가 및 지역들도 고정환율제도를 운영할 수 있다. 그러나 예를 들어 아르헨티나와 베네수엘라와 같은 나라들은 그렇지 못하다. 고정불변환율을 운영하는 국가의 수가 적고 동떨어져 있다는 사실은 우리에게 모종의 교훈을 주고 있다고 생각된다.

달러-엔-유로화의 변동이 아시아 금융위기에 영향을 미쳤다는 프레드 버그스텐의 주장에 본인은 동의하지 않으며, 강한 달러가 아시아를 금융위기에 빠지게 한 세 가지 주요요인 중 하나였다고는 생각되지 않는다. 아시아 금융위기 이후, 아시아는 엔화 약세의 큰 압력 속에서도 괄목할만한 성장을 한 것으로 나타나고 있다. 달러-엔-유로화의 변동이 다른 요인들에 비해 아시아 금융위기에 도움을 주지 못한 것은 분명하다. 이러한 것은 생활을 더욱 어렵게 만든다. 그러나 금융시장을 튼튼하게 함으로써 이와 같은 어려움에 대처하는 방법이 개발될 수 있다. 본인은 이러한 변화가 곧 이루어지리라고는 보지 않는다.

마지막으로 크루거의 제안에 대해, 본인은 앤 크루거가 지난 11월 국가채무위기에 대처하는

방식을 바꿀 필요가 있다는 내용의 연설을 했을 때 무척 놀랐다. 본인은 IMF가 이와 같은 제안을 하리라고는 예측하지 못했으며, 이러한 제안은 칭찬 받아야 한다고 생각한다. 그리고 아르헨티나가 IMF의 기능수행 방식을 바꿀 필요가 있다는 점을 분명하게 해 준 것에 대해 우리는 감사해야 할 것이다.

본인은 크루거의 제안이 아주 긍정적인 수준에 있다고 생각한다. 정확하고 분명한 문제는 IMF의 구조조정 자금대출이 불결하며, 까다롭고, 불쾌하다는데 있는 것으로 나타났다. 이 때문에 IMF는 구조조정 권장보다는 자금대출에 대한 인센티브를 택하는 편이다. 이러한 것이 도덕적 해이를 낳아 금융시장의 안정성을 해치는 것이다.

크루거는 문제를 분명하게 파악하고 있으며 그 해결단계도 정확하게 규명했다. 반복적인 자금대출 압력에서 벗어나기 위해서는 IMF의 자금대출이 보다 공개적이고 분명한지도록 재조정할 필요가 있다. 크루거의 제안 중 세부적인 사항에서는 본인이 동의하지 않는 부분이 일부 있지만, 시간상 그리고 이 제안이 올바른 방향으로 가는 중요한 과정이라는 사실을 흐리지 말아야겠기에 상세히 설명하지 않겠다.

Hanging Together: On Monetary & Financial Cooperation in Asia*

Barry Eichengreen

I do not claim to be an expert on Asian monetary and financial cooperation. Over the years I've worked more on those issues in the context of Europe and Latin America. At the same time I think it is clear that it is in Asia that the big questions about international monetary and financial cooperation are being debated at the moment. So part of what I want to do today is bring some insights into the prospects and options for monetary and financial cooperation in Asia by looking at them through the mirror that European and western hemispheric cooperation provides.

If you begin to try to do that, you are immediately led to some observations about how Asia is different from these other regions and how those differences have profound implications for the kind of cooperative endeavors that are likely to be productive and that are likely to have a positive effect. These observations are obvious, but they are no less important.

The first one is the extreme heterogeneity of Asian economies. Asian economies differ greatly from one another in terms of per capita income, economic structure, the development of their financial systems, and the importance of the state in organizing economic affairs. They differ from one another much more profoundly in all those respects than the members of the European Union, the members of the North American free trade area, or the countries of the western hemisphere as a whole. So there are real questions about whether such a diverse set of countries can overcome the challenges that their very different economic and circumstances pose for efforts at cooperation.

Asia, it is clear, is not a self contained economic region. In some sense regional initiatives make less sense here than they do in other parts of the world. Trade within the region is more important for NAFTA than it is for Asia. Trade within the region is more important for Western Europe than it is for Asia as a whole. Any regional arrangement in Asia should recognize that fact. We need to think hard about the compatibility of a regional arrangement with global institutions of cooperation, and need to pursue initiatives that are not disruptive of those global institutions and

* A presentation given at the IGE Distinguished Lecture Forum on February 22, 2002

global economic interdependencies.

Third, it is clear that there exists no single dominant economic and financial power to play the role that the United States plays in integration in the western hemisphere. There is no obvious bipolar alliance like the Franco-German alliance in Western Europe that has pushed forward the process of economic integration and financial integration there. That process in Asia would have to be based on a much more multipolar set of supports than has been the case in any of the other parts of the world that have attempted to move in that direction.

Fourth, cooperation in Asia is different because of a different Asian mentality. Economists do not use words like that. But political scientists do. Asia has a tradition of consensus decision making and a presumption of non-intervention in national affairs. That's different from the OECD where the tradition has been to issue much more forceful statements about problems of economic and financial policy in other countries. This emphasis on consensus -- one of my friends, Richard Cooper of Harvard, refers to it as an emphasis on good manners -- does impose constraints on how you could organize peer pressure to encourage effective cooperation.

Finally, there is the fact that east Asian regionalism, or current efforts to promote regionalism here, take place at a stage where many of the economies of the region have reached especially difficult stages in their economic development. Japan has reached a stage where it has to transform its economic system, not something that it's done very successfully in the last decade. China is, as you know, moving rapidly from a state-led to a market-led economy. The crisis of 1997-98 led to profound transformations here and in a variety of other places. In such a state of flux, there is a real question about whether we clearly understand what the economic and financial constraints on cooperation will turn out to be.

It is with those issues in mind that I have -- for purposes of my own intellectual satisfaction but also with a commission from the World Bank which is thinking about Asian prospects a decade after its "Asian Miracle" book and wants to think about cooperative aspects -- done some research into options for economic and financial cooperation. The background for this will be known to you. There are a variety of efforts underway to build on existing arrangements like the APEC finance ministers process, the executive meeting of east Asian and Pacific central banks, and the so-called Six Markets Group. These are existing efforts at cooperation, all of which are focused on extending technical assistance and strengthening monetary policies and financial markets. They are all modest efforts to move further in the direction of promoting monetary and financial

cooperation.

There is a second set of more ambitious proposals advocating systematic monetary and exchange rate cooperation in the region. These would move toward a system of collective pegs. It is fair to say that the dominant version of these proposals focuses on the desirability of collective basket pegs where each currency would have a weight attached to the dollar, yen and euro at a minimum.

Those proposals have gained prominence as the result of a discussion paper that was prepared by officials from the French and Japanese governments for the third Asia-Europe finance minister's meeting last year. In addition, there have been a variety of academic and quasi-academic versions of this proposal. John Williamson, for example, has a well thought out relatively complete paper on how this would work.

Finally, there are the initiatives that flowed out of the proposal in 1997 for an Asian monetary fund. That went nowhere in the short run as you all know. But in the long run I think it did impress many people in the region with the need for systematic monetary cooperation framed in a way that was consistent with IMF conditionality and other existing multilateral constraints. From that has come the Chiang Mai Initiative (CMI) of central bank swap arrangements in the ASEAN+3 economies. Now, indeed, a growing network of swaps have been successfully negotiated, or evidently are about to be successfully negotiated.

What will come of all this? What does it really bode for the future? There are many attempts to move in the direction of more systematic and extensive cooperation. What exactly will be the results?

In order to address that issue you need to step back and ask some questions. Is it realistic to create a zone of financial stability in Asia by building self-standing institutions of Asian monetary and financial cooperation? Is it really impossible to pursue these issues at the regional level because financial markets are global, the problems are global, the constraints are global and it is at the global level that it makes sense to proceed?

Another way of looking at it would be to say that, yes, regional arrangements do make sense, but we have to design them in a manner where they dovetail and are consistent with the global nature of financial markets and the global nature of other institutions.

Does that mean, then, that Asia can solve this problem like Europe has? By asking that, I come back to my own knowledge and to my earlier theme. Europe has created economic and financial institutions for continent-wide cooperation that are at the same time regional but linked to their global counterparts. Can that be done in Asia, given all the special constraints and special circumstances I described before? How might Asian countries go about it?

In a nutshell, my argument is that, yes, it does make sense to proceed with closer cooperation and institution building at the regional level in Asia. But it does not make sense to have a system of collective currency pegs as the center piece, the focus, of those cooperative efforts. Decades of experience have shown that currency pegs are fragile, crisis prone and difficult to defend, even by a set of governments with vary large international reserves. This is because of the even greater liquidity of the international financial markets. Governments face the fundamental constraints of defending currency pegs. Political democracies have to weigh the competing claims of different groups and cannot always simply subordinate all other important policy issues to the overarching imperative of defending a currency peg.

Not even the vastly expanded system of swap arrangements growing out of the CMI would suffice to enable Asian countries to defend a system of collective currency pegs. Indeed, trying to establish one could be a costly mistake. A great investment would go into its establishment and it would then collapse in the face of market pressures. This would tarnish the arguments from those who were making a case for the benefits of international cooperation. Focusing on exchange rate cooperation would be a diversion from the task at hand.

The task at hand is not to stabilize exchange rates in and of itself. Rather, the fundamental task is to strengthen financial institutions and to promote the development of financial markets in countries where equity markets are underdeveloped and in countries where debt markets in domestic currency denominated assets and liabilities are underdeveloped.

What Asia really wants is a zone of financial stability. The way to get a zone of financial stability is not to focus on the exchange rate, but focus on the weaknesses and the underdevelopment of the financial markets.

As I pondered this point I was led to believe that the focus for economic and financial cooperation in Asia could be something that I call, for lack of another name, an Asian financial institute (AFI) that would not focus on exchange rate cooperation but would focus on financial

market strengthening and financial market development.

That institute would have the power to set standards for financial market regulation. It would identify policies for promoting financial market development. It would help to coordinate the initiatives of different countries to strengthen, stabilize and develop their financial markets. It would monitor the compliance of countries with their joint recommendations. And it would apply the appropriate diplomatic incentives -- the carrots and sticks -- needed to encourage countries to move down that road.

ASEAN+3 with China, South Korea and Japan, would be the logical basis on which to build this Asian financial institute. That is my core argument. But given the time constraints, I will be brief on negative prospects for exchange rate issues and I will try to focus on what I think the positive contributions of this argument are and the need for an Asian financial institute.

As I said, there are a number of scholars who have said that Asia should explore collective solutions to its monetary problems. They argue that Asia needs stable exchange rates, that Asian economies are very open both to international trade and to international financial flows. That means that exchange rate volatility is even more disruptive in Asia than it is in other regions where the typical economy is more closed to international transactions.

These authors observe that exchange rate stability has played an important role historically in export led economic growth in the region. They say Asia has had difficulties since the middle of the 1990s in resuming and sustaining growth because of the exchange rate problem. Now we are about to see that again, they complain, due to the depreciation of the yen. This is a problem that needs to be fixed, the argument goes, and it can best be fixed through the negotiation of an agreement growing out of the Chiang Mai Initiative to agree on a set of exchange rate pegs with bands around them. It would include the same weights in each peg and the use of swap lines and dedicated funds to provide support for weak currencies that are attempting to participate.

There are a number of issues that appear to be mainly technical about the design of that kind of system. They actually raise quite profound issues about whether it would work to the satisfaction of all participating countries. That, in turn, raises the issue that if some countries are dissatisfied because the structure of that exchange rate system doesn't meet their needs, would they really commit vast resources? Would they really subordinate their other policy objectives to the maintenance of a system that didn't satisfy their domestic economic needs?

John Williamson and the team of French and Japanese officials say it would be very simple for Asian countries to agree on what the weights of the yen, the dollar and the euro should be in this currency basket to which all other countries would agree. In practice though, it is not so simple. Economic structures, the direction of exports, and the relative importance of the U.S., Japanese and European markets differ. As economic development continues and specialization proceeds apace, those differences and the direction of exports and the desired weights in this currency basket may grow even greater in the future than they are now.

People who propose collective currency pegs say that in the past they have not worked because governments have not recognized the need to change the peg when circumstances change. The new system that we propose, they say, will be more robust. It will operate better because it will encourage countries to adjust the peg when circumstances change.

I think that is wishful thinking. It would be nice if governments could be encouraged to behave in that way. But in practice when governments commit to a currency peg they are extremely reluctant to adjust it. In order to convince the markets that you are committed to a peg you have to tell them every morning the currency is pegged and we are committed to the peg. It then becomes extremely embarrassing and the government loses face if it says, "Well, we meant it yesterday but today circumstances have changed and it is necessary to alter the peg."

Governments put off the need to adjust the peg beyond a reasonable point in time not because they are simply stubborn or they do not appreciate the issues but because they face this fundamental dilemma. We saw it again in Argentina last year when, for most of us, it became patently clear that the exchange rate needed to be altered to begin to restore the competitiveness of the economy. But the government said no and refused to even contemplate that idea. When it finally did, the economic fallout was disastrous.

Every system of currency pegs that we have seen, even those that were designed to provide for flexibility, become increasingly rigid over time. The Bretton Woods system from 1945 to the early 1970s was supposed to be an adjustable peg. The peg was almost never adjusted for these same reasons: that doing so was politically embarrassing and financially disruptive. The idea of a system of collective pegs that was also flexible, where the pegs were adjusted in response to changing circumstances, is an illusion. Pegs don't work that way.

What that implies is that a system of pegs in Asia would become increasingly rigid and

therefore brittle over time. Pressure would build up in the system and what at first looked to be ample reserves in the coffers of the participating central banks and governments would soon begin to look like very small reserves compared to the massive amounts of liquidity that the financial markets could bring to bear.

All of that makes me skeptical about a collective peg for Asian countries. The fundamental problem is the belief that Asia should use a collective peg as the focus of its cooperation. This neglects the fact that Asian countries are really very different in terms of their structure and what kind of exchange rate regime and monetary system is appropriate for them.

There is a group of Asian countries led by Korea that have better-developed financial systems and stronger institutions that can run a system of inflation targeting that allows the exchange rate to move as it should in response to changing economic conditions by running low inflation and a monetary policy that is consistent with financial stability. Inflation targeting is a happy state of affairs for such a country. We can all run lists of other middle- and high-income countries in Asia which could follow an inflation targeting regime as well. Some of them, like Thailand, have begun. Others, including the Philippines, will soon begin.

On the other hand there are the low-income countries in Asia, the new members of ASEAN for example, that will not have the prerequisites for inflation targeting in place soon. They should peg and then use capital controls to support their pegs because their financial markets are relatively underdeveloped. Their structures are very different, as are the exchange rate regimes and monetary policies appropriate for them. Trying to force them all into the same exchange rate box would not be a durable solution.

That outlines some of the negative aspects. Let me now turn to the positive part of my message.

In order to make any monetary regime work smoothly, you need to develop domestic financial markets. Korea can inflation target because it has made progress in recent years in the development of debt markets and equity markets. Deeper and more liquid markets enable a policy like inflation targeting to work effectively. The fundamental desire behind this push for closer cooperation in the region is to create a zone of financial stability. The key thing to achieve in order to do so is to strengthen financial markets, strengthen supervision and regulation, and to deepen financial markets so that they can better govern themselves. That brings me to my proposal for the creation of an Asian financial institute.

Certainly, Asian countries need to develop and strengthen their financial markets. But why can't we let each one do it by themselves? Why do we need cooperation to push that process forward?

There are three or four reasons why progress can occur faster if countries cooperate within the region than if they move individually to simply try to strengthen their financial markets. One is peer pressure. If their neighbors encourage the countries that are slow to move to move faster, you can get faster progress. A sharing of expertise and technical assistance will help and regional cooperation is useful in that regard. There is a reluctance to take necessary steps by countries that fear losing market share to their neighbors. If countries, say, increase the capital requirements for their banks, they will make it more expensive for their banks to do business internationally. Only if everybody increases capital standards at the same time are you likely to get fast movement. You can make similar arguments for a variety of regulatory measures. You get faster movement when you move together.

There is also the fact that a number of the financial problems in the region are distinctively Asian. Asian countries do understand their neighbors' problems better than Washington, D.C. They share many similar problems, having shared some similar economic policies that led to, for example, heavy corporate indebtedness or state-led banking systems. This was due to a development model that was common to the region in its earlier days.

Those are all reasons why progress would be faster if it occurred cooperatively, and why there is a case for an Asian financial institute to organize that cooperation. I have in mind an institute that would have an explicit mandate to coordinate initiatives for promoting financial stability and development in the region. It would provide technical assistance to its members. It would run training programs for bank inspectors, securities commissioners and accountants. It would provide central banking services like the ones the Bank for International Settlements provides to its members. It would allow its members to negotiate common agreements on capital and liquidity requirements, and standards for information disclosure, securities listing and corporate governance. All these things that Korea has been remaking and moving forward on could be negotiated and designed at the regional level under the umbrella of this Asian financial institute.

This body would then monitor member countries' compliance with the standards and regulations that they have agreed to. It would use public announcements and peer pressure to encourage countries that were not complying to upgrade their domestic arrangements. It would encourage the coordination of monetary, fiscal and regulatory policies so that financial reform

would grow uniformly across the region. Under exceptional circumstances, where one of the countries attempting to upgrade its financial arrangements ran into a financial problem, there could be swap lines and inter-regional financial support to help it overcome that disruptive event.

That is what leads me to think that ASEAN+3 is the logical platform for this kind of initiative. Any other grouping either excludes some of the critical participants or does not represent the region. ASEAN alone would not include the three biggest economies in the region. APEC would include the United States and various Latin American countries which have different economic circumstances and problems. The Asian Development Bank would not be an appropriate platform because the U.S. and various micro-states in the Pacific are members, and also it has a different mandate to help the poor countries in the region, not to promote financial development.

Finally, ASEAN+3 is the appropriate platform for this because it is already the platform for the Chiang Mai Initiative. Through the CMI, there is already a surveillance procedure being put in place and there is already a system of financial supports. Were the CMI to become the basis for the creation of an Asian financial institute, it would then be clear for what those swap lines and dedicated funds would be used. They would not be used to peg exchange rates, which, as I've already tried to convince you, would only be dangerous. They would be used to promote the upgrading of financial regulation and the developing and deepening of financial markets. This is what Asia really needs.

Would this kind of Asian financial institute work, given the Asian approach to surveillance? It would require forceful peer pressure. It would require countries to name names when one of its neighbors was not doing what was necessary to upgrade domestic supervision and regulation, in order to provide a framework for financial development. Would countries in the region be willing to point to their neighbors and say that they were not doing what is necessary, and that they need to shape up and change their policies?

A second question is whether the distinctive Asian approach to financial regulation -- different only because the Asian development model was different -- would be as vigorous as global standards and regulations. We don't want this Asian financial institute to adopt a lax, less-rigorous approach to supervision and regulation. How could we build a set of regional arrangements to ensure rigor of design and enforcement?

Are global standards for accounting, financial market development, and prudential supervision

and regulation really incompatible with the Asian model? Is the Asian approach to economic growth really so different that it requires a different set of standards and regulations that cannot be accommodated by the global approach to setting standards?

Those are the big unanswered questions that need to be addressed if there is a desire in the region to press ahead with financial cooperation.

Questions & Answers

Q Your speech this morning is very encouraging. But I think your idea for the establishment of an Asian financial institution would take a long time. The establishment of the Inter-American Development bank took over a hundred years and the EMU, starting with the European common market, took more than 50 years.

Also, there is already the Asian Development Bank to act as a regional framework for financial organization. There is also the North East Asia Development body, led by the North East Economic Forum at the East West Center in Hawaii, which has been holding discussions for the past ten years.

Under these circumstances, without a central bank's coordinating activities, do you really think an Asian financial institute would be strongly supported by the U.S. government because it would be a sub-regional system? Do you think there would be a foreseeable conflict between a Japanese yen block and an emerging Chinese yuan block?

A It is true that there are many cooperative initiatives already underway in the region. But none of them focus completely on strengthening financial supervision and regulation. They do not try to build financial markets. They do not combine technical assistance with the development of a set of standards for building financial markets and regulating them. They do not provide the serious financial assistance needed when countries hit a pothole. So I do think there is a case for an institution dedicated to those tasks.

Would the U.S. government support it? That is a very good question. I think the strong negative reaction to the Asian Monetary Fund from the Clinton administration was motivated by the view that this initiative might be incompatible with global efforts along similar lines. I think an Asian financial institute could be designed in a way that allowed Asian countries to develop standards and regulations that were somewhat different from global standards, but were not viewed as incompatible with the global standard setting and regulatory effort.

Would China and Japan work together in the development of such an arrangement? I would agree with you that that is the big challenge for any cooperative initiative in Asia going forward. There is a role for Korea, obviously, as a sort of mediator, an interlocutor, between these two powers. But it really is the big countries that will have to agree in order for such a thing to move forward.

Q If you look at successful, regional cooperation, Europe and North America are really the two most successful examples. Neither, though, started with a regional consensus. The EU started with a bipolar arrangement between France and Germany that then gradually expanded. NAFTA started with Canada-U.S. cooperation and then gradually expanded. Maybe a similar model would work for Asia. From my own experience in Asia, getting many Asian countries to agree on anything is pretty much hopeless, rather like herding cats. So there is a very strong case to be made for South Korea and China to work on a bipolar, bilateral economic cooperation agreement, rather like that originally between Canada and the U.S. When this is successful, the rest of Asia, country by country, step by step, can join into that arrangement. What do you think?

A Bilateral approaches to these matters makes sense for trade and makes sense for direct foreign investment. Bilateral liberalization around those issues can be quite useful. But for something like building a regional financial market I think it makes more sense to try to proceed as a group rather than simply as a pair.

Q Have you elaborated on your concept of an Asian financial institute proposal in the form of a paper somewhere? I would be very eager to get hold of that.

Secondly, you are very pessimistic about the prospects for monetary integration in East Asia. But you did not indicate any length of time. If I give you 50 years, would you still say the same thing? In the European case, it took just about that long. If the time horizon lengthens are there prospects for such integration?

But before that, we must take the first step. The first step, which you did not emphasize in your lecture, is policy dialogue and peer pressure on macro-management. East Asian countries would benefit very much, for example, if they got together and discussed the situation in Japan and how to get it out of recession. Those discussions would be a first step toward, say, greater exchange rate flexibility. If we begin with something small like this, it is tangible and workable. Then we can build upon it. If we visualize a very long time frame, and approach the process step by step, there is a future for monetary integration in East

Asia.

When you posed your last two questions I felt that you were probably very much intimidated by what you perceive as the Asian way, or an Asian attitude. Let me say that the East Asian financial crisis really had an impact on our mentality and perspectives. We have begun to give less and less credence to what we used to think of as an Asian way. I would not be as concerned as you about Asian ways.

For example, there are a number of initiatives in East Asia already underway. You mentioned Chiang Mai, but there is also the meeting of central bankers and the Manila framework group, which acts as a sort of incipient surveillance process. Given this progress, do you see any tangible regional financial agreements in discussion among Latin American countries?

A What do I think Asia's monetary and financial architecture will look like 50 years from now? That's too far down the road for me to clearly say. But I do think that the political starting point in Asia is very different than in either Europe or North America. I could imagine a North American single currency, with apologies to my Canadian friends, before I could see a single currency for an Asia including Japan, Korea and China. The political starting point is very different.

The pressures, however, pushing toward a single currency will be stronger than they were in Europe over the past 50 years. The financial markets are bigger, they're going to grow bigger still, and the amount of volatility you could get if things went wrong will be bigger. Therefore the desire for a single currency as insulation will be correspondingly stronger.

Talk in Latin America of a single currency for the South American countries, predictably, is back on the table and back in the newspapers after the Argentine crisis. It's revealing to reflect on why. Whenever you have a crisis, people think the exchange rate is the problem and a single currency is the solution. I don't think the exchange rate was fundamentally the problem in Argentina. Weak political institutions and bad structural policies were the problem. The solution doesn't lie in moving toward a single currency.

Having said that, some of my friends in Latin America think that talking about a single currency is useful. It continually allows the countries in good economic shape to remind the others that if they want to move toward integration with a single currency, the countries with problems have to shape up and move faster to fix their structural and political problems. So the Brazilians think this is useful talk because it increases the pressure on the Argentines to do what the Argentines need to do anyway.

Finally, is there a paper? There is a paper on my website about this topic. It has the title *Hanging Together?*, with the question mark, and is about monetary and financial cooperation in Asia. It brings to mind the old American proverb about those who do not hang together will hang separately.

Commentary One of the important lessons we learned from the recent Asian financial crisis is that when liberalizing capital accounts, sequencing is very important. Unless you have a very sound domestic financial sector, with a very sound and prudential supervisory and regulatory framework, it is very dangerous to open capital accounts, particularly in the short-term. You should go from long-term to short-term. Korea made a very big mistake by going from the short-term to the long-term.

In your presentation you pointed out the importance of sequencing when it comes to economic cooperation. In the same manner, countries should go from financial cooperation to monetary cooperation, in that order. That is why I would like to see the Chiang Mai initiative further institutionalized so that it can become the sort of institution you are talking about.

Conditionalities are required if you are to have some sticking power. You have to have incentives and give something in return, like the IMF does by providing loans with conditionalities. Without those, you cannot enforce the standards and requirements.

I would like to see this Chiang Mai initiative further institutionalized so that it may become an institution. It may not be called an "AMF", as the "AMF" carries a bad image. It can be called something else.

For example, many Koreans do not understand the U.S. psychological change after Sept. 11. I know some of my friends in the U.S. who last Christmas were reluctant to even send Christmas cards because of this anthrax scare. That kind of psychological change is exactly what people living here experienced in 1997-98. The Asian financial crisis changed our psychological make-up. Look at the summit meeting between Korea and Japan where the two heads-of-state talked about a free trade area. This would have been unimaginable before the Asian financial crisis. The Asian financial crisis changed our psychological make-up. This type of cooperation will go on much faster than if there had not been a crisis.

But even with this willingness to debate the subject, I do not think that monetary cooperation will go quickly. That is not desirable. We have to have a leading currency that is fully internationalized for such integration to work. We don't have that as the yen is not fully internationalized. Without the yen as a key currency in the region, how can we have these currency pegs or even a basket pegs? This is one of the reasons why we should push

for financial cooperation and then monetary cooperation. The proper sequencing is very important.

Q What countries will be members and major investors in this Asian monetary fund? Also, how soon do you think this “AMF” will be realized and how effective will it be? What will be the relationship between this “AMF” and the IMF, IBRD and ADB? How will they cooperate and coordinate with each other in terms of lending and other activities?

A Who should be the members of an Asian financial institute? Well, labels and terminology are very difficult. I don't call it an Asian monetary fund or an Asian monetary institute, so as to distinguish it from the 1997 proposal of the Japanese government and to try to make clear that the focus is on finance and not on monetary policy or exchange rates.

The logical members are the ten ASEAN countries plus China, South Korea and Japan. I think it would be possible to establish such an Asian financial institute very quickly.

What would be the relationship between this regional institute and the International Monetary Fund, the Basel Committee of Banking Supervisors and the Bank for International Settlements? Clearly they are going to have to work together and it would be useful if there were regular meetings between any regional institute and global ones.

This comes back to the earlier issue of whether the Asian model is different from the global model of economic and financial development, or whether I am just overly impressed by old fashioned arguments that Asia is different.

Let us assume for the sake of argument that Asia is different. One way it is different is that banks play an important role in industrial development and that individual banks develop very close connections with large individual industrial firms or conglomerates. This implies that banks often have very large portfolio concentrations in their holdings with claims on particular companies and sectors. Those kinds of portfolio concentrations are incompatible with Basel and international standards concerning prudential bank supervision. Banks should not be heavily exposed to the fate of one company by having a concentrated portfolio heavily dominated by claims on that one company.

Now an Asian prudential standard could say that that is permitted if at the same time the bank is required to hold more capital as protection against problems in that particular company. It may have a more volatile portfolio, but it can protect itself against that volatility by holding a bigger buffer of capital. An Asian financial institute could explain to the committee of banking supervisors that this is not really a different approach to prudential supervision, but a different combination of the elements. We are looser in one element

(portfolio concentrations) but tighter in another (capital requirements). They balance each other. Our regulation is different from yours, but it's equally strong. You need the two parties working hand in hand in order for that to make sense and to work effectively.

Q What about the relationship between a free trade area in the region and an Asian financial institute? For example, last January Singapore and Japan formed an FTA. How does this fit with the proposed Asian financial institute?

Also, what about investor behavior during a financial crisis? You argued that during the peso crisis of 1994-5, domestic investors in Mexico played a key role in shaping the outcome of that crisis. How do you view their role in this Asian financial institute?

A The ASEAN free trade area and the commitment to freer trade within APEC by 2010 raise the issue of whether or not the creation of a free trade area -- and maybe eventually a customs union -- can be the basis for closer cooperation in the region. That was the European model. They started with a free trade area and then moved from there to free investment, and finally ended up with monetary cooperation and a single currency.

Could Asia do it the same way? Perhaps. But I think the desire in Asia is different. It is not so much for a free trade area but for a zone of financial stability. If Asia is going to move quickly down this road, financial cooperation is the logical place to start. Not FTAs.

Q Up until now the IMF, particularly the U.S. Treasury, insisted on the "two corner option" for exchange rate regimes for any single country. They said that countries must either choose a hard fix and the virtual dollarization and currency board that goes along with it, or a fully floating exchange rate. They did not encourage any intermediate regime. What is your view on this issue?

Unless you have stable exchange rates between key currencies -- the dollar, euro and yene -- merging market exchange rates can be extremely vulnerable. Now, there are minority dissenting views, among them Paul Volcker, Fred Bergsten and George Soros, who said that discussing international financial architecture without discussing key currency exchange rate stability is like watching Hamlet without the prince. But many people do not believe in this and, to be frank, the feasibility of such a scheme is extremely low. I would like to know your stand on this.

Finally, what about Anne Krueger's international workout scheme? I know there are many technicalities involved, but there is a need for private sector involvement. Whether this workout scheme will be accepted by the IMF board or the U.S. treasury is another

question. But I would at least like to know your opinion on private sector involvement.

A I have a considerable personal stake in the exchange rate issue. In 1994 both Andrew Crockett, in an article written for the Kansas City Federal Reserve Bank, and I, in my little book “International Monetary Arrangements for the 21st Century”, expressed our views on this issue. We both said that with increasingly liquid financial markets and conflicting political pressures, pegging would not be feasible. Countries were going to have to pick between a freer float and some kind of very hard peg, and that nothing in between would be feasible.

Over the intervening years I have been on podiums around the world debating with Fred Bergsten and John Williamson and others who are of the opposite opinion. But history has worked in my direction.

All the crises of the intervening decade have pointed out that pegging is increasingly difficult in our modern world. The data show that more and more IMF member countries, emerging markets in particular, have moved away from pegs. There are a few cases of dollarization, like El Salvador or Ecuador, or where governments have adopted similarly strong pegs, for example in Eastern Europe where they are moving toward membership in the Eurozone. But the vast majority of them have gone the other way toward a freer floating currency, as Korea has done.

The mistake made in my book was that I said the choices were between a very hard peg and a very free float. I should have been more clear. I did not mean that the exchange rate can be ignored and be allowed to move wherever it wants to. What I really should have made clear was that if a country wants to eliminate the exchange rate peg, it needs to develop a different anchor for monetary policy, like inflation targeting. It would then explain what the role of foreign exchange market intervention would be within that inflation targeting regime. That is what the Bank of Korea has begun to do. This is an example of what freer floating means in our modern world.

When I wrote that book in 1994, I described how country circumstances differ. Some of them want to move toward a freer float and others want to move toward a very hard fix. I now believe that the ones for whom a hard fix will work are even fewer than we would have thought back then.

A hard fix works for Estonia and Bulgaria because they have a destination, namely they will become members of the European Central Bank in four years. In addition, both countries will be in the European Union in two years. That anchors and stabilizes expectations and financial markets and makes the hard peg work. On the other hand, very

small economies that trade almost entirely with the United States, like El Salvador, or countries and provinces in very special economic and political circumstances, like Hong Kong, can make a peg work. But Argentina and Venezuela, for example, cannot. I think we have learned that the kind of countries for whom a hard peg can work are few and far between.

I have always disagreed with Fred Bergsten about the role of dollar-yen-euro fluctuations in the Asian crisis. I do not think a strong dollar was one of the top three factors in setting the stage for the Asian crisis. And since then, we have seen Asia hold up remarkably well in the face of a lot of pressure from a weakening yen. Now, it certainly does not help that the dollar, yen and euro fluctuate against one another. It makes life more difficult. But one can develop methods to cope with this by strengthening financial markets. I do not see this changing any time soon.

Finally, on the Krueger proposal, I was completely surprised when Anne Krueger made her speech in November saying that we need to change the way we deal with sovereign debt crises. I did not see the IMF initiative coming and I think we should applaud the initiative. We can almost thank the Argentines for making so clear that the IMF needs to change the way it does business.

I think the Krueger proposal is a very positive step. It has identified what the problem is precisely and correctly, that restructuring debt is messy, difficult and unpleasant. Because of this, the IMF has an incentive to lend more rather than encouraging restructuring. This creates moral hazard, which undermines the stability of financial markets.

She has identified the problem correctly and she has correctly identified the class of solutions. In order to take pressure off the IMF to lend and lend again, we need to make debt restructuring more public and less uncertain. I have some disagreements and quibbles about the technicalities of her proposal, but because of lack of time and because I don't think we should lose sight of the fact that this is important progress in the right direction, I won't even elaborate.
