



Series 01-05

# Occasional Paper Series

## 한국과 IMF

Korea and the IMF

---

**Stanley Fischer**

IMF 수석 부총재

2001. 9. 10

**세계경제연구원**

Institute for Global Economics

## 필자 약력

---

### Stanley Fischer

International Monetary Fund (IMF) 수석부총재

London School of Economics卒, MIT大 경제학 박사

Chicago大 및 MIT大 경제학과 교수, 세계은행 수석이코노미스트 및 경제개발담당 부총재 등 역임.

“Macroeconomics” (Rudi Dornbusch 共著) 외 저서 다수.

## 한국과 IMF\*

Stanley Fischer

오늘 이 자리에서 여러 훌륭한 분들 앞에서 강연할 수 있게 되어 본인은 기쁘게 생각한다. 아시다시피 본인은 곧 IMF 수석부총재직에서 물러난다. 따라서 마지막 공적 업무로 한국을 방문할 기회를 가지게 되어 매우 기쁘다.

다행히도 이번 방문은 한국정부와 IMF간에 공식적인 협상이 시작되기 며칠 전, 심연의 위기가 한국을 막 집어삼키는 것이 분명한 때인 1997년 11월 20일에 한국을 방문했을 때보다는 덜 극적이다. 그 때는 신문기자들이 본인의 방에서 진을 쳐 불편하기는 했지만 적어도 한국 민주주의의 힘을 보여주는 설득력 있는 증거였다.

지금 그 위기가 지나간 지 3년이 되었다. 그리고 한국은 상당한 기간의 경제적 고통과 불편이 지나간 이후 놀라운 회복을 하였다. 경제성장은 위기발생 단 3분기만에 다시 자리를 잡았고 잃어버린 부분들은 2년이 채 안되어 회복되었다. 국민생산은 위기 이전의 수준보다 더 높은 13%를 지금 기록하고 있다. 한국은 1990년대 금융혼란의 희생이 된 다른 주요 국가들보다 더 힘차게 회복하였다.

물론 한국의 성장은 지난 해 상당히 감속하였다. 이것은 위기로부터의 가파른 V자형 회복을 감안하면 어느 정도 불가피했다. 그러나 한국은 세계경제의 저성장에 의한 영향도 받았다. 수출가격은 한국의 무역상대국의 저조한 수요증가, 특히 반도체와 전자 수요의 저조를 반영하여 지난 해 아주 급속도로 떨어졌다. 동시에 국내소비도 기업과 소비자의 신뢰가 아직 투자와 소비지출로 연결되지 않아 저조한 상태로 있다.

지금 문제는 경제를 더 튼튼하고 지속성 있는 성장궤도로 다시 올려놓는 일이다. 본인은 오늘 한국이 위기이래 직면하고 있는 핵심적인 정책과제들에 관하여 이야기하고자 한다. 그들 중 상당수는, 비록 더 할 수 있고 해야만 하는 것이 있지만 이미 많은 진전이 있었다. 본인은 경험에서 나오는 금융위기 대응방법에 관한 교훈을 얻고자 한국과 다른 나라의 최근 경제 프로그램을 간략하게 뒤돌아보겠다. 본인은 향후 한국과 IMF의 관계, 즉 IMF가 한국을 어떻게 돕고 또 한국이 IMF를 어떻게 도울 수 있을 지에 관해 언급함으로써 결론을 맺고자 한다.

\* 이 글은 2001년 7월 9일 개최된 특별강연회 내용을 번역·정리한 것임.

## 정책과제

### 정치지도력

1998년 이후 한국 경제회복의 열쇠는 의심할 나위 없이 건전한 거시정책과 강도 높은 구조개혁에 대한 이 나라 정치지도자들과 국민들의 결심이었다. 김대중 대통령의 지도력은 결정적이었다. 그는 가장 어두웠던 위기시절에 공개적으로 이 정책들을 지지했고 한국이 직면하고 있는 상황의 심각성을 국민들 앞에 감추지 않았다. 한국 국민들은 대단히 어려운 상황에 직면하여 놀라운 단결력을 보여줌으로써 도전에 맞섰다. 노동조합과 사용자와 정부는 때로는 고통스러운 변화를 가져오는 결정을 이행하기 위해 같이 일했다. 일반 국민들이 국가경제 회복을 위해 그들이 상으로 받은 금붙이들을 내놓는 것을 TV를 통하여 볼 때 참으로 감동적이었다.

이러한 단결력은 과거에도 한국을 위해 발휘되었었고 또 미래에도 확실히 그럴 것이다. 다음 선거가 다가옴에 따라 개혁에 대한 약속이 지켜지는 것이 매우 중요하다. 그리고 어려운 세계 경제환경에도 불구하고 이러한 노력이 현재 탄력을 잃지 않고 있다. 과거 경험에 비추어 볼 때 우리는 이 점에 희망을 가져도 되는 여러 가지 이유가 있다.

### 거시경제 취약성의 감소

이제 거시정책으로 되돌아 가보자. 최근의 저조한 성장으로 인해 우리의 괄목할 만한 성과가 가려져서는 안 된다.

첫째, 정책당국은 1990년대의 위기로부터 가장 중요한 교훈을 배웠는데 그것은 양쪽 방향으로 환율의 유동성을 허용하는 것이었다. 1994~1995년의 멕시코에서부터 가장 최근의 아르헨티나와 터키에 이르기까지 지난 수년간의 모든 주요 금융위기들은 어떤 면에서 고정환율제도와 관련이 있다. 변동환율제도를 가진 나라들이 결코 피해를 입지 않은 것은 아니었다. 그러나 그 나라들이 같은 수준의 고통을 받지 않았다. 이것은 우연의 일치가 아니다.

변동환율제도를 선호한다는 것은 환율수준이 정책결정의 관심사항이 아니라는 말은 아니다. 경제가 개방될수록 인플레이와 생산의 결정변수로서 환율이 중요하다. 그리고 통화정책과 재정정책이 이것에 영향을 주도록 배합될 수 있다. 정책당국이 종종 해왔던 것처럼 무질서한 시장여건을 잠재우기 위해 개입하는 것은 전적으로 적절한 조치이다. 그러나 시장의 힘이 환율을 계속해서 결정하고 정책당국은 어떤 특정 수준으로 통화를 방어하기 위해 외환을 낭비하지 않도록 보장하는 것이 중요하다. 그것은 비생산적이며 투기꾼들에게 안성맞춤인 과녁을 제공하는 격이다.

이와 관련하여, 두 번째 성과는 외환보유고를 1,000억 달러 가까이 비축한 것이다. 외환보유고가 아주 많았던 아시아국가들은 그렇지 않았던 나라들보다 최악의 위기를 더 잘 피할 수 있었다. IMF의 전통적인 외환보유지표는 대략의 기준으로 수입의 3~4개월 상당치의 외환을 보유하는 수입대비 외환 보유비율이었다. 그러나 위기가 경상계정보다 자본계정에서 더 쉽게 일어나는 시대에는 대략 단기성 부채에 상당하는 정도의 외환을 보유하는 것이 더 의미가 있다. 한국의 외환보유고는 현재 단기성 부채의 약 165%로서 이러한 기준을 충분히 초과하고 있다. 단기성 부채도 실제 상당히 줄어들었다. 진정 한국은 지금 대외 순 채권국가이다.

셋째, 정책당국은 인플레이 목표와 통화정책을 결부시켜 집행하는데 진전이 있었는데 이것은 환율의 변동이 인플레이에 영향을 미치기 때문에 환율을 통화정책 결정시의 변수로 고려하도록 구도를 짠 것이다. 통화정책의 임무와 이 구도의 신뢰성은 올해 인플레이가 목표치를 약 0.5% 정도 더 상회할 것으로 보임에 따라 다소 어려워지게 되었다. 최근의 물가상승은 대체로 원화의 약세, 공공요금 인상, 지체된 석유가격의 영향과 같은 일시적인 요인의 결과이다. 그러나 수요압력의 어떤 증거도 없다. 당국은 이러한 물가상승이 일시적이고 조정될 수 있다는 것을 설명해야 한다. 그리고 장래 정책에 초점을 맞추어야 한다.

넷째, 한국의 재정정책은 보수적이었으며, 실제로는 의도했던 것보다 더 긴축적이었다. 올해 재정정책은 약간 확장적인 것으로 여겨지지만 1/4분기에는 사실상 흑자가 증가하였다. 중요한 것은 지금같이 경제가 취약한 상태에서는 긴축을 계속하지 않는다는 것이다. 정책당국은 최근 몇 년 동안 재정정책을 실시하는데 어려움이 있었고 지금 예산과정을 개혁하는 방법을 강구중이다. IMF는 이러한 것이 유익하다면 도울 용의가 있다.

### 구조적 정책

다음으로 구조적 정책에 관해 언급하겠다.

본인은 시장경제 인프라의 개선, 기업 구조조정, 그리고 금융부문의 강화, 이 세 분야에 초점을 맞추겠다. 개혁작업을 완수하기 위해서는 이들 부문에 한층 더 진전이 있어야 하고 한국경제의 장기적 성장능력을 회복하는 것이 본질이다.

그러나 이 점에서 한국은 과거 선진 산업국가가 수십 년이 걸리거나 때로는 몇 세기가 걸린 것을 단지 수년만에 이루려고 해 왔다는 점을 우선 지적하고자 한다. 그들에게 이것은 진화의 과정이었지만 한국에게는 혁명의 과정이었다. 당연히 이것은 쉽지도 편하지도 않은 것이다.

먼저, 시장경제의 인프라에 대해 이야기 해보자. 본인에게는 이것이 시장의 보이지 않는 손이 효과

적으로 운용되도록 하는 법적, 제도적, 규제적 장치(때로는 경제의 소프트웨어라고도 한다)의 의미이다.

예를 들면 우리는 시장이 효율의 촉진자이자 정보의 집합체라는 개념에 익숙해져 있는데, 이러한 개념은 하이에크(Hayek)에 의해 소개되었으며 근대경제학의 기여로 정확해진 것이다. 그러나 이러한 목적을 위해서는 시장이 효과적으로 기능하기 위한 정확한 정보가 필요하다. 이것은 정보공개 의무와 회계기준이 국제모범규준에 일치시키는 것이 중요하다는 것을 밑바탕에 두고 있다. 결정적인 것은 한국이 대체로 이제까지 해온 대로 규칙과 규제를 국제수준에 맞추는 것만으로는 충분치 않다는 것이다. 실제 행동을 국제기준에 맞추는 것이 중요하다.

여기서 나타나는 전망은 그리 고무적이지 않다. 예를 들면 한국에는 8,000개의 상장기업이 있지만 자격과 경험이 있는 회계감사는 단지 4,000명밖에 되지 않는다고 한다. 이는 대부분 상장기업들의 회계가 올바르게 감사받고 있다는 것을 보장하기 어렵다는 것을 의미하고, 다시 이것은 투자자와 신용은행들이 이용할 수 있는 정보가 실제보다 정확하지 않다는 것을 의미한다.

두 번째 예는 기업 지배구조이다. 한국은 주주들의 권리를 보호하고 사외이사를 임명하고 정보공개와 투명성을 제고하는 여러 중요한 조치들을 취했다. 그러나 이러한 장치들을 충분히 이행하고 이용하기에는 시간이 걸릴 것이다. 어떤 기업들은 이러한 기업 지배구조의 개선을 방해하려고 하고 있다고 들었는데 유감스러운 일이다. 당국은 자신의 입장을 고수해야 한다.

시장인프라의 다른 중요한 요소는 파산절차와 금융감독의 문제인데 이 문제는 본인이 기업과 금융부분 개혁을 주제로 지금 설명하겠다.

기업구조조정에 대해서 살펴보자.

낮은 이윤과 과도한 부채 수준으로 인한 기업의 약점들은 경제 취약성의 중요한 원인으로 남아 있다. 부채비율은 여전히 높다. 대기업의 1/4은 수익이 너무 적어서 이자지불을 감당할 수 없을 정도이다. 그리고 신용등급이 낮은 많은 기업들은 자금을 조달하는데 어려움을 겪고 있다.

기업구조조정은 현재까지 몇 가지의 명백한 경우에만 초점이 맞추어져 왔다. 구조조정은 종종 자산 부채교환, 자산매각, 최고경영진의 교체, 재벌의 분사, 대출연장 혹은 신규대출 등을 포함해 왔다. 이러한 노력에도 불구하고 한국이 기업구조조정에 더 적극적으로 움직일 필요가 있음은 명백하다. 어려움을 겪고 있는 대기업들은 여전히 금융시장을 불안하게 할 여지가 있으며 생존할 수 없는 기업들이 경제에 장애가 되고 있다.

채권자들 사이에 합의가 이루지지 않고 비현실적인 평가가 자산매각의 걸림돌이 되어 구조조정 진행과정이 지연되고 있다. 또 다른 문제는 금융기관의 감독자로서의 정부의 역할과, 기업부문에 폭넓게 관계되어 있는 채권은행들의 지배주주로서의 정부의 역할사이에 이해가 상충되고 있다는 것이다. 이것은 규제를 약화시키고 손실인정을 지연시켜 기업과 경제 전반에 걸친 건전성 회복이 늦어지게 하고 있다.

지금 우선순위는 어려움을 겪고 있는 대기업들을 찾아내어 이를 해결하도록 더 많은 노력을 기울이는데 있다. 채권은행은 곤란을 겪고 있는 기업들을 상세히 조사하여 그 결과를 가지고 집행할 필요가 있다. 이것은 어느 기업이 생존할 수 있는지를 객관적으로 판단하여 경영 및 재정적 구조조정이 그 기업들로 하여금 스스로 다시 일어설 수 있도록 하는 측면에서 이루어지도록 하는 것을 의미한다.

곤란을 겪고 있는 나라에 대한 금융제공을 시장이 꺼려하고 있다는 것은 그만큼 시장이 현재 상태의 그 나라 기업들의 생존력을 의심한다는 분명한 신호이다. 이러한 환경에서는 정책당국이 기업 도산을 받아들일 준비가 되어있어야 한다. 그리고 당국은 회사채 시장에 대한 보증 중지 계획을 서둘러 실행해야 한다.

기업채무의 구조조정은 시장경제의 중요한 인프라중 하나인 파산절차의 취약성 때문에 지연되어 왔다. 이 상황을 연구한 전문가에 의하면, 현재의 파산절차는 소액채권자와 소액투자자들의 권한이 너무 많아 문제해결에 장애가 되고 있다는 것이다. 주된 채권자에게 더 많은 권한을 주도록 파산법을 개정하는 것에 높은 우선순위를 두어야 한다. 당국은 이러한 문제를 인정하고 파산법을 개정하는 작업을 진행중이다.

자발적 화의에 의한 구조조정이 어떤 역할을 할 수는 있지만, 이러한 행위가 법정 파산절차를 개선하는 것을 대체할 수는 없다. 법적 구속력, 명확히 규정된 절차, 그리고 법정관리인을 임명할 수 있는 권한을 가진 법원이 구조조정 계획을 결정하고 집행할 수 있는 가장 좋은 기구이다.

기업부문의 취약성은 금융부문으로의 이전을 위협한다. 시중은행의 수익성과 대손충당금 모두 개선되었으며, 증권발행, 결손처분, 여신회수 등의 결과로 부실채권의 비율은 하락했다. 그러나 기업구조조정이 계속되면 추가적인 부실이 드러나기 쉽다.

은행들은 문제기업들의 여신에 대해 대손충당금을 증가시켜 왔다. 그리고 지금 감독기구가 은행들로 하여금 그들의 재무제표상의 만기와 환율불일치에 대해 더 많은 주의를 갖도록 할 필요가 있다. 그러나 대손충당금에 대한 의구심이 확산되고 있다. 대기업의 도산은 자본충족비율을 심각하게 감소시킬 수 있으므로 적극적인 사업 및 재무 구조조정이 꼭 필요하다.

정부가 대부분의 금융을 소유하고 있는 것은 여신결정이 상업적인 판단에 기초하지 않고 부실기업을 지탱해 주기 위한 것이라는 위험성을 내포하고 있다. 최근에는 정부는 은행으로 하여금 여신을 회수하도록 압력을 가하기 시작했는데 이것은 다시 일부 기업들이 대출을 상환하기 위하여 자산을 매각하도록 강제하는 것이다. 이러한 결과의 한 부분으로, 지난 달 외국인 직접투자는 월별기준으로 지난 1월이래 처음으로 12억 3천만 달러를 기록하여 두 배 이상 증가하였다.

그럼에도 불구하고 정부로 하여금 은행부문에서 손을 떼게 하는 것이 경영효율을 높이고 기업구조 조정에서 이해상충을 제거하는데 중요하다. 정책당국은 금융에서 손을 떼기로 한 그들의 약속을 지킬 확실한 조치를 취하여 은행이나 다른 민간부문이 구조개혁을 추진하도록 하는 것이 중요하다. 비록 정확한 민영화 시점은 시장조건에 달려 있지만 향후 은행이나 민간부문을 더 비싸게 팔 수 있다는 희망에서 국가소유로 계속 둔다는 것은 가치 없는 일이다. 서울은행의 매각은 중요한 단계가 될 것이다. 은행, 투자신탁회사, 보험회사 등 여타 금융기관의 회복을 위해서는 그들이 민영화 준비를 가속시키는 것이 필요하다.

효과적인 시장경제를 위한 또 다른 인프라인 감독기능의 강화를 위해 많은 일들이 진행되어 왔지만 그러나 더 많은 진전이 필요하다.

이러한 일련의 거시경제와 구조개혁 과제를 보면서 우리는 그동안 성취해 온 것을 과소평가해서는 안 된다. 그러나 해야 할 일들이 더 많다는 것을 축소해서도 안 된다. 본인이 언급한 것들의 공통주제는 시장에 대해 더 큰 신뢰를 가질 필요가 있다는 것이며 이것은 경제에 대한 간섭을 더 적게 한다는 것을 의미한다.

## 개혁 프로그램으로부터의 교훈

IMF에서의 본인의 임기가 끝남에 따라 우리가 한국이나 아시아의 다른 곳에서 금융위기를 해결하는 동안 해온 역할과 배운 교훈들을 잠깐 돌아보았으면 한다.

위기를 치유하는 것보다 예방하는 것이 더 좋은 것임을 우리가 잘 알고 있으므로 예방하는 것에 대해 우리가 배운 교훈부터 시작하겠다.

첫 번째 교훈은 IMF가 감독을 함에 있어서 좀 더 주의를 기울였어야 했고, 특히 한국에서 시장 전상황에 좀 더 조율을 맞추었어야 했다는 것이다. 위기를 예측하는 데 실패한 이유 중 하나는 전에 다른 나라에서 일어난 위기가 대개 빈약한 거시경제 기초변수와 과도한 정부 재정적자로 인한 국제수지의 경상적자에서 비롯되었다는 것이다. 비슷한 취약점을 찾았던 다른 관측통들과 우리는 한국에서 고전적인 외환위기의 어떤 징표도 발견하지 못했다. 즉 위기는 거시경제의 잘못된 운영에서라기보



다 기업과 은행의 잘못된 운영에서 발생했던 것이다.

더구나 경제는 결국 널리 인정된 기업과 금융의 취약점이 있음에도 불구하고 장기간 좋은 성과를 내도록 운영되었다. 이러한 사실 즉 한국의 놀라운 성장기록이 정책당국자들뿐만 아니라 경제분석가와 관측통들 사이에 일종의 안도감을 불러 일으켰을지도 모른다. 결국 한국이 발전하고 세계경제와 더 밀접히 통합되면서 고도성장기에 그렇게 잘 작동하였던 정부 및 재벌주도적 경제가 낮은 충격에 의외로 취약했음이 증명되었다.

효과적인 감시를 위해서는 적절한 정보도 요구된다. 정도는 다르지만 IMF나 투자자들 그리고 정책당국은 부실채권의 규모, 기업부문의 건전성, 대외채무의 만기에 대한 윤곽, 그리고 특히 위기가 발생하기 몇 달 전의 공식 외환보유고에 관한 불완전한 정보로 말미암아 곤란을 겪었다. 정보부족은 현실상황이 갑자기 명백해졌을 때가 그렇지 않았을 때보다 투자자들의 반응이 더 격렬하다는 것을 의미했다.

이러한 교훈에도 불구하고 더 나은 감시체제와 조기경보체제가 있었다라면 모든 위기를 방지할 수 있었을 것이라고 믿는 것은 순진한 생각이다. 때로는 우리가 위기경고 징후를 놓칠 때도 있을 것이다. 그리고 또 때로는 경고 징후를 보더라도 정책당국자들로서 하여금 조치를 취하도록 설득할 수 없을 때도 있을 것이다. 예를 들면 태국이나 러시아 그리고 브라질 등과 같은 아시아나 다른 지역의 위기들은 미리 예견되었지만 당국들은 적절한 시기에 필요한 조치를 취할 의사도 능력도 없었다. 그러나 IMF의 감시체제와 절차가 지금처럼 1997년에도 튼튼하였다면 그리고 IMF의 국제자본시장국이 활성화되었다면, IMF는 아마 사전적 예방조치를 하면서 좀 더 일찍 한국상황에 대해 비상벨을 울렸을 것이다. 하지만 우리는 그 때 선거가 다가오고 있었다는 것도 기억할 필요가 있다.

두 번째의 교훈은 경제가 외부충격에 취약하지 않기 위해서는 자본계정과 금융자유화의 우선 순위가 신중하게 정해져야 한다는 것이다. 한국에서 먼저 외국인투자에 대해 개방하고 그 후 단기자본에 대해 개방하는 것과 같은 좀더 균형 있는 접근을 했다면 유동성위험 문제를 최소화시켰을지도 모른다. 외국계 은행의 설립을 개방했다면 은행의 관례를 개선시키고 은행제도를 더 강화시켰을 것이다.

세 번째 교훈은 본인이 앞서 언급한 바와 같이, 만약 아시아의 환율이 좀더 유동적이었다면 위기가 훨씬 덜 중요했거나 아마 일어나지 않았을지도 모른다는 것이다. 원화와 다른 아시아 통화가 달러화처럼 평가되었다면 1996년 말에 실효환율기준으로 절상하지 않아도 되었을 것이다. 또 1997년 초에 직면했던 국제수지 문제는 덜 심각했을 것이며, 단기자본의 유출입은 아마 더 적었을 것이다. 그리고 한국은 환율을 방어하기 위해 외환보유고의 모두를 소진하지 않아도 되었을지도 모른다.

위기관리에 대한 교훈은 어떠했는가?

실제 오래된 교훈이지만 가장 중요한 교훈은 개혁과 구조조정 주체가 이를 이행함으로써 개혁을 성공시키고, 또 개혁이 성공한다는 것을 금융시장에 확신시키는 것이 아주 중요하다는 점이다. 복잡한 정치여건 특히 위기상황에서 주체의 개념은 단순하지 않지만 주체의 개념이 중요하다는 것은 옳다. 본인이 서두에서 언급한 것처럼, 이러한 점에서 해야 할 일에 대한 한국 정치지도자와 국민들의 헌신은 예외적이었다. 개혁을 추진해야 했던 대통령이 이 문제에 대해 비난받지 않을 수 있었을 것이라는 것은 물론 우연이다. 그렇지만 한국의 성과는 두드러진다.

두 번째의 일련의 교훈은 거시경제정책에 관한 것이다. 나라가 금융위기와 통화위기를 동시에 겪을 때 자연히 통화정책은 딜레마에 빠진다. 다른 것들이 동일하다면 금융위기에 대한 처방은 더 확장적인 정책이고 통화위기에 대한 처방은 더 긴축적인 정책이다. 이러한 딜레마는 위기 초의 IMF 정책 권고안에 대한 가장 심한 비판의 배경이 되었다. 우리는 견잡을 수 없는 평가절하가 한국 기업과 은행들에게 파멸적일 것이므로 일시적인 금리의 상승이 통화와 경제를 안정시키는데 필요할 것으로 결론지었다. 우리는 환율이 안정되도록 금리를 단기간동안 높은 수준에서 유지시켜야 했으며, 반면에 통화방어의 실패가 더 큰 폭의 명목환율 평가절하와 달러를 차입한 기업에 대한 더 큰 부채상환 문제를 야기했을 것이라는 점을 예상했고 또 그것이 옳았다는 점을 강조하면서 이러한 견해에 동조한다. 우리는 결코 고금리가 가져올 고통에 대해 모르거나 무관심하지 않았다. 그리고 한국은행의 긴급금융 지원을 포함한, 고금리의 충격을 완화하기 위한 일련의 조치들을 우리는 지지했다.

이러한 접근법에 대해 비판자들은 고금리가 기업들에게 부채상환 부담을 증가시키고 도산 가능성을 높임으로써 실제 자본유출을 악화시켜 통화가치를 악화시켰다고 주장한다. 이러한 견해에 따르면 통화를 덜 긴축해야 했고 더 큰 금융지원을 했어야만 했다. 이와 연관된 논쟁은 비록 금리를 인상시켜야만 했다고 하더라도 그 기간이 너무 길었다는 것이다.

통화긴축이 이러한 종류의 금융위기시 환율을 지지하는데 효과적인지에 대해 많은 연구가 있었다. 결과는 각기 다르지만 금리가 합리적인 범위에 머무르는 한 통화긴축은 통화가치를 강하게 하는데 도움이 된다는 견해를 대체로 지지하는 것으로 본인은 해석한다. 또한 달러가 계속해서 나라 밖으로 빠져나갈 때 중앙은행이 달러로 표시된 외화대출금리를 올려야 하는지에 대해 위기 초기시절 있었던 논쟁을 본인은 기억한다. 그렇게 했을 때 자본유출은 줄어들었다.

또한 한국에서 금리가 너무 오랫동안 너무 높게 유지되었다고 논하기는 어렵다. 먼저, 불과 두 달 사이에 통화가치가 반으로 떨어지는 경제에서 콜금리가 최고 35%가 되는 것은 그리 높은 것이 아니다. 둘째, 금리가 최고조에 있었던 때는 매우 짧은 기간이었다. 즉 두 달만에 금리는 하락하기 시작했고 3개월 뒤 이미 10%대가 되었으며 다시 3개월 뒤의 금리는 한자리수가 되었다. 셋째, 기업의 어려움이 금리가 내려온 뒤에도 계속되었다는 사실은 이 부문의 많은 문제들이 단기정책의 압력이라기 보다는 저변에 깔려있는 취약성의 결과였다는 것을 나타낸다.

마지막으로, 이미 대규모로 지원된 국제금융 규모를 더 늘리는 대안은 검토되지도 검토되어서도 안 되었다고 믿는다.

한국은 재정정책면에서 오랫동안 보수적인 접근을 하였는데 이것은 그 목적을 아주 잘 수행했다. 위기가 닥쳤을 때 이러한 프로그램은 재정정책을 약간 긴축함으로써 보수주의를 유지하도록 하였다. 여기에는 적어도 세 가지 이유가 있었다. 첫째, 가장 중요한 것으로서 우리는 불황의 깊이를 예상하지 못했다. 둘째, 정부는 아주 고비용의 금융구조조정에 직면해 있었다. 셋째, 재정 보수주의는 투자신뢰를 신속히 회복하는데 유익하다고 생각되었다. 그러나 신뢰가 회복되는데는 약간의 시간이 걸렸다. 그리고 몇 달 안되어 위기의 정도가 명백해졌을 때, 재정정책은 예상치 못한 취약점과 사회안전망 강화의 필요성 때문에 완화되었다.

위기상황에서 통화와 재정정책을 설정하는 것은 결코 쉬운 일이 아니며 합리적인 사람은 세밀한 정책선택을 동의하지 않을 수도 있다. 아마 가장 중요한 교훈은 불확실성이 확산되는 상황에서 정책프로그램을 정기적으로 검토하여 상황변화에 대처할 수 있도록 수정해 나가는 점일 것이다. 아시아에서는 이러한 것이 이행되었으며, 1998년 초까지 IMF의 지원을 받는 아시아의 모든 재정지원 프로그램에 대한 재정정책의 긴축기조는 바뀌어져 왔다.

세 번째 교훈은 프로그램의 구조정책의 역할에 관한 것이다. 1997년 말 한국이 직면했던 위기가 거시경제의 취약이나 재정적자보다는 구조적인 문제의 결과였다는 것이 처음부터 명백했다. 그러므로 위기 대응에 구조개혁의 중요한 요소를 포함시키는 것이 불가피하기도 했고 적절하기도 했다. 만약 프로그램이 이러한 문제들을 무시했다면 한국이 장래 또는 다른 위기에 취약한 채로 남아 있을 것이므로 신뢰성을 갖기가 어려웠을 것이다. 그리고 구조적인 문제를 손대지 않은 채로 있었다면 대규모의 공적자금도 외국 상업은행들의 부채연장을 위한 지원도 이루어지지 않았을 것이다.

그러나 구조개혁의 조건이 너무 자세하고 지나치다는 논의에 대해서는 어떠한가? 한국의 경우에는 방대한 양의 구조개혁 프로그램이 금융·기업구조조정의 핵심분야에 집중되어 있다. 이러한 핵심분야 외에 몇 가지의 조치들은 의향서에 포함되어 있다. 그러나 대출을 상환하기 위해 맞추어야 하는 공식적인 요구사항인 구조성과기준은 거의 전적으로 금융분야에 있다. 그럼에도 불구하고 의향서와 정책내용 중 일부는 너무 지나쳤으며, 프로그램의 질을 심각하게 손상시키지 않으면서 간소화시킬 수 있었을 것이다.

IMF 지원 프로그램의 구조개혁 조건이 순전히 금융과 기업 구조조정에 초점을 맞추었다고 하더라도, 이러한 것이 프로그램들 중 가장 어려운 부분이었던 만큼 매우 논란이 많았을 것이라는 점에 우리는 주목해야 한다. 지금도 이러한 부분들이 완전한 것은 아니다. 그리고 이러한 것들이 본질적인 것이라는 폭넓은 인식에도 불구하고 개혁을 집행하는 데 있어서 중요한 장애로 남아 있다. 금융구조조

정은 항상 어려운 것이기 때문에 이 문제가 한국에만 국한되는 것은 아니며, 정책당국자들은 종종 이 문제가 그냥 지나가기를 바라면서 직접 다루기를 회피한다. 그러나 이 문제를 다루지 않는다면, 이 문제는 항상 나아지기보다는 더 악화된다.

네 번째 교훈은 금융위기를 해결함에 있어서 민간부문 참여 보장의 필요성이 중요하다는 것이다. 한국의 경우, 민간부문 참여는 1997년 말 크리스마스 만찬석상에서 내내 주요 금융인들의 양심에 열심히 호소해야 했기 때문에 비교적 다루기 어려웠다. 이러한 국면에서 우리가 좀더 일찍 움직였다더라면, 크리스마스 이브 당시만큼 상황이 심각해질 때까지 은행들이 참여할 준비가 되어 있었을지는 분명치 않지만 몇 주 정도는 절약할 가능성이 있었을 것이다.

본인이 언급하고 싶은 마지막 교훈은 IMF의 대출제도에 관한 것이다.

만일 우리가 "IMF의 일반자금을 적절한 안전장치 하에 일시적으로 이용할 수 있도록 함으로써 회원국들에게 신뢰를 주어야 한다"는 규정에 책임을 다하려고 하면, 자본계정의 위기는 IMF 내에서 경상계정 위기와는 다른 대출자격이 필요하다.

갑작스러운 대규모 자본유입의 역류에 대처한다는 것은 경상계정상의 금융 갭(gap)을 없애는 것보다 훨씬 더 큰 도전이다. 우리는 예금인출사태 때 이런 교훈을 배웠어야 했다. 1997년 12월, 우리는 전통적인 IMF 예비제도 경우보다 더 많은 지원금을 아주 짧은 기간에 더 높은 금리로 제공하는 부속지불준비제도를 만들었다. 이러한 제도는 한국에서 최초로 실시되었는데, 바게훗(Bagehot)이 고안하여 대출자의 최후 수단을 위한 규칙 일부에 포함된 것으로써 부가가치가 아주 높은 IMF의 대출장치이다.

아울러 지금 우리는 긴급대출선(Contingent Credit Line) 제도를 운용하고 있다. 긴급대출선 제도는 위기를 방지할 목적으로 IMF의 자금을 할당하는 것이다. 이 대출은 건전한 정책을 시험해 보이는 나라들에게 제공되며, 그 나라가 다른 나라로부터의 위기에 감염되는 경우 잠재적으로 대규모의 대출이 이루어지는 것이다. 대출선의 비용은 매우 적정한 수준이며 실제 그 나라들에게 아주 적은 비용으로 외환보유고를 비축하는 기회를 효과적으로 제공하는 것이다. 이 제도는 최근 이용자의 편의에 맞게 더욱 개선되고 금융조건도 좋아졌으므로, 본인은 금년 말쯤에 첫 수혜국이 나올 것으로 확신한다.

## 미 래

이제 IMF와 한국과의 미래 관계를 잠깐 이야기하면서 결론을 내리겠다.

첫째, IMF는 감독과 기술지원 활동에 있어서 한국으로부터 신뢰받는 정책자문 역할을 할 수 있기

를 바란다. IMF로부터 차입하지 않을 때가 프로그램을 협상하며 요구조건을 충족시켜야만 할 때보다 당연히 더 좋다.

이러한 역할에는 아래와 같이 여러 가지가 있다.

- 제4조의 자문이나 프로그램이후의 권고를 통한 정책선택과 경제발전에 관해 제공하는 포괄적 자문
- IMF가 세계은행, 국립중앙은행의 전문가들, 금융감독자들과 함께 수행하는 금융부문 평가프로그램을 통한 금융부문의 취약점과 잠재적 개선사항 확인
- 통계제공, 금융 및 재정의 투명성과 같은 국제표준과 윤리강령에 준한 이행성과의 평가. 이러한 평가는 표준강령준수에 관한 보고서(ROSCs)에 지금 수록되어 출판되고 있다. 이것은 투자자에 대한 정보의 원천이며 훌륭한 정책에 대한 자극제가 된다. 한국의 재정 ROSC는 이미 완성되어 IMF의 웹사이트에 등재되어 있다. 국가 통계 ROSC는 향후 수개월 내에 완성되어야 한다.
- IMF의 재정업무국이 정책당국의 예산집행 과정이 개선 가능하도록 도와주는 것과 같은 특정 정책과제에 대한 협조제공
- IMF 이사회에서 정기적으로 열리는 감독에 관한 다자간 토의와 각 나라의 전망과 문제에 관한 토의 등에서 도출되는 통찰력

둘째, 위기발생 직후 아시아국가들은 스왑 라인(swap line)을 포함하여 새로운 지역협정을 체결하고 새로운 통화협정을 토의하고 있다. IMF는 이러한 고무적인 지역협력을 환영하는데 이러한 협력은 IMF와 여타 세계협정이 제 기능을 하도록 해야만 할 것이다.

우리는 이러한 지역적 노력이 성공되도록 협조할 준비가 충분히 되어있다. 예를 들면 우리가 이미 여러 지역 포럼에서 해 온 것처럼 감독과정의 지원이라든지, 합의된 신용의 10%이상을 대출해야 할 경우 IMF 지원프로그램으로 가능하도록 ASEAN+3에서 구상된 바 있는 금융협정에 협조하는 일 등이 그것이다.

셋째, 정책자문의 제공과 더불어 IMF는 최선의 정책을 옹호하기도 한다. IMF는 개방되고 안정지향적이며 시장친화적인 정책수행을 지지하고 있는데, 이러한 정책은 회원국들의 생활수준과 안정된 세계경제 및 금융 환경의 향상을 굳건히 하여 지속시킬 수 있는 최선의 방법이라고 국제사회가 경험으로부터 배워 온 것들이다. 그리고 말할 나위 없이 IMF의 규정들이 우리에게 위임한 것처럼, 우리는 회원국이 필요로 할 때 금융지원을 할 준비가 항상 되어있다.

마지막으로, 아시아가 충분한 역할을 하지 않으면 세계적 기구로서의 IMF는 완전한 기관이 되지 못한다는 것을 본인은 말하고 싶다. 아시아의 대표성이 IMF의 쿼터에서 충분히 반영되고 있지 못하다

는 데 관심이 집중되어 있으며, 물론 한국도 쿼터가 심각할 정도로 너무 적은 대표적인 경우이다. 한국의 쿼터는 늘어나야 한다.

쿼터는 정상적인 차입크기를 결정하기 때문에 문제가 된다. 그러나 예외적인 환경에서 이러한 한도가 초과될 수 있다는 것을 한국사람들은 알고 있다. 쿼터는 또한 IMF의 이사회에서 국가의 투표권의 비중을 결정한다. 그러나 이사회에서 투표는 아주 드물고, 효과적인 이사회의 기능은 공식적인 투표권이 아니라 이사들의 설득력에 의해 결정된다. 이러한 이사의 자리에는 최고의 능력을 갖춘 후보들이 일관되게 임명되며(최근의 한국 대표는 아주 잘해왔다) 각국 정부는 이사회에서 무엇이 토의되고 있는지 면밀한 관심을 갖고 있다는 점이 중요하다.

한국에는 실력 있는 대학들과 많은 경제학 박사(이들 중에는 해외에서 수학한 사람도 많다)들이 있는데, 이러한 경제학 박사들 중 많은 사람이 정책문제보다는 이론에 더 관심을 가지고 있다. 그러나 경제학자들은 보통 현실세계에 관심이 있기 때문에 부분적으로 현실에 참여한다. 그리고 한국의 뛰어난 경제학 박사들이 국내 및 국제 양쪽 모두의 정책분석에 더 많이 참여할 수 있는 여지가 있다고 본인은 확신한다. 이렇게 되면 한국 자신의 놀라운 성장과 안정의 경험과 함께, 한국은 국제경제에 대해 생각하고 영향을 미칠 수 있는 중요한 역할을 확실히 할 수가 있다.

앞으로 한국이 이러한 역할을 충분히 할 수만 있다면, 이는 한국에 이익이 될 것이며 또 세계에도 이익이 될 것이다.

끝으로 본인은 지난 4년 간에 걸쳐 한국 프로그램에 대해 일할 수 있었던 것이 얼마나 큰 도전이자 특권이었는지 모른다고 말하고 싶다. 한국이 이룩한 것은 정말로 대단한 것이다. 그리고 앞으로 한국이 이룩하는 것은 마찬가지로 대단할 것이라고 본인은 확신한다.

## 질 의 · 응 답

**[질 문]** 한국 정부와 IMF가 공동으로 IMF 지원 구조조정 프로그램을 발표했을 당시, 귀하는 그 프로그램 하에서 1998년의 경제성장률이 약 2~3%로 유지될 것이라고 가정하였다. 그러나 실제로는 -6%로 나타났다. 이것은 거시경제 성과의 엄청난 오착이었다. 이러한 것이 다소 거칠고 너무 긴축적인 거시경제정책을 처방하는데 어떤 역할을 하였는가?

**[답 변]** 프로그램 초기에 우리는 성장률을 0%~2%로 추정하는 것이 보다 현실적일 것으로 생각했다. 그러나 그 당시에는 한국정부 스스로가 커다란 성장둔화가 있을 것이라는 점을 예측할 수 없었다. 이 점에 대해서 말한다면, 우리도 성장결과가 -6% 정도로 취약해지리라고는 예

측하지 못했다.

본인은 비현실적으로 낙관적인 성장률 추정했다는 그 자체가 거시경제정책을 너무 긴축적인 방향으로 몰고 갔다고는 믿지 않으며, 오히려 그 반대였을 것이다. 하나 더 이야기하자면, 이는 만약 우리가 경제성장이 그렇게까지 빠르지 않았을 것이라고 예측했었다면 통화증가보다 통화증가율 목표가 더 높았을 것이라는 것을 의미했다. 더구나 고성장 예측을 기초로 지출과 조세 정책을 수립함으로써, 여러분들은 경제활동이 약화될 경우 작동할 자동안정장치의 여지를 만든 것이다. 전반적으로 본인은 그 당시의 정책들이 아마 우리가 더 낮은 성장률을 가정했을 경우에 채택되었을 정책들보다 다소 팽창적(분명히 통화 측면에서)이었을 것이라고 생각한다.

지나치게 높은 성장률을 추정하는 것은 더 많은 정치적 문제와 시장기대를 야기한다. 정치적으로는 정책입안자들이 위기의 깊이를 이해하지 못할지 모르고 필요한 소임을 충분히 다하지 않을지도 모르기 때문에 문제이다. 시장기대에 대한 문제는, 프로그램에서 예측했던 것보다 더 낮은 성장률이 발생할 경우 투자자들은 프로그램이 작동하지 않고 있다고 결론지을 것이기 때문이다. 약간 뒤에 실시된 프로그램 중 특히 1999년 브라질의 경우, 예상 성장률은 실제 결과보다 훨씬 낮았다. 우리는 -3%를 예상했으나 결과는 0%였다. 우리가 신중하게 한 것은 아니었지만 일을 더 잘한 것 같았다.

**[질 문]** 귀하는 한국 정부가 지난 1~2년간 기업구조조정의 속도를 늦추는 데 역할을 했다고 언급하였다. 많은 한국인들이 이러한 비판에 같은 생각을 갖고 있다. 그러나 기업개혁의 속도가 노동시장에 미치는 영향에 신경을 써야하는 것이 정부의 상황이라고 생각된다. 이것은 불가피한 정치적 현실이다. 즉 정부는 그러한 구조조정의 사회적 결과에 신경을 써야 한다. IMF의 입장에 볼 때, 한국 정부가 이 문제를 더 잘 해결할 수 있었다고 생각하는가?

**[답 변]** 기업 구조조정이 빠르게 수행될수록 어려움은 더 적어지기 쉽다. 아마도 위기 직후의 여파에서 노사정간의 합의가 이루어졌다면 기업 구조조정이 더 쉬워졌을 것이다. 여러분들이 시간을 더 오래 끌수록 그리고 일상으로 돌아가는 부분들이 더 많아질수록, 고통 없이 필요한 개혁을 수행한다는 것은 더 어려워질 것이다. 모든 구조조정은 혼란을 야기하지만 한국의 실업률은 지금 매우 낮다. 그리고 아마도 지금보다 더 좋은 때는 없을 것이다.

**[질 문]** 현재 한국에서는 재벌문제 접근에 대한 논쟁이 집중적으로 진행되고 있다. 재벌 구조조정 이행에 대한 많은 크고 작은 규제적 제한조치로 이루어진 지금까지의 정부의 접근방식은 매우 규제적이었다. 우리는 이러한 접근방식을 다시 검토하여 규제 그 자체보다는 시장원리에 더 많이 의존해야 할 때가 아닌가 생각한다. 그러나 만일 우리가 이러한 새로운 궤도를

향해 움직이기 시작한다면 국제자본시장은 우리의 정치적 의지가 약화되었다고 믿기 시작할 것이다. 이 점에 대한 귀하의 권고사항은 무엇인가?

[답 변] 만약 자본시장이 재벌에 대해 작동할 수 있도록 하고 규제의 정도를 줄이도록 정부가 선언한다면 투자자들은 정치적 의지가 약화되었다기보다는 강화되었다는 결론을 내리기가 더 쉬울 것이다. 만일 정부가 재벌에 대한 자본시장의 작용을 허용한다고 선언할 경우 염려되는 것은 그러한 것이 실패할지도 모른다는 점이다.

[질 문] 일본경제에서 일어날 수 있는 최악의 시나리오는 무엇이며, 한국과 아시아 전반에 미치는 영향은 무엇인가?

[답 변] 본인은 일본경제의 최악의 결과를 설명하고 싶지 않지만 문제는 있다. 즉 일본의 정상적인 거시경제정책은 김이 빠져 버린 것이다. 일본 중앙은행(Bank of Japan)은 일본 정부의 장기 채권을 매입하거나 외환을 매입함으로써 통화완화정책을 좀 더 운용할 수는 있지만, 이것은 결과적으로 엔화의 약화를 초래했을 것이다. 이러한 엔화의 약화는 다소 팽창적인 것이 되었을 것이다. 재정정책으로는 많은 것을 할 수가 없다. 따라서 남은 것은 구조조정뿐이며 이것은 단기적으로 비용이 든다. 고이즈미(Koizumi) 수상은 그가 제안하고 있는 정책들이 단기적으로는 어려운 것으로 이해한다고 말했으며 본인도 그가 옳다고 생각한다.

일부 인사들은 경제가 너무 약해지면 구조조정을 연기해야 한다고 한다. 그러나 경제가 부분적으로 아주 오랫동안 약해져 온 것은 구조조정이 연기되어 온 탓이며, 따라서 아주 어려운 상황이다. 일말의 희망은 있다. 만일 정부가 이러한 상황에 대처하는 프로그램과 이를 수행하는 결정이 일관성 있게 보였다면 소비자와 기업들의 기대가 보다 낙관적인 방향으로 움직였을 것이다.

[질 문] 구조조정과 관련하여, 돌이켜 보면 확대통화정책으로의 전환이 너무 빨리 왔고 그로 인해 한국의 구조조정이 빨리 수행되지 못했다고 생각된다. 이에 대한 귀하의 견해는 무엇인가?

[답 변] 이는 정치적 경제의 문제이다. 본질적으로 귀하가 말하고 있는 것은 한국이 거시경제 활동을 계속 더 압박했어야 했고 더 천천히 회복해야 했다는 것이다. 이러한 것은 구조조정을 촉진시켰을 것이다. 똑 같은 논쟁이 일본에서 계속되어 왔다. 즉, 구조조정을 촉진시키기 위해 이자율을 올려야만 한다는 것이다. 만일 거시경제적 상황이 더 나빠졌다면 구조조정을 더 많이 해야 하는 것이 옳을지도 모른다. 그러나 본인은 이러한 효과가 얼마나 클지 모르겠으며, 외부전문가에게 이러한 종류의 정치·경제적 판단을 할 권리가 있다는 확신을 전혀 가질 수 없다.



귀하가 지적한 점은 흥미로운 것이지만, 본인은 거시경제적 관점에서 확대통화정책으로 전환한 것이 너무 빠른 것이었다고는 생각하지 않는다.

**[질 문]** 귀하의 견해는 거시경제의 긴축보다 구조조정을 더 많이 강조했다는 것인가?

**[답 변]** 만일 우리가 구조조정 정책을 조금이라도 더 많이 강조할 수 있었는지는 모르겠지만, 결국 IMF 지원 프로그램과 의향서에 대한 평가 중 하나는 그 속에 구조조정정책이 너무 많았다는 것이었다. 이 질문은 아마 “우리가 위기직후인 12월~1월에 바로 확대 재정·통화정책으로 갔어야 했는가?” 하는 것인지도 모르겠다. 아마 우리는 확대통화정책을 권고해야 했을 것이다. 그러나 통화정책의 관점에서 여러분들은 통화가치의 폭락을 막아야만 했다. 그래서 1월의 확대통화정책 조치는 좀 너무 빨랐을 것이다. 거시경제정책의 기본적인 과정이 결정되었을 때, 그 다음으로 강조되는 것은 구조조정정책이다.

**[질 문]** 본인의 질문은 인사에 관한 것이다. 귀하는 IMF에서의 한국 쿼터가 너무 적고 충분하지 않다고 하였다. 만약 귀하가 IMF 총재로 선출된다면 귀하는 한국의 금융전문가를 귀하의 현재 직위에 임명할 용의가 있는가? 과거 경험을 고려해 볼 때, 금융위기동안의 적절하고 합리적인 금리에 대한 귀하의 견해는 무엇인가?

**[답 변]** 국적을 근거로 제공되는 특정 직위에 대한 전체적인 질문은 매우 복잡한 문제이며, 여기에는 일반적 균형문제가 얽혀있다. 만약 어떤 자리를 바꾼다면 다른 많은 자리들도 바뀌어 한다. 국적제한을 두지 않으면 유리한 점이 많이 있다는 것을 본인은 안다. 그러나 이러한 것이 WTO의 지도자를 선출하는 것을 그리 쉽게 만들지 않았다는 사실에 본인은 놀랐다. 우리는 이 문제에 대해 생각할 필요가 있다. 그리고 본인은 이러한 국적제한이 결국 바뀔 것이며 그렇게 되어야 한다고 생각한다. 그러나 우리는 미래의 선택을 위해 적절한 훌륭한 제도를 가지고 있다는 확신을 가지는 것이 필요하다. 그리고 우리는 지금 크고 작은 일들을 하는 제도를 가지고 있다.

본인은 많은 한국인들과 아시아인들이 IMF에서 직원으로 일하는 것을 보고 싶으며 IMF에서 일하는 한국인들의 수가 이미 증가하고 있다. 진정한 문제는 어떤 나라 사람들은 미국에서 교육을 받은 후 고국으로 돌아가는 것을 좋아하지만 어떤 나라 사람들은 그렇지 않다는 것이다. MIT대 교수로 재직시 본인은 미국에 머물고 싶어하느냐 아니냐에 따라 신입생들의 국적을 예측할 수 있었다. 예를 들면 한국을 비롯한 인도네시아, 호주에서 온 학생들은 고국으로 돌아가는 것으로 보였다. 그러나 우리는 아시아 특히 동아시아 사람들을 IMF에 유치할 필요가 있으며, 이러한 절차를 밟고 있다는 점을 말씀드린다.

위기시의 적정 이자율이 무엇이나는 귀하의 질문으로 돌아가 보면, 여기에는 쉬운 대답이 없다. 여러분들은 경제활동 회복의 필요성에 대한 통화안정의 필요성이 균형을 유지하도록 해야 한다. 폐쇄경제에서는 큰 어려움 없이 이자율을 감소시킬 수 있다. 그러나 개방경제에서는 훨씬 더 많은 복잡한 선택을 해야한다.

[질 문] 귀하의 강연에서 귀하는 지역협력과 지역협정 특히 ASEAN+3 스왑협정에 대해 언급하였다. 본인의 생각으로는 ASEAN+3으로 표시되는 스왑협정은 지역차원의 협력을 위한 제도화의 시작이다. 귀하는 아시아 금융위기 초기에 훨씬 더 제도화된 지역차원의 협력형태인 아시아통화기금(Asia Monetary Fund)이 필요하다는 주장이 있었다는 것을 기억하는가? 소위 'Chiang Mai Initiative'라고 하는 ASEAN+3이 좀더 제도화된 아시아통화기금으로 발전할 경우 귀하는 그 안을 여전히 지지할 것인가? 그리고 어떤 조건으로 지지할 것인가?

[답 변] 아시아의 지역협력은 지금 진행과정에 있고 충분히 발전하기까지는 오랜 시간이 걸릴 것이다. 아시아 경제들은 여러 가지로 제3시장에 있어서 보완적이라기보다는 경쟁자들과는 사실이 다소 걸림돌이 되고 있다. 그러나 지역 내 경제협력 구축을 위해 할 수 있는 일들이 많다.

아시아 경제들이 향후 20~30년에 걸쳐 어떻게 전개될지 예측하기는 어렵다. 지역 내에서의 중국과 일본의 상대적 역할에 많이 좌우될 것이다. 즉, 그 두 나라가 이웃 국가들에게 그리고 상호간에 무역 및 금융 협정을 어떻게 개방하느냐에 달려있는 것이다. 우리는 유럽 경제통합이 여러 가지 측면에서 경제적 노력이 아니라, 대륙의 안정과 평화를 보장하고자 하는 정치적 노력에서 이루어졌다는 사실을 기억해야 한다. 비슷한 동기가 아시아에서 작동하지 않을 이유가 없다. 이것은 유익한 것이다.

ASEAN+3과 아시아통화기금에 대해서 중요한 문제는 미래의 지역협정이 다른 국제기구 및 그들과의 협력이 보완적인가 하는 것이다. 유럽에서 이루어진 협정은 결코 세계협정과 서로 선택적인 것으로 보이지 않으며 이러한 것이 옳다. 아시아 지역협정이 이러한 방식으로 발전한다면 IMF나 세계은행, WTO로부터 충분한 협조와 지원을 받을 것으로 본인은 확신한다. ASEAN+3은 이러한 정신을 반영할 것으로 보인다.

지역협력은 세계경제에 충분히 참여하는 것이 선택적인 것으로 보이지 않아야 한다. 본인은 아시아에서의 지역협력 문제가 아마도 정치적 이유로 인해 이러한 관점에서 논의되는 것을 보고 가끔 놀란다. 이 지역은 세계 모든 지역 중에서 세계경제통합으로 가장 큰 이익을 보고 있는 곳이다. 세계경제통합에서 지역내부 중시에 초점을 두는 방향으로 움직이는 것은 실수가 될 것이다. 여러분들은 지역협력을 구축할 수 있으며 동시에 세계경제와의 연계

를 강화시킬 수 있다. 여기에는 아시아뿐만 아니라 세계기구들의 분별 있는 접근방식이 요구된다. 그리고 이것이 아시아가 IMF에서 더 큰 목소리를 내어야만 하는 이유중 하나이다.

[질 문] 멜처(Meltzer) 보고서와 관련하여, 귀하는 IMF를 개혁해야 한다는 권고안에 동의하는가?

[답 변] 멜처 보고서는 IMF보다 세계은행에 대해 더 급진적 영향을 주고 있다. 그러나 IMF에 대해 이야기하자면 그 보고서는 우리가 대출에 대한 선행자격요건에 대해 훨씬 더 나아가야 한다고 권고하고 있다. 한 나라가 위기에 빠질 때까지 대응하는 것을 기다리기보다는 우리가 사전에 행동을 취하여 그 나라에게 권고해야 한다. 특히 위기에 빠졌을 때 IMF의 대출을 받을 수 있는 나라의 명단을 우리는 가지고 있어야 한다. 이 명단에 들기 위해서 각 나라들은 튼튼한 금융제도 및 변동환율제도와 같은 특정한 조건을 충족해야 할 것이다. 이러한 조건에 충족되는 나라들은 문제가 생겼을 경우 IMF로부터 자금을 대출 받을 수 있으며 그렇지 않은 나라들은 불운해지는 것이다.

이러한 접근방식은 인센티브를 주는데 아주 좋다. 즉 각 나라들에게 옳은 일을 하도록 분명하게 권장할 것이며 이와 같은 의미에서 우리는 이러한 접근방식에 동의한다. 사실 우리는 긴급대출선(Contingent Credit Line)이라고 하는 제도를 도입하였는데, 멜처 보고서가 권고하고 있는 것과 아주 일치한다. 그러나 우리가 모든 IMF 대출을 이러한 방식으로 하도록 스스로 한정해야 한다는 점은 의문의 여지가 있다.

본인은 우리가 이러한 방식의 대출한도를 40%에 맞춘다면 다행이라고 생각한다. 만일 어떤 정부가 그 나라를 곤경에 빠지게 하여 그 정부를 교체한다면 어떤 일이 일어나겠는가? 그 새로운 정부는 IMF의 회원이며 IMF 협약 조항에는 아주 분명히 다음과 같이 되어 있다. “우리의 목적은 적절한 안전장치 하에서 IMF의 일반자금을 회원들이 일시적으로 이용할 수 있도록 함으로써 우리 회원들에게 신뢰를 주기 위한 것이다.”

IMF의 조항들은 곤경에 처한 나라들에게 우리가 기꺼이 대출을 해야하며, 당사국들은 경제상의 문제를 해결할 수단을 가지고 있다는 것을 제시해야 한다는 것을 의미한다. 곤경에 처할 경우 IMF가 대출을 해줄 것이라 것을 여러 나라들이 알기 때문에 IMF의 대출가능성이 때때로 나쁜 정책을 조장한다고 말을 하기도 한다. 이는 잘못된 것이라 생각된다. 왜냐하면 본인은 IMF로부터 차입해야할 처지가 되기를 바라는 나라를 본적이 없기 때문이다. 우리가 나쁜 정책을 조장한다고 생각되지 않는다. 오히려 본인은 우리가 IMF 지원 프로그램과 IMF의 감독을 통해 좋은 정책을 권장하는 것으로 안다. IMF 대출은 국제사회가 도움의 손길을 넓히는 한 방법이다. 이는 “만일 여러분들이 규칙에 따라 운영하고 제도에 동참한다면, 곤경에 처할 경우 여러분들을 돕기 위해 우리는 노력할 것이다”라고 표현되어 있다. 본인은

우리가 이러한 방식을 지속해야 한다고 생각한다.

가령 한국이 곤경에 처할 경우 한국에 대출해줌으로써, 잘못된 정책입안자들에게 보상을 해서는 안 된다는 말에 본인은 동의하지 않는다. 고통을 겪게 될 사람은 바로 그 정책입안자들이 아니며 그들이 대다수이지도 않다. 단지 실수를 한 재정담당 부처 직원 몇 사람 때문에 수백만의 한국 사람들에 대한 지원을 우리가 거절해야 하는가? 따라서 뭇처 보고서가 일부 우리의 대출방식에 대해 사리에 맞게 지적하고 있지만, 비록 선행자격요건을 충족하지 못했다고 할지라도 우리는 위기에 처한 나라들에 대한 지원을 중단할 수 없으며 그리고 중단해서도 안 되는 것이다. 그러나 본인은 선행자격요건을 갖추지 않은 나라들에 대해 더 높은 대출이자율을 부과하는 대신, 선행자격요건을 갖춘 나라들에 대한 인센티브를 주는 것에 동의한다.

---

# Korea and the IMF

Stanley Fischer\*

## Introduction

Mr. Chairman, Ladies and Gentlemen.

It is a great pleasure to be here today and to speak before such a distinguished audience. As you may know, I will soon be stepping down as the First Deputy Managing Director of the IMF. And so I am very happy to have this opportunity to visit Korea for the last time in my official capacity.

Happily, this visit is much less dramatic than my visit to Korea on November 20, 1997. This was a few days before the formal start of negotiations between the Korean government and the IMF, and at a time when the depths of the crisis that was about to engulf Korea were just becoming clear. On that occasion I was barricaded in my room by the press which, while inconvenient, was at least convincing evidence of the strength of Korean democracy.

Now the crisis is three years behind us and Korea has made a remarkable recovery after a period of considerable economic pain and dislocation. Economic growth resumed just three quarters after the start of the crisis, and the lost ground had been recovered in less than two years. National output now stands 13 percent above its level prior to the crisis: Korea has recovered more powerfully than any other major economy which fell victim to financial turmoil during the 1990s.

Growth in Korea has of course slowed significantly over the last year or so. To some extent this was inevitable given the sharp V-shape of the recovery from the crisis. But Korea has also been affected by the slowdown in the global economy. Export values are down sharply from last year, reflecting weaker demand growth in Korea's trading partners, and particularly weakness in the demand for semiconductors and electronics. At the same time,

---

\* As prepared for delivery at the Institute for Global Economics, Seoul. I am grateful to Robert Chote for his assistance, and to Ajay Chopra, David Coe, Anthony Richards, and Wanda Tseng for helpful comments and suggestions. Views expressed are those of the author, not necessarily those of the IMF.

domestic spending remains sluggish, with strengthening business and consumer confidence not yet feeding through into investment and consumer spending.

The challenge now is to put the economy back on a path of stronger and sustainable growth. I will begin today by talking about some of the key policy challenges that Korea has confronted since the crisis. In most of them important progress has been made, although here as everywhere there is more that can and should be done.

I will then look back briefly at the Korean and other recent economic programs, to try to identify some of the lessons that should be drawn from that experience. I will conclude by talking about the relationship between Korea and the IMF in the future how the Fund can help Korea, and how Korea can help the Fund.

## **Policy Challenges**

### *Political Leadership*

The key to Korea's recovery since 1998 has without doubt been the commitment of the country's political leaders and people to the course of sound macroeconomic policies and far-reaching structural reform. President Kim Dae-Jung's leadership was crucial. He publicly supported the program in the darkest days of the crisis and never hid from the public the gravity of the situation they faced. The Korean people rose to the challenge, demonstrating remarkable solidarity in the face of very difficult circumstances. Labor unions, employers and the government worked together to implement what were often painful changes. And it was moving indeed to see on TV ordinary people handing over prized belongings as their own personal contribution to the national recovery effort.

This sense of solidarity has served Korea well in the past, and it will no doubt serve it well in the future too. As the next election approaches, it is vital that the commitment to reform is maintained and that despite the difficult global economic situation the momentum of current efforts is not lost. Past experience suggests we have good reason to be hopeful on that score.

---

---

*Reducing Macroeconomic Vulnerabilities*

Now let me turn to macroeconomic policy. The recent weak growth performance should not blind us to some impressive achievements on this score.

First, the authorities have learned one of the most important lessons of the crises of the 1990s, and allowed exchange rate flexibility in both directions. Every major financial crisis of the last few years from Mexico in 1994/5 to Argentina and Turkey most recently has in some way involved a fixed or pegged exchange rate. Countries with more flexible regimes were by no means unscathed, but they suffered to nothing like the same degree. This was no coincidence.

To favor a flexible exchange rate is not to say that the level of the exchange rate should not be a matter of policy concern. The more open the economy, the more important the exchange rate is as a determinant of both inflation and output. Both monetary and fiscal policy can be deployed to affect it. Intervening to calm disorderly market conditions as the authorities have done on occasion may be entirely appropriate. But it is important to ensure that market forces continue to determine the exchange rate and that the authorities do not squander their reserves in an attempt to defend the currency at any particular level. That would be counterproductive and give speculators a target that they will be only too happy to shoot at.

A second, and related, achievement has been to increase official reserves to close to \$100 billion. Countries in Asia with very large reserves did better in avoiding the worst of the crisis than those with smaller reserves. The traditional IMF reserve indicator was the ratio of reserves to imports, with reserves equivalent to three or four months of imports seen as a rough benchmark. But in an era in which crises are more likely to arise from the capital than the current account, it makes more sense as a first approximation to argue that countries need reserves sufficient to cover their short-term debt. Korea's reserves now stand at around 165 per cent of short-term liabilities, comfortably exceeding that benchmark. Short-term debt has also been substantially reduced indeed Korea is now a net external creditor.

Third, the authorities have made good progress implementing their inflation-targeting framework for monetary policy a framework that has the added advantage of allowing exchange rate movements to be taken into account in the setting of monetary policy in so

---

far as they affect the outlook for inflation. The task of monetary policy, and the credibility of the framework, has been made slightly more difficult by the fact that inflation is likely to overshoot the target this year by about half a percentage point. This recent increase in inflation has largely been the result of temporary factors like the weakness of the won, higher public service charges and the lagged impact of oil prices. But there is no evidence of demand pressure. The authorities should explain that the breach will be temporary and that it should be accommodated, and should focus on the implications for future policy.

Fourth, Korean fiscal policy has been conservative in fact, tighter than intended. Fiscal policy was supposed to be mildly expansionary this year, but in the first quarter the surplus actually increased. It is important that this tightening does not continue with the economy as weak as it is at present. The authorities have had some difficulty implementing fiscal policy in recent years and are now looking at ways to revamp the budgeting process. The IMF would be happy to help in this endeavor if that would be useful.

#### *Structural Policies*

Now let me turn to structural policies.

I will focus on three areas: improving the infrastructure of the market economy; corporate restructuring, and; strengthening the financial sector. Further progress in each of these areas is essential to complete the task of reform and restore the long-term growth capacity of the Korean economy.

But first let me note that on these fronts Korea has been trying to carry out within the space of a few years what the older industrial economies took many decades or even centuries to achieve. For them it was a process of evolution, for Korea it is a process of revolution. Naturally this is neither easy nor comfortable.

First, let me talk about putting the **infrastructure of the market economy** in place. By this I mean the legal, regulatory and institutional framework sometimes called the *software* of the economy that allows the invisible hand of the market to operate effectively.

For example, we are familiar with the notion, introduced by Hayek and made precise by modern contributions to economics, that markets are efficient processors and aggregators

---



of information. But for this purpose, they require accurate information to function effectively. This underlines the importance of bringing disclosure requirements and accounting standards into line with international best practice. The crucial point is that it is not enough to bring *rules and regulations* up to international standards, which Korea has by and large done. It is essential as well to bring *actual practices* up to international standards.

Here the picture is less reassuring. It is said, for example, that Korea has 8,000 listed companies, but only 4,000 qualified and experienced auditors. This must mean that it is difficult to ensure that the accounts of most of the listed companies are audited correctly, which in turn means that the information available to investors and creditor banks must be less accurate than it should be.

Corporate governance is a second example. Korea has taken important steps to protect investor rights, promote the appointment of outside directors, and improve disclosure and transparency. But fully implementing and capitalizing on the framework may take some time. It is regrettable to hear reports that some corporations are trying to undermine some of the corporate governance reforms. The authorities should stick by their guns.

Other important elements of market infrastructure include insolvency procedures and financial supervision, which I will examine as I take up next the topics of corporate and financial sector reform.

#### **So, corporate restructuring.**

Corporate weaknesses remain an important source of vulnerability, thanks to low profitability and excessive debt levels. Debt-to-equity ratios remain high. A quarter of Korea's large companies are earning too little to meet their interest payments. And many lower-rated companies have been having difficulty getting financing.

The focus of corporate restructuring has so far been on a few high-profile cases. Restructuring has often involved debt-equity swaps, asset sales, replacement of top management, spin-offs from the rest of the chaebol, and creditors providing new financing or rolling over loans. Notwithstanding these efforts, it is clear that Korea needs to move more aggressively to restructure the corporate sector. Large distressed firms still have the capacity to destabilize financial markets and nonviable firms remain a drag on the economy.

---

The process has been hampered by disagreements among creditors, and by unrealistic valuations that have held up the sale of assets. Another problem has been the conflict of interest between the government's role as supervisor of the financial system and its role as a major shareholder in banks with large exposures to the corporate sector. This has weakened regulation and delayed the recognition of losses, thereby slowing the return of corporations and the economy as a whole to economic health.

Priorities now include stronger efforts to identify and deal with large firms in distress. Creditors need to conduct detailed examinations of firms in trouble and act on the results. This means coming to an objective judgment as to which are viable and then doing what needs to be done in terms of operational and financial restructuring to ensure that they can stand on their own two feet again.

To the extent that markets are unwilling to provide financing to troubled countries, this is a clear signal that they doubt the viability of those companies in their current form. In those circumstances, the authorities should be prepared to allow the firm to fail. It follows that the authorities should press ahead with their plans to stop underwriting the corporate bond market.

The restructuring of corporate debts is being delayed by weakness in the insolvency framework, an important element of the infrastructure for a market economy. According to the experts who have studied this situation, under the current insolvency regime, small holdout creditors and even equity holders have too much power to hold up the resolution of problem cases. Amending the bankruptcy law to give more power to senior creditors is an important priority. The authorities recognize these problems and work to amend bankruptcy procedures is under way.

Voluntary out-of-court restructuring can play a role, but action in this area is no alternative to improving the court-based insolvency regime. With their legal mandate, clearly defined procedures, and powers to appoint a receiver, the courts are the best setting in which to agree and implement restructuring plans.

Corporate sector weaknesses threaten to spill over into the **financial sector**. Commercial bank profitability and provisioning for loans have both improved, and the proportion of impaired loans has fallen as a result of securitization, write-offs and loan recovery. But

---

further corporate restructuring is likely to reveal additional losses.

Banks have increased their provisions for exposure to some problem companies, and the supervisory framework now requires banks to pay more attention to maturity and exchange rate mismatches in their balance sheets. But there is widespread suspicion of underprovisioning. Big corporate failures could significantly reduce capital adequacy ratios, so aggressive operational and balance sheet restructuring is essential.

Government ownership of large parts of the financial sector creates the risk that credit decisions are not based on commercial judgments, but rather to prop up failing companies. It is only recently that the government has begun to force banks to call in loans, which in turn is forcing some companies to sell assets in order to repay them. Partly as a result, last month foreign direct investment more than doubled to \$1.23bn, its first monthly rise since January.

Nonetheless, getting government out of the banking sector is important to improve management and remove the conflict of interest in corporate restructuring. It is important for the authorities to take concrete steps to demonstrate their commitment to exiting the financial system, and to allow banks and other private sector institutions to drive the restructuring process. Although the precise timing of privatizations depends somewhat on market conditions, it is not worth keeping institutions under state ownership simply in the hope that the price they can be sold for will be higher in future. The sale of the Seoul Bank will be an important step. The rehabilitation of other financial institutions banks, investment trust companies, and insurance companies needs to be stepped up to get them ready for privatization.

Much work has been done to strengthen the supervisory process, another part of the infrastructure for an effective market economy, but further improvements are necessary.

Looking at this set of macroeconomic and structural reform challenges, we should not underestimate how much has been achieved; but nor should we underemphasize that more remains to be done. A common theme of much of what I have said is the need to put more faith in the market which implies less intervention in the economy.

---

## Lessons from the Program

As I am coming to the end of my time at the Fund, I hope you will allow me to look back briefly on the role we played in Korea and elsewhere in Asia during the resolution of the financial crises and at some of the lessons we and others have learned.

Let me begin with the lessons we have learned about preventing crises which everyone knows is better than having to cure them.

The first lesson is that Fund **surveillance** should have been more vigilant and more attuned to market developments, particularly in Korea. One explanation for the failure to predict the crisis is that previous crises elsewhere had largely stemmed from the current account of the balance of payments, reflecting poor macroeconomic fundamentals and excessive government budget deficits. We and other observers looking for similar weaknesses found few of the signs of a classic external crisis in Korea: the crisis arose more from the mismanagement of companies and banks, than from macroeconomic mismanagement.

What is more, the economy had managed to perform strongly for a long time, even in the presence of what were after all widely-recognized corporate and financial weaknesses. That fact Korea's amazing growth record may have created a sense of complacency, not only among policymakers, but also among analysts and observers of the economy. In the event, as Korea advanced and became more integrated with the world economy, the government- and chaebol-led system that had functioned so effectively during periods of rapid growth proved unexpectedly vulnerable to unfamiliar shocks.

Effective surveillance also requires adequate information. To varying degrees, the IMF, investors and the authorities were hampered by incomplete information on the magnitude of non-performing loans, the health of the corporate sector, the maturity profile of external debt, and especially in the last few months before the crisis burst out the level of official reserves. The lack of information meant that investors reacted more violently than they otherwise would have done when the realities of the situation suddenly became clear.

Notwithstanding these lessons, it would be naive to believe that better surveillance and early-warning systems will allow us to prevent every crisis. Sometimes we will miss the warning signs. And sometimes we will see the warning signs but be unable to persuade

---

---

policymakers to act. Some of the Asian and other crises for example those in Thailand, Russia, and Brazil were foreseen, but the authorities would not or could not take the necessary action in time. But if our surveillance infrastructure and procedures were as strong in 1997 as they are now and as strong as they should be once our International Capital Markets Department is up and running then our alarm bells would probably have rung about the situation in Korea somewhat earlier, perhaps allowing some preemptive action though, again, we need to remember that there was an election coming up at the time.

A second lesson is that **capital account and financial liberalization** must be carefully sequenced if it is not to make the economy more vulnerable to shocks. A more balanced approach in Korea, opening up earlier to foreign direct investment, and later to short-term capital flows, might have limited the danger of liquidity problems. Opening up to the presence of foreign banks would have improved banking practices and strengthened the banking system.

A third lesson, which I referred to earlier, is that the crisis would have been much less significant or might not have happened at all if **exchange rates** in Asia had been more flexible. The won and other Asian currencies would not then have appreciated as far in effective terms in late 1996 as they did as the dollar appreciated. The balance of payments problems faced in early 1997 would have been less severe. The inflow and outflow of short-term capital would likely have been smaller. And Korea might not have spent almost all its reserves trying to defend the exchange rate peg.

What about the lessons for crisis management?

The most important lesson and it is actually an old one is that **ownership** of the reform and adjustment program by the country implementing it is important to its success and to convincing financial markets that the program will succeed. Given the complexities of politics, especially in crisis situations, the concept of ownership is not simple, but the general notion that ownership is important is correct. As I mentioned at the outset of my talk, in this respect Korea was exceptional in the commitment of its political leadership and its people to what needed to be done. It was of course fortuitous that the President who had to push through the reforms could not have been blamed for the problems. But even so, Korea's performance stands out.

---

A second set of lessons concerns **macroeconomic policy**. When countries face a financial crisis and a currency crisis simultaneously, monetary policy naturally confronts a dilemma. Other things being equal, the cure for the first is looser policy, the cure for the latter is tighter policy. This dilemma lies behind some of the strongest criticisms of IMF policy recommendations at the start of the crises. We concluded that an unchecked devaluation would have been catastrophic for Korea's banks and corporations, and that a *temporary* hike in interest rates was therefore necessary to stabilize the currency and the economy. I stick by this view, emphasizing that we expected and were correct that interest rates would have to stay high for a short time, to stabilize the exchange rate, whereas a failure to defend the currency would have led to a greater nominal depreciation and greater debt problems for firms that had borrowed in dollars. We were by no means unaware or unconcerned about the pain the higher interest rates would impose. And we supported a range of measures to mitigate their impact that were put in place, including emergency liquidity support from the Bank of Korea.

Critics of this approach argue that higher interest rates actually exacerbated the capital outflow and weakened the currency, by raising debt servicing costs for firms and increasing the probability of default. On this view, there should have been less monetary tightening and a bigger package of financial support. A related argument is that even if interest rates did have to rise, they were kept too high for too long.

Numerous research studies have investigated whether monetary tightening is effective in supporting the exchange rate during financial crises of this sort. Results differ, but I read them as broadly supporting the view that so long as interest rates are in a reasonable range monetary tightening will help strengthen the currency. I also recall the controversy in the early days of the crisis, as dollars continued to pour out of the country, over whether the central bank should raise the rate on its dollar loans. When it did, the outflows slowed.

It is also hard to argue that interest rates were kept too high for too long in Korea. First, the 35 percent peak in the call rate was not large for an economy that has seen its currency halve in value in just two months. Second, interest rates were at their peak for a very short time: within two months they began to come down, three months later they were already in the teens, and they reached single digits three months after that. Third, the fact that cases of corporate distress continued to emerge once interest rates had been lowered, suggests that many problems in the sector were the result of underlying weaknesses rather

---

---

than short-term policy pressures.

Finally, the option of increasing the size of what was already a very large package of international financial support was simply not on the table nor, I believe, should it have been.

On the fiscal policy front, Korea has long taken a conservative approach that has served it very well. When the crisis hit, the program called for this conservatism to be maintained by somewhat tightening fiscal policy. There were at least three reasons. First, and most important, we did not anticipate the depth of the recession. Second, the government faced a costly financial sector restructuring. And third, fiscal conservatism was thought to be good for the rapid revival of investor confidence. However, confidence took some time to revive and once the extent of the crisis became clear, within a few months, fiscal policy was loosened to take account of the unexpected weakness of activity and the need to strengthen the social safety net.

Setting monetary and fiscal policy in crisis situations is by no means an easy task and reasonable people can disagree about the precise course chosen. Perhaps the most important lesson is that in a situation of pervasive uncertainty, it is essential to monitor the program closely through regular reviews so that it can be modified in line with changing circumstances. In Asia, this is what was done, and by early 1998 the thrust of fiscal policy had been reversed in all the Asian Fund-supported programs.

A third lesson concerns the role of **structural policies** in the program. It was clear from the outset that the crises that confronted Korea in late 1997 were more the result of structural problems than macroeconomic weaknesses or budget deficits. It was therefore inevitable and appropriate that the response to the crisis should contain a significant element of structural reform. The program would have lacked credibility if it had ignored these issues, because it would have left Korea vulnerable to another crisis further down the road. Neither the large volume of official support, nor the support of foreign commercial banks in rolling over their loans, would have been forthcoming if the structural agenda had been left unaddressed.

But what of the argument that structural conditionality was too detailed and too intrusive? In the case of the Korea program, the vast bulk of structural reforms centered on the core

---

areas of financial and corporate restructuring. A few measures outside these core areas were included in the letters of intent, but the structural performance criteria the formal requirements that had to be met to disburse the loan were almost exclusively in the financial sector area. Nonetheless, the sheer volume of detail in the LOIs and the policy matrices was probably excessive and it could have been streamlined without materially affecting the quality of the program.

We should note that there would probably have been just as much controversy over structural conditionality in the IMF-supported programs even if they had focused purely on financial sector and corporate restructuring for those were *the* most difficult parts of the programs. Even now they are far from complete, and resistance to implementing these reforms remains despite widespread recognition that they are essential. This problem is not unique to Korea. Financial sector restructuring is always difficult, and policymakers often avoid dealing with the problem in the hope that it will go away. But usually the problem gets worse, not better, when it is not dealt with.

A fourth lesson is the importance when necessary of securing **private sector involvement** in the resolution of financial crises. Private sector involvement was relatively heavy handed in the case of Korea, with leading bankers subjected to vigorous moral suasion over their Christmas dinner tables in late 1997. It is possible that we might have saved a few weeks by moving earlier on this front, although it is far from clear whether the banks would have been prepared to play ball until the situation had become as serious as it was on Christmas Eve.

The final lesson I want to refer to regards the Fund's **lending facilities**.

Capital account crises require a different lending capacity in the Fund than current account crises, if we are to fulfill the responsibility laid down in our Articles of Agreement to "give confidence to members by making the general resources of the Fund temporarily available to them under adequate safeguards".

Coping with huge and sudden reversals of capital inflows is a much bigger challenge than helping fill a current account financing gap. We had to learn this lesson on the run. In December 1997 we created the Supplemental Reserve Facility to provide larger quantities of support, over shorter time periods, and at higher interest rates than was the case under

---



traditional IMF stand-by arrangements. This facility which embodies some of the rules for a lender of last resort set out by Bagehot was pioneered in Korea and it is an extremely valuable addition to our lending armory.

In addition, we have now introduced the Contingent Credit Line facility. The CCL deploys the Fund's finances in an effort to help prevent crises. It is available to countries with demonstrably sound policies, and makes a potentially large line of credit available to them, to be drawn on in the event they are affected by contagion from a crisis elsewhere. The cost of the line of credit is quite modest, so it in effect allows countries the opportunity to augment their reserves at very low cost. This facility has recently been revamped to make it more user-friendly and more financially attractive and I am confident that it will have its first takers later this year.

## **The Future**

Now let me conclude by talking briefly about future relationships between the Fund and Korea.

First, I hope that the Fund in its surveillance and technical assistance activities can be a trusted policy adviser to Korea. This is inevitably a happier relationship when a country is not borrowing from the Fund than when it is having to negotiate a program, and meet performance requirements.

This role has a number of elements:

The comprehensive advice offered regarding policy options and economic developments through Article IV consultations or post-program monitoring;

Identifying weaknesses and potential improvements in financial sectors, through the Financial Sector Assessment Programs we carry out with the World Bank and experts from national central banks and financial regulators;

Assessments of performance relative to international standards and codes of conduct, for example on statistical dissemination, and financial and fiscal transparency. These assessments are now being gathered together and published in Reports on the Observance of Standards

---

and Codes (or ROSCs). This provides a spur to good policies and a source of information to investors. Korea's fiscal ROSC is already completed and available on the IMF website. The country's statistics ROSC should be completed in the next few months;

Providing help as required on specific policy topics, for example the work that our Fiscal Affairs Department has carried out to help the authorities identify possible improvements to its budgetary processes;

The insights that can be derived from the regular multilateral surveillance discussions on the IMF board and from the discussions of other countries' prospects and problems.

Second, in the wake of the crises, Asian countries are putting in place new regional arrangements, including swap lines, and are discussing new currency arrangements. The IMF welcomes this enhanced regional cooperation, which should be complementary to the global arrangements in place in the Fund and elsewhere.

We are ready to cooperate fully to help make these regional endeavors a success, for example by assisting in the surveillance process (as we already do in several regional fora), and by cooperating in the financing arrangements envisaged under ASEAN+3, where the activation of loans beyond 10 percent of the agreed lines will take place in the context of IMF-supported programs.

Third, in addition to providing policy advice, we also stand as an advocate of best-practice policies. The Fund embodies a commitment to open, stability-oriented, pro-market policies that the international community has learned from experience to be the best way to deliver strong and sustainable increases in living standards for its member countries and a stable global economic and financial environment. And needless to say, as our Articles of Agreement commit us to, we stand ready to provide all our members financial support when they need it.

Finally let me say that the Fund as a global institution is incomplete if Asia is not playing a full role in it. Much attention has been focused on the underrepresentation of Asia in the IMF's quota, and Korea is of course the leading case of a quota that is seriously too small. Korea's quota should be increased.

---

The quota matters because it determines the normal size of borrowing though Koreans know that in exceptional circumstances those limits can be exceeded. The quota also determines the country's voting share in the Executive Board of the IMF. But votes are rare in our Board and the effectiveness of Executive Directors is more a function of their persuasiveness than their formal voting power. It is important that these posts are occupied consistently by candidates of the highest quality and your recent representatives have been very good and that national capitals take a close interest in what is being discussed in the Board.

Korea has strong universities and a large number of PhD economists, many of them foreign-trained, many of them more interested in theory than in policy problems. But economists usually entered the field in part because they were interested in the real world, and I am sure that there is room for more of your excellent PhD's to be more involved in both domestic and international policy analysis. Given this, and Korea's own remarkable growth and stabilization experience, your country surely has an important role to play in thinking about and influencing the international economy.

It will be to Korea's benefit and to the world's if it plays that role as fully as possible in the future.

In closing, let me say what a privilege and challenge it has been to be able to work on the Korean program over the last four years. What your country has achieved is truly remarkable. And I am sure that what you will achieve in the future is equally remarkable.

Thank you, and good luck, and good policies.

---

### Question & Answer

---

**Q** When the Korean government and the IMF jointly announced the IMF-supported restructuring program, you assumed that under the program the growth rate of the economy would stand at around 2-3% for 1998. In the event, it turned out to be minus 6%. This was a gross mis-projection of macroeconomic performance. Did that play a role in prescribing a macroeconomic policy that was rather harsh and too

---

contractionary?

**A** At the beginning of the program we thought that a growth assumption of 0% to minus 2% would have been more realistic, but at the time the Korean government could not bring itself to predict that there would be a significant slowdown. Having said that, even we did not anticipate that the outturn would be as weak as minus 6%.

I don't believe that having an unrealistically optimistic growth assumption in itself led to macroeconomic policy being set too tight if anything the opposite. For one thing, it meant that the target for money growth was higher than it would have been if we had assumed that the economy would grow less quickly. In addition, by setting spending and tax policy on the basis of a high growth forecast, you create room for automatic stabilizers to work if activity turns out weaker. Overall, I think the policies that emerged were probably a bit more expansionary - certainly on the monetary side - than they would have been if we had assumed a lower growth-rate.

Assuming too high a growth rate causes more problems politically and for market expectations. Politically, it is a problem because the policymakers may not understand the depth of the crisis, and may not be willing to do as much as necessary. For market expectations, it is a problem because when growth comes in lower than assumed in the program, investors conclude that the program is not working. In some later programs, notably Brazil in 1999, the assumed growth rate was *lower* than the actual result. We forecast minus 3% and the outcome was 0%. We did not do that deliberately, but it did seem to work out better.

**Q** You mentioned that the Korean government has played a role in slowing corporate restructuring over the past 1-2 years. Many Koreans share this criticism. However, I think the government has to be concerned with the implication of the speed of corporate reform on the labor market. This is the inevitable political reality: that the government has to be concerned about the social consequences of such restructuring. From the IMF's perspective, how do you think our government could have better handled this problem?

**A** The more quickly corporate restructuring is undertaken, the less difficult it is likely

---

---

to be. It would probably have been easier to restructure companies in the immediate aftermath of the crisis, when there were agreements among labor, business, and the government. The longer you go on and the more things get back to normal, the more difficult it becomes to undertake necessary but painful reforms. Every restructuring creates disruptions, but the Korean unemployment rate is quite low at the present, and there will probably not be a better time.

**Q** There is intensive debate going on in Korea nowadays about the approach to the chaebol problem. Thus far, the government's approach has been highly regulatory, consisting of many minor and major regulatory restrictions on chaebol performance. We are wondering whether it is time to review this approach and rely more on market discipline rather than on regulation itself. However, if we start moving toward this new track, the international capital market will begin to believe that our political will has weakened. What would be your recommendations on this?

**A** If the government announced that it was allowing the capital markets to work on the chaebol and reduce the extent of regulation, investors would be more likely to conclude that political will has strengthened rather than weakened. What might cause concern would be if the government announced that it would be allowing the capital markets to work on the chaebol, but then failed to do so.

**Q** What would be the worst possible scenario for the Japanese economy, and what would be the impact on Korea and Asia in general?

**A** I do not want to describe nightmare scenarios, but there is a problem: normal macroeconomic policies have run out of steam in Japan. The Bank of Japan could do a bit more on monetary policy - by buying Japanese government bonds at the long-end or buying foreign exchange, which would result in a weakening of the yen. This would be somewhat expansionary. You cannot do very much with fiscal policy. So all that is left is restructuring, and that is costly in the short-run. Prime Minister Koizumi has said that he understands that the policies he is proposing would be painful in the short-run and I think he is right.

Some observers would say the economy is so weak that restructuring should be delayed. But the economy has been weak for a very long time in part *because*

---

restructuring has been delayed, so it is a very difficult situation. There is a ray of hope though. Consumer and business expectations would move in a more optimistic direction if the government was seen to have a coherent program to deal with the situation and the determination to carry it out.

**Q** Regarding structural adjustments in Korea, I think switching to an easy monetary policy came too early in hindsight and because of that our structural adjustment program was not implemented quick enough. What is your view of this?

**A** That is a question of political economy. In essence you are saying that Korea should have kept macroeconomic activity more suppressed and had a slower recovery. That would have encouraged structural adjustment. The same argument has been made in Japan: that they should raise interest rates in order to encourage restructuring. You may well be right that more restructuring would have been done if the macroeconomic situation had been worse. But I do not know how strong that effect would have been, and I not at all sure that outside advisors have the right to make political economy judgments of that sort.

While the point you make is an interesting one, I don't think that the switch to easy monetary policy came too soon from the macroeconomic viewpoint.

**Q** In hindsight, would you have put more emphasis on structural adjustments rather than macroeconomic tightening?

**A** I do not know if we could have put any more emphasis on structural policies after all, one of the criticisms of the IMF-supported program and the Letters of Intent was that there was too much structural policy in them. Maybe the question is: "Should we have gone immediately in December-January to an easier fiscal and monetary policy?" We probably should have recommended an easier fiscal policy, but in terms of monetary policy you had to stop the collapse of the currency. So having an easier monetary policy in January would have been a bit too soon. Once the basic course of macroeconomic policy was determined, the emphasis later was on structural policies.

**Q** My question is regarding personnel. You said that the Korean quota at the IMF is too small, or underrepresented. When will you be elected as governor of the IMF

---

---

and, after you have become governor, would you be prepared to recommend a Korean financial expert to your current position? What would be an adequate or reasonable interest rate during the period of economic or financial crisis in your view, considering past experiences?

**A** The question of allocating certain positions on the basis of nationality is a very complicated one and there is a general equilibrium problem: if you change it in one place, you have to change it in a lot of others. I can see many advantages to not having these nationality restrictions, but I am struck that this has not made it any easier to pick a leader for the WTO. We need to think about this question, and I expect that the nationality restrictions will eventually change, and that they should but we need to be sure we have a good system in place for making future choices. And in the meantime, for now we have a system that more or less works.

I would certainly like to see many more Koreans and Asians on the staff at the IMF and the number of Koreans is already rising. There is a real problem in that some nationalities obviously enjoy going home after an education in the US and some do not. It seems that Koreans like Korea and so many of your PhDs go home. As a professor at MIT, I could predict from the nationality of newly arrived students whether they were likely to stay in the States or not. Indonesians and Australians, as well as Koreans, for example, seem to go home. But we do need to get more Asians and particularly East Asians into the IMF and I am happy to say that we are making some progress.

Turning to your question of what is an adequate interest rate in a crisis, there is no easy answer. You have to balance the need to stabilize the currency against the need to revive economic activity. In a closed economy, you can cut interest rates without much difficulty. In an open economy, it is a far more complicated choice.

**Q** In your presentation you mentioned about the regional cooperation and regional arrangements and you specifically mentioned ASEAN+3 swap arrangements. In my view, this swap arrangement represented by ASEAN+3 is the beginning of the institutionalization of regional-level cooperation. Do you remember that at the very beginning of the Asian financial crisis, there was a claim that Asia needed an Asian Monetary Fund, a much more institutionalized form of regional level cooperation.

---

If ASEAN+3 -- what is called the Chiang Mai Initiative -- developed into a more institutionalized Asian monetary fund, would you still support that idea and under what conditions would you support it?

**A** Regional cooperation in Asia is a process that is just getting underway and it will take a long time to fully develop. It is hampered to some degree by the fact that Asian economies are in many ways competitors in third markets rather than complementary, but there is a lot that can be done to build up economic cooperation within the region.

It is hard to predict how Asia's economies will evolve over the next 20 to 30 years. Much will depend on the relative roles of China and Japan in the region: how open they are to trade, and to financial arrangements with their neighbors and with each other. We should remember that economic integration in Europe was in many ways driven not by economics, but by the politics of trying to ensure a stable and peaceful continent. There is no reason why similar motivations should not operate in the Asian context. That would be useful.

As to the ASEAN+3 and Asian Monetary Fund, the key question is whether future regional arrangements complement other international institutions and cooperate with them. The arrangements created in Europe were never seen as an alternative to global ones and rightly so. If that is the way in which regional cooperation develops in Asia, then I am sure there would be full cooperation with and support from the IMF, the World Bank, and the WTO. The ASEAN+3 initiative certainly seems to reflect this spirit.

Regional cooperation should not be seen as an alternative to full participation in the global economy. I am surprised sometimes to see it discussed in those terms in Asia, probably for political reasons. Of all regions in the world this is by far the one that has benefited most from integration into the global economy. It would be a mistake to move from integration into the world economy to a more inward-looking regional focus. You can build up regional cooperation and at the same time strengthen your links with the global economy. That requires a sensible approach from Asia, but also from the global institutions. And it is one reason why Asia should have a greater voice in the IMF.

---



---

**Q** Regarding the Meltzer report, do you agree with the recommendations to reform the IMF?

**A** The Meltzer report has more radical implications for the World Bank than for us; but let me talk about the IMF. The report recommends that we move much more towards a system in which countries pre-qualify for loans. Rather than waiting to respond when countries get into a crisis, we should encourage them to take action beforehand. In particular, we should have a list of countries that can receive IMF loans if they get into a crisis. To get onto this list, countries would have to meet certain conditions, such as a strong financial system and a floating exchange rate. Countries that meet these conditions can borrow from us if they get into trouble, and it is tough luck for those that do not.

This approach is very good for incentives - it would certainly encourage countries to do the right thing, and in that sense we are in favor of it. Indeed, we have introduced the so-called Contingent Credit Line facility, which is very much in line with what the Meltzer report is recommending. But I doubt we should confine ourselves to doing all our lending this way.

I think we will be lucky if end up doing as much as 40% of our lending this way. What happens if a government gets a country into trouble and then gets replaced? The new government is a member of the IMF and our Articles of Agreement say quite clearly: "Our purpose is to give confidence to our members by making the general resources of the Fund temporarily available to them under adequate safeguards."

The rules of the IMF mean that we should be willing to lend to countries that are in trouble, provided they are taking measures to fix the underlying problems in the economy. It is sometimes said that the possibility of IMF lending encourages bad policies, because countries know the IMF will be there to lend if they get into trouble. I think that is wrong, because I have never found a country that wants to be in a position where it has to borrow from the IMF. I don't think we encourage bad policies rather I know we encourage good policies, both in IMF-supported programs, and through our surveillance. IMF lending is a way for the international community to extend a helping hand. It says: "If you play by the rules and join the system, we will

---

try to help you if you get into trouble." I think we should continue that way.

I do not agree with those who say, for example, that if Korea gets into trouble, we should not reward bad policymakers by lending to them. It is not just the policymakers who will suffer, and not even mainly them. Should we refuse to help millions of Korean people just because a few members of the Finance Ministry made a mistake? So while the Meltzer report points to a sensible way to do some of our lending, we cannot and should not give up helping countries in crisis, even if they did not prequalify. But I am in favor of providing incentives to prequalify for instance by charging higher interest rates to countries that do not prequalify.

---

---

## 세계경제연구원 후원회 가입안내

---

- 후원회원의 종류 : 법인회원, 개인회원

---

  - 법인회원에 대한 서비스  
연구원 주최 행사에 우선 초청  
연구원 주최 행사에 5인까지 무료 참가 가능  
연구원이 발간하는 모든 간행물 무료 제공  
법인 회원을 위한 특별 세미나 및 간담회 개최

---

  - 개인회원에 대한 서비스  
연구원 주최 행사에 초청  
행사 참가비 할인  
연구원이 발간하는 일부 간행물 무료 제공

---

  - 후원회비는 관련세법에 따라 세금공제 가능

---

  - 회원 가입 문의  
551-3334~7(전화) 551-3339(팩스)  
E-mail : igenet@igenet.com  
<http://www.igenet.com>
-



**세계경제연구원**  
Institute for Global Economics

서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505호

전화 : 551-3334/7, FAX : 551-3339

E-mail : [igenet@igenet.com](mailto:igenet@igenet.com)

(Website) <http://www.igenet.com>