

# IMF 1년의 평가

김인준

〈서울대 경제학부 교수〉

이 글은 지난 11월 11일 상공회의소에서 열린 삼성경제연구소 주최 심포지움에서 발표된 내용을 간추려 옮긴 것이다.  
(편집자 주)

## 1. 머리말

30년간 고도성장을 구가해오던 우리 경제는 지금 지난 오일파동 이후 최대의 경제위기를 겪고 있다. 우리 나라 뿐만 아니라 이러한 외환·금융위기를 겪은 나라들은 과거에도 많았다. 80년대 남미 국가들뿐만 아니라 90년대에 들어와서도 스칸디나비아 3국들뿐만 아니라 멕시코와 동남아시아 국가 등이 외환·금융위기를 겪었다. 최근의 외환·금융위기는 선진국과 신흥공업국가를 가리지 않고 모든 나라에서 일어나고 있다.

## 2. 한국 외환·금융위기의 원인과 특징

한국의 외환·금융위기의 발생은 대내적, 대외적 요인 모두에 영향을 받을 뿐만 아니라 자본자유화에 따라 boom-bust cycle이 발생한 상황에서 이에 대한 정책대응을 제대로 하지 못한 데에도 그 원인이 있다.

### 대외적인 요인

대외적인 요인으로는 무엇보다도 인도네시아와 태국 등의 금융위기가 우리에게 전염된 것을 들 수 있다. 태국과 인도네시아 등 동남아시아에서 금융위기가 발생함에 따라 선진국들은 그들의 자산구성에서 동아시아의 비중을 갑자기 크게 줄였다. 그 결과 우리 나라에 투자된 자본을 회수해 나가면서 우리의 외환·금융위기를 가져온 것이다.

태국과 인도네시아 등이 외환·금융위기를 겪게 된 근본적 요인으로 1994년에 단행된 40%에 달하는 중국 위

안화의 평가절하에서 그 원인을 찾는 시각도 있다. 중국의 자국 화폐 평가절하에 따라 이들 국가들이 가격경쟁력을 잃었기 때문이라는 것이다. 태국과 인도네시아의 화폐들이 외환·금융위기전 수년간 고평가된 것은 사실이다. 1990년대 들어 이들 국가들의 경상수지 적자의 대 GDP 비율이 계속해서 6~7% 선에서 유지되었음에도 환율은 별 변화가 없었다. 상당기간에는 자본유입에 따라 경상수지 적자에도 불구하고 환율이 안정적으로 유지될 수 있지만 이러한 상황은 장기적으로 계속될 수 없고 결국 외환·금융위기로 치닫게 되었다. 태국과 인도네시아의 외환·금융위기는 예견된 것이다.

다음으로 동아시아 지역에 대한 과잉 국제유동성 공급이 갑자기 회수되면서 이 지역 외환·금융위기가 심화되었다. <표 1>은 한국을 포함한 이번 외환·금융위기를 겪은 동아시아 5개국의 외자 조달 현황을 보여 준다. 먼저 1996년의 경우 이 지역 자본 유입의 규모는 928억 달러로 1994년 474억 달러에 비해서 95% 이상 증가한 것을 보여준다. 이와 같이 이 지역에 대한 대출이 급격히 증가한 것은 직접투자나 포트폴리오 투자에 의한 주식투자보다 상업은행들의 이 지역 대출이 1994년 240억 달러에 비해 1996년에는 555억 달러로 크게 증가했기 때문이다.

그런데 문제는 이와 같이 외환·금융위기 직전에 급격히 늘던 이 지역에 대한 자본 유입이 1997년에는 급격히 빠른 속도로 빠져나간 것이다. 민간 부문의 자금 움직임을 보면 1996년 930억 달러 순유입이 1997년에는 121억 달러 순유출로 1년 사이에 1,051억 달러 차이를 보이

고 있다.

특히 이러한 자금흐름을 주도한 주체는 상업은행들로 1996년에 이 지역에 555억 달러 자금을 들여왔던 이들이 1997년에는 오히려 213억 달러를 회수해 나갔다.

물론 이 지역의 외환·금융위기의 결과 외국투자자들이 자금을 회수해 나간 것이 사실이다. 그렇지만 현대적인 공황이론(panic theory)에서 지적하듯이, 이들이 위기 발생에 앞서 과잉 국제유동성 공급을 별안간 회수하면서 이 지역의 외환·금융위기를 심화시킨 측면도 있다. 이러한 주장은 과연 1년 사이에 1,050억 달러의 자금흐름을 바꿀만한 경제적인 변화가 이 지역에 있었는가 하는 질문과도 연결된다. 만약 이들이 동아시아 외환·금융위기를 예상하고도 이 지역에 대해서 그동안 자금공급을 과도하게 했다면 도덕적 해이 문제를 피할 수 없고, 만약에 예상을 하지 못했다면 이 지역 외환·금융위기에 대한 공동 책임이 있는 것이다.

태국의 외환위기가 발생하면서 타이완이 자국 통화를

〈표-1〉 동아시아 5개국<sup>(1)</sup> 외자조달

(10억달러)

	1994	1995	1996	1997 <sup>e</sup>	1998 <sup>f</sup>
경상수지	-24.6	-41.3	-54.9	-26.0	17.6
외자조달	47.4	80.9	92.8	15.2	15.2
민간부문 유입	40.5	77.4	93.0	-12.1	-9.4
주식투자	12.2	15.5	19.1	-4.5	7.9
직접투자	4.7	4.9	7.0	7.2	9.8
포트폴리오투자	7.6	10.6	12.1	-11.6	-1.9
민간부문	28.2	61.8	74.0	-7.6	-17.3
상업은행	24.0	49.5	55.5	-21.3	-14.1
비은행 민간부문	4.2	12.4	18.4	13.7	-3.2
공적부문 유입	7.0	3.6	-0.2	27.2	24.6
국제기구	-0.4	-0.6	-1.0	23.0	18.5
이국간	7.4	4.2	0.7	4.3	6.1
현지인 대부/기타 <sup>(2)</sup>	-17.5	-25.9	-19.6	-11.9	-5.7
금융 제외한 외환보유고(=-증가)	-5.4	-13.7	-18.3	22.7	-27.1

자료 : Institute for International Finance, January 29, 1998.

주 : e=추정치, f=IMF 예측

(1)한국, 인도네시아, 말레이시아, 태국, 필리핀.

(2)통화용 금, 오차, 결측치 포함

두차례에 걸쳐 15.8% 평가 절하한 것도 우리의 외환·금융위기를 심화시킨 한 요인이다. 800억 달러에 달하는 외환보유고를 갖고 있고 경상수지 흑자를 기록하고 있는 타이완이 큰 폭의 평가절하를 할 경우 상대적으로 경상수지 적자를 겪고 있고 외환보유고가 급격히 줄고 있는 한국의 평가절하 폭은 훨씬 더 클 것이라는 기대감이 우리의 외환·금융위기를 가속화시킨 한 요인으로 작용한 것도 사실이다.

### 도덕적 해이와 산업·금융 부실

현재 우리가 겪고 있는 외환·금융위기는 대기업의 연이은 도산이 금융 부실을 가져오면서 외환·금융위기로 발전했다는 점에서 다른 나라의 경우와 구별된다. 한국의 경우 경제 성장률, 경상수지와 환율, M2 증가율과 물가 상승률, 재정적자 규모, 저축율 등 거시경제의 기본 변수는 다른 외환·금융 위기를 겪은 개발도상국들에 비해서 상대적으로 건실했다. 그렇지만 미시적인 차원에서는 대재벌 중심의 실물부문과 대기업의 도산, 부실 증권투자에 따라 부실채권을 누적시킨 금융부문에서 구조적인 문제를 가지고 있었다.

오랫동안 한국정부는 금융을 산업정책의 수단으로 사용해온 것이 사실이다. 그 과정에서 한국산업구조는 소수의 재벌에 의해서 지배되는 불균형적인 발전을 보였다. 금융 부문으로부터의 과도한 차입 결과 30대 재벌 기업들의 재무구조는 악화되어 평균 부채-자본 비율이 400%를 초과하게 되었다. 그 결과 재벌들은 경기변동과 외부의 충격에 보다 취약하게 되었다. 이와 같은 대기업의 과다차입으로 인하여 한국경제는 차입경제라고 특징지어졌다.

한국의 재벌들은 팽창위주의 정책을 버리지 않은 반면 기업의 수익성은 악화되었다. 수익성이 악화된 원인은 과다차입에 따른 과잉투자와 중복투자, 경기후퇴, OECD 가입후 격화된 국제경쟁, 한국경제의 고도성장기에서 안정성장기로의 진입진행 등을 들 수가 있다. 물론 생산성을 상회하는 높은 임금상승률도 한 원인이 되었다. 그런데 이와 같이 수익성이 악화되었음에도 불구하고

재벌들이 과거와 같은 과도한 팽창정책을 계속 추구한 결과 산업부실이 발생하게 되었다.

1995년 경제가 호황을 누릴 때에는 재벌들이 커다란 이익을 누렸고 산업구조의 취약성도 감춰질 수 있었다. 그러나 1996년 반도체경기 침체와 엔화의 평가절하로 경기가 하락하면서 우리 산업구조가 가지는 취약성이 그대로 노출되게 되었다. 기업의 투자수익율이 1995년 11%에서 1996년 2%로 급격히 떨어지면서 부채-자본 비율도 급격히 악화되었다. 부채-자본 비율이 높을 경우 투자수익율이 차입금리를 상회할 경우에는 자기자본 수익율을 높이지만 반면에 하회할 때에는 빠른 속도로 자기자본을 잠식하면서 산업부실을 가속화시킨다.

정부의 금융시장 개입은 산업과 금융부문에서 도덕적 해이 문제를 크게 야기시켰다. 정부의 지시에 순응하는 대가로 금융기관들은 정부의 암묵적인 지급보증이라는 안전망을 누리게 되었다. 그 결과 금융기관들은 정부가 재벌들을 도산시키지 않을 것이라고 믿었고, 차입자들에게 대한 대출심사를 제대로 하지 않았다. 1996년 말부터 재벌들이 도산하기 시작함에 따라 재벌들이 그동안 누적시킨 부실 대출 규모가 예상했던 규모보다 훨씬 더 크다는 사실이 판명되었다.

정부의 암묵적인 지급보증에 따른 안전망에 대한 믿음은 금융기관들로 하여금 위험을 제대로 고려하지 않고 수익이 높은 부문에 무분별하게 투자를 하게 만들었고, 그 결과 금융기관의 건전성은 크게 훼손되기에 이르렀다.

이번 금융위기와 관련 가장 큰 문제는 금융감독 당국이 금융분야의 부실 규모를 정확히 파악하고 있지 못한데 있다. 우선 부실자산에 대한 정의 자체에서 국제적인 관행과 맞지 않는 정의를 사용, 문제의 심각성을 제대로 이해하는데 실패하였으며, 대외적인 신뢰도를 오히려 저하시켰다.

### 외채누적과 취약한 외채구조

1990년대에 들어와서 경상수지 악화와 자본자유화로 인해 총외채가 빠른 속도로 누적되었다. 세계은행 편제기

준에 의한 총외채 규모는 1992년 42억 달러에서 IMF 금융지원이 이루어지기 직전 1997년 11월말에는 1,161억 달러로 늘어났다.

이와같이 총외채가 빠른 속도로 증가한 중요한 원인 중의 하나는 자본 자유화 과정에서 원화가 고평가된 점이다. 원화의 고평가에 따라 경상수지가 악화되었을 뿐만 아니라 기업들과 금융기관들은 자본비용을 과소 평가하게 되었다. 그런데 문제는 이와같은 고평가 현상이 자본자유화 과정에서 나타난 일시적인 현상임에도 불구하고 이러한 환율 추세가 계속될 것으로 믿게 되었고, 이러한 믿음과 도덕적 해이 현상이 겹치면서 과잉투자과 중부투자를 낳으면서 총외채가 빠른 속도로 누적되게 되었다.

이와 더불어 또 다른 문제는 해외 금리가 국내보다 현저히 낮은 상태에서 자본자유화가 부분적으로 허용되어 자본유입은 억제된 반면, 우리 금융기관들과 기업의 해외에서의 자금운영은 비교적 자유로웠던 결과 해외에서 운영되고 있었던 자금 규모가 매우 커서 우리의 대외지불 부담이 공식적인 총외채 수준을 훨씬 상회하였다는 점이다.

한편 총외채에서 단기부채가 차지하는 비중이 과도하게 높다는 것도 문제이다. 단기외채가 총외채에서 차지하는 비중은 같은 외환위기를 겪었던 태국이나 멕시코에 비해서 우리가 훨씬 높다. 단기외채의 비중이 높은 데에는 정부의 책임도 크다. 정부는 장기 해외차입의 경우에는 신고 의무를 부과한 반면 단기차입은 무역금융과 관련된 것으로 보아 특별히 규제를 하지 않아서 단기차입의 유인을 그만큼 높였다.

실제로 이러한 사태는 정부가 기아자동차에 대한 공기업화 방침을 발표한 후 심화되었다. 97년 10월 정부는 부도사태에 처한 기아를 산업은행 출자를 통해 구제하기로 결정했다. 이러한 결정에 대해 국제투자자들은 산업은행이 부실화되는 것을 우려했고 그 결과 국책은행인 산업은행의 금융채 가격은 정크 본드 수준으로 떨어졌고 국제 신용평가기관은 한국의 신용등급도 하향 조정하였다. 기아사태후 국제금융시장에서 어려움이 심각했을 때 적절히

대응하지 못한 점도 외환위기를 가속화시킨 요인중의 하나이다.

그런데 외환위기를 직접적으로 촉발시킨 가장 큰 요인 중의 하나는 정부가 적정 외환보유고를 확보하는 데 실패한 점이다. 우선 공식적으로 발표된 외화유동성 규모도 부족했을 뿐만 아니라 이 중 상당부분은 사용가능 외화유동성이 아니었다. 공식 발표된 외화유동성 중 80억 달러가 3월부터 그리고 164억 달러가 11월에 국내은행 해외지점에 예치되어 실질적인 가용 외환보유액은 훨씬 적은 상태였다. 공식 외환보유고는 1996년 말 332.4억 달러에서 1997년 3월 291.5억 달러로 40억 달러 가량 줄었지만 중앙은행의 국내은행 해외지점에 대한 예치금이 80.1억 달러로 크게 늘어난 관계로 가용외환 보유액은 291.5억 달러에서 211.4억 달러로 큰 폭으로 떨어졌다. 이와 같이 해외점포 예치금이 큰 폭으로 증가한 이유는 해외점포들이 유동성을 확보하지 못해서 파산위기에 직면했기 때문이다. 11월 말 외환보유고가 바닥이 난 실제 이유는 환율 관리를 위한 적극적인 외환시장 개입뿐만 아니라 국내은행 해외점포의 파산을 막기 위해서 해외시장 예치금을 급격히 늘린 것이다.

결국 총외채에 덧붙여 민간부문의 해외에서 자금조달·운영규모가 예상외로 크고 가용 외환보유고가 작은 상태에서 산업부실과 금융부실로 국가신인도가 급격히 하락한 가운데 국제금융시장에서 새로운 자금확보와 기존의 대출에 대한 회전(roll-over)에 실패하면서 외환위기로 치닫게 되었다.

### 3. IMF 프로그램 내용과 평가

#### IMF 금융지원과 정책합의

심각한 외환위기에 처한 정부는 결국 IMF구제금융을 요청하는 상황을 낳게 되었다. 우리 정부와 IMF가 합의한 IMF 자금지원 합의 내용은 크게 거시경제목표, 통화 및 환율정책, 재정정책, 금융부문 구조조정, 그리고 기타 구조개혁으로 되어 있다.

Sachs에 의하면 IMF 프로그램은 외채지불 불이행 방지, 통화 가치 하락폭 제한, 인플레이션의 급속한 진전 예방, 외환보유고 확보, 균형 재정의 유지, 은행 부문의 개혁, 비금융 부문의 개혁, 신뢰 확보, 소득 하락 축소 등 9개의 공언된 목적을 가지고 있다고 한다. 또한 이러한 목적을 달성하기 위해서 IMF 프로그램은 환율 방어와 금융부문에 투입할 재원마련을 위한 긴축 재정정책, 확고한 개혁의 신호를 보내고 신뢰 회복을 위한 은행 폐쇄 조치, 금융건전화를 위한 BIS 자기자본비율 확보, 환율방어를 위한 긴축 신용정책, 외채를 갚기 위한 외환보유고 확보, 비금융부문의 구조조정 등 여섯 가지 주요 정책 처방을 한다는 것이다.

IMF와의 합의서는 경제 상황의 변화에 따라 1998년 10월 현재, 7차례에 걸쳐 거시경제 목표와 정책 방향에 대한 보완작업을 하고 있지만, 초기 정책 기조는 긴축 재정·금융 정책 채택, 자유변동환율 정책 채택, 전반적인 금융구조조정과 개혁, 산업구조와 기업지배구조 개혁, 전면적인 자본자유화, 그리고 수입다변화 정책의 폐지 등의 정책 처방을 포함하고 있다.

결국 한국에 대한 IMF 프로그램은 세 가지 측면에서 처방을 내놓고 있다고 볼 수 있다. 첫째, 환율 안정과 국제수지 개선을 위한 처방이다. 둘째, 구조조정에 대한 처방이다. 외환위기의 근본적인 원인을 금융과 산업부실로 보아 이 분야에서 구조조정이 필요하다는 시각이다. 마지막으로 자유화조치를 요구하고 있다. 자본자유화 조치뿐만 아니라 수입선 다변화 조치 폐지를 포함한 무역자유화 조치를 포함하고 있다.

#### 외환안정과 국제수지 개선 정책에 대한 평가

외환·금융위기를 극복하기 위해서 외화유동성을 확보하는 것이 급선무임에는 이론이 없다. 식량과 에너지를 해외 수입에 의존하고 있는 우리의 경우 국가부도사태를 감당할 수 없다. 그렇다면 국제유동성 확보가 가장 긴급한 과제이며, 국제유동성 확보에 IMF가 결정적인 공헌을 한 점에는 이론이 있을수 없다.

국제유동성 확보를 위해서 먼저 IMF 구제 금융뿐만 아니라 단기외채를 중·장기외채로 전환하려는 노력이 필요하다. 다행히 올 1월 뉴욕 협상에 힘입어 금융기관의 단기 외채를 96% 가량 1~3년 만기의 중기채로 바꾸는데 성공했다. IMF는 각국 중앙은행들의 협조를 얻어 채권은행들을 협상그룹으로 조직하는데 공헌하였다. 이때 적용된 평균 가산금리는 기간에 따라 다르지만 평균적으로 2.5% 수준이었다. 국제금융시장에서 정부보증 채권을 발행하여 국제유동성을 확보하는 것도 바람직한 방법이다. 한국정부는 98년 4월에 40억 달러에 달하는 외평채 발행에 성공했다. 이 당시의 10년 만기 외평채 금리 수준은 미국의 재정증권에 3.55% 가산금리를 더한 값이다.

국제유동성 확보를 위한 두 번째 노력은 외국자본의 국내 직접투자를 적극 유치하는 것이다. 외국 투자자의 직접투자 참여 증대는 그 만큼 외채를 줄일 수 있을 뿐만 아니라 산업의 경쟁력과 효율성을 높이고 국제 신뢰도를 회복, 국제유동성을 확보하는 데 도움을 주기 때문이다. 그런데 외국투자자들은 직접투자 참여에 앞서 정리해고제 실시와 해당 기관의 부실 자산 정리를 강력히 요구하고 있는 것이 현실이다. 이와 함께 국제유동성을 확보하기 위해서는 국제수지 흑자 기초 정착이 무엇보다도 필요하다. 최근 환율의 급격한 상승과 경기침체에 따른 수입격감으로 경상수지는 큰 폭의 흑자를 보이고 있다. IMF와의 7차 의향서에 의하면 98년 370억 달러의 경상수지 흑자를 달성할 계획이다. 그런데 수입격감이 자본재와 원자재 중심으로 이루어져서 성장에 필요한 자본투자가 제대로 이루어지지 않을까 우려된다.

우리가 외환안정을 유지하고 경상수지적자를 줄이는데 최선을 다해야 한다는 데에는 이론이 있을 수 없다. 그렇지만 이를 위해서 IMF가 외환위기 초기에 과거 중남미 국가들에 적용된 고강도 긴축수요관리정책을 요구한 데는 문제가 있다. IMF 초기 정책협의 과정에서 환율이 뚜렷하게 안정세를 보일 때까지 콜금리를 30% 이상으로 높은 수준에서 유지하는 등 초긴축정책을 요구하였다.

이는 고금리 정책이 해외자금의 유입을 촉진시킬 뿐만 아니라 소비·투자 감소와 저축증대를 통하여 단기간 내에 환율을 안정시킬 수 있다는 논리에 기초를 둔 것이다. 즉 고금리정책이 두 가지 메커니즘을 통해서 환율을 안정시킨다고 보는 것이다. 먼저 국내 고금리로 인하여 내외금리차가 확대되면 그만큼 외자유입이 확대되고 환율이 하락(원화가치 상승)하여 안정된다는 지적이다. 또다른 메커니즘은 고금리에 따라 저축이 증대되고 소비와 투자가 감소되면서 경상수지가 개선되고 환율이 하락한다는 것이다.

그런데 이러한 고금리정책은 그 당시 우리 경제 현실에 비추어 그 효용성이 제한되어 있었다. IMF 구제금융을 요청한 직후 환율은 외환에 대한 투기적 수요와 우리 경제에 대한 불안감에 따라 큰 폭의 등락을 보이면서 이미 과도하게 저평가되었다. 그 당시 이미 국내 금리가 과도하게 높고 원화가 저평가되어 있음에도 외자유입이 부진한 것은 원리금 회수에 대한 신용리스크가 크다고 보았기 때문이다.

### 구조조정 정책에 대한 평가

IMF는 금융, 산업, 노동, 그리고 무역 등 전 분야에서 구조개혁을 요구하고 있다. 금융구조개혁 내용을 보면, 부실 금융기관의 정리, 재무구조조정, 운영구조조정, 그리고 금융기관의 규제 및 감독을 강화하는 것이다. 흡수·합병을 제도화하고 부실 금융기관을 정리하며 외국인의 국내 금융기관 인수를 허용하는 것이다. 한편 산업 부문 관련 개혁내용을 보면, 재벌의 재무구조와 지배구조 개선, 상호지급보증제도 개선(금지 또는 대상 확대), 독립적인 외부감사 및 이사제도 도입, 경영의 투명성 확보를 위한 완전공시, 재벌의 결합재무제표의 작성 등을 통해 새로운 경영환경에 적응할 것을 요구하고 있다. 또한 외국인의 적대적인 M&A 허용도 합의 내용에 포함되어 있다. IMF는 수입선다변화제도 폐지 등 무역자유화 조치를 요구하고 있다. 또한 IMF는 해외투자를 적극 유치하고 대외 신뢰도 회복을 위해 정리해고제와 근로자 파

경제도 도입을 포함한 노동개혁도 함께 요구하고 있다.

그런데 문제는 IMF의 구조조정에 대한 요구가 한국 경제위기를 푸는데 과연 바람직한가 하는 것이다.

Feldstein(1998)은 IMF에 대한 구제금융신청시 한국에 필요했던 것은 채권은행들의 조정을 통한 단기성 채무 구조의 재조정, 만기연장, 일시적인 추가신용의 제공 등이며, 구조조정은 한국 경제의 장기적 효율성을 증진시킬지는 모르겠지만, 한국이 국제 자본시장에 접근하는데 반드시 필요한 조치라고는 볼 수 없다고 주장한다. 한국의 외환위기를 해결하기 위해서는 외환위기의 성격이 영구적 지불불능이 아닌 일시적인 것임을 채권자들에게 설명해야 함에도 불구하고 강력한 구조조정 요구를 통해 한국경제의 구조적, 제도적 문제점을 강조함으로써 이와 정반대의 인식을 심어 주었다는 것이다. 또한 자본시장 개방과 일본상품에 대한 무역장벽의 제거 등 IMF 프로그램의 상당 부분은 선진국들이 오랫동안 한국에 요구해 온 정책들로서 원론적으로는 한국경제에 도움이 될 수 있지만 한국이 어려운 위치에 처해있는 현재시기에 추진하는 것이 IMF의 권력 남용이라는 인식을 심어 준다는 것이다.

결국 Feldstein의 견해는 한국경제의 문제를 외환위기와 일반적인 구조개혁문제로 나누어 접근하는 것이 바람직하다는 것이다. 이러한 Feldstein의 견해는 IMF의 고유기능을 강조한 측면이 크다.

그런데 이러한 견해는 어디까지나 당사국 자체의 자율적인 구조조정이 가능한 경우이다. 우리는 선진경제에 진입하기 위해서는 구조개혁이 필요한 것을 모두 인정하고 있다. 그럼에도 아직까지 이러한 구조조정이 자율적으로 이루어지지 못했던 것이 현실이다. 현 위기가 실물 부문에서 출발하여 금융위기와 외환위기로 연결된 점을 감안할 때 궁극적인 위기 극복은 정부와 재벌을 효율적으로 구조조정하고 개혁을 함으로써 가능할 것이다. 현재까지 우리 정부와 재벌은 스스로 변신을 못한 것이 사실이다. 이번 위기를 우리 경제의 구조적·제도적 문제를 해결하는데 활용할 수 있다면 위기는 기회로 우리 앞에 다가올 것이다.

## 자유화 정책에 대한 평가

IMF 프로그램은 환율제도와 관련, 일일 환율 변동폭 제한을 철폐하고 변동환율제도를 택할 것을 요구하고 있다. 한국정부의 기존 외환정책에 따르면, 2000년에 이르러 환율의 변동폭을 없애고 선진국형의 변동환율제도로 이행하는 것이었다. 그러나 1997년 12월에 조기 이행되었으며 이것의 큰 특징은 정부의 능동적인 판단과 공개적인 스케줄에 의한 것이 아니라 외환시장의 마비상태와 IMF의 요구에 의해 급박한 상황에서 전격적으로 그리고 수동적으로 행해진 점이다. 외환시장의 마비상태를 해소하기 위해서 환율이 새로운 균형상태에서 결정되도록 조치를 취할 필요가 있다. 그렇지만 환동변동에 따른 위험을 피할 수 있는 헷지수단 등 제도적인 여건이 미비한 상태에서 환동변동이 전격 자유화됨으로써 환위험에 그대로 노출되게 되었다.

자본자유화에 관한 합의내용을 보면, 먼저 외국인 주식 투자한도를 98년말까지 완전히 철폐하고 채권시장을 완전히 개방한다. 그리고 98년에 외국인의 국내 회사채와 단기금융상품 매입을 제한없이 허용하고 민간기업의 해외 차입에 대한 제한도 철폐된다.

그런데 외국인의 단기금융상품과 회사채 매입을 제한 없이 허용하는 데에는 문제가 따른다. 물론 이들 시장의 개방은 우리와 외국간의 금리차이, 그리고 원화의 저평가를 감안할 때 대외신인도가 개선되면 필요한 외국자본의 유입을 가져오는데 공헌할 것이다. 그렇지만 이들 시장의 개방은 앞으로 우리의 금융시장을 핫머니 이동에 완전히 노출시키는 것이며, 자기실현적인 환투기가 발생한다면 그 충격은 더욱 클 것이다.

그러나 점진적인 자본자유화를 추진하는 과정에서도 외국 금융기관들의 단기 대출 회수가 결과적으로 핫머니 유출과 같은 역할을 하는 것을 볼 때 해외자본을 유형별로 구분하여 단계적으로 개방하는데 따른 의미가 과거보다 크게 줄어든 것은 사실이다. 그렇지만 자본시장 완전자유화에 따른 부작용을 최소화하는 방향으로 정책을 펴나가야 할 것이다. 핫머니의 유출입이 우리 경제에 교란요인

으로 크게 작용할 때에 대한 대비를 해야 할 것이다. 앞으로 금융산업구조를 개혁하여 경쟁력을 기르고 선물시장 활성화, 환위험에 상품개발과 운영기법 향상 등으로 변화된 환율제도에 능동적으로 대처할 수 있는 방안을 모색해야 할 것이다.

## 4. IMF사태 이후의 경제전개 방향

### IMF 경제정책 처방과 경기침체의 심화

앞서 언급한 것처럼 IMF 경제정책은 긴축수요관리정책, 경제의 구조조정, 그리고 자유화정책으로 요약될 수 있다. IMF는 이러한 정책처방과 함께 1998년의 경제성장률을 1% 수준으로 예측하였다. 그러나 1998년 경제성장은 -7% 수준까지 내려가서 당초 IMF 예상치보다 크게 악화될 것으로 예상된다.

그렇다면 경기침체가 이렇게 심화된 원인은 어디에 있는 것인가? IMF가 우리의 외환위기 해결에 결정적인 도움을 준 것이 사실이지만, 초기 예상보다 심한 경기침체는 소규모 개방경제의 문제점을 제대로 파악하지 못한 IMF 경제처방에도 그 원인이 있다.

외환위기로 인한 자본의 급격한 유출 결과 환율이 폭등하고 경기가 침체하는 상황에서 바람직한 정책은 환율을 안정시키고 경기를 부양하는 정책일 것이다. 그런데 이러한 정책은 개발도상국의 경우에 서로 양립하기가 쉽지 않으므로 선택의 문제가 따르게 된다. IMF는 해외투자자들의 신뢰를 확보하기 위해 환율의 안정이 우선이라고 보고 고금리정책과 긴축재정정책을 처방하기에 이르렀다.

그런데 문제는 이러한 정책의 편익과 비용중 어느 쪽이 더 컸는가 하는 점이다. 고금리정책과 긴축재정정책이 과연 환율 안정에 기대만큼 공헌하였는가 하는 점과 이미 경기가 악화된 상황에서 긴축수요관리정책이 야기한 추가적 경기 악화를 서로 대비해 보아야 할 것이다.

IMF 신뢰회복정책의 요체는 고금리와 긴축재정정책만이 자본의 해외유출을 막아서 계속되는 자본의 해외유출이 가져오는 주식시장 붕괴, 금융 붕괴, 그리고 산업붕

괴를 막을 수 있다는 주장이다. 특히 개발도상국가들의 경우 환율에 대한 자기실현적인 투기적 공격(*self-fulfilling speculative attack*)을 막기 위해서 더욱 필요하다는 것이다.

그런데 이러한 IMF 정책이 투자자들의 신뢰를 회복하는데 도움을 주었는가 하는 점은 또다른 문제이다. 그 당시 문제가 되는 것은 투자에 따른 리스크 프리미엄이 아니었기 때문에 고금리정책이 자본의 유입을 촉진하거나 유출을 막는데 그 효과가 별로 없었다.

외환위기 상황에서 긴축수요관리정책과 금융 및 산업의 구조조정을 함께 요구하는 정책이 경기침체를 더욱 심화시킬 것이라는 점은 말할 필요도 없다. 더구나 기업들의 부채-자본 비율이 높은 상황에서 과도한 고금리 정책은 일시적이기는 하였지만 산업부실과 금융부실을 더욱 가속화시키면서 경기침체를 심화시켰고, 우리 경제에 대한 신뢰회복에도 도움을 주지 못했다.

### 금융부문의 부실 심화

우리가 금융위기를 겪고 있는 가장 큰 이유 중의 하나는 금융산업의 경쟁력이 충분히 갖추어지지 못한 상황에서 금융기관 감독과 규제에 대한 명확한 기준 없이 자본시장 개방이 이루어진 점이다. 한국의 경우 산업부실로 인한 금융위기가 먼저 발생하였고, 이는 외환위기로 이어졌으며, 외환위기로 인해 금융위기가 더욱 악화되고 금융위기로 인한 신용경색으로 산업부실이 더욱 심화된 실정이다.

외환위기 직전 한보, 기아 등의 도산에 따라 한국의 금융구조는 매우 취약했었다. 취약한 금융구조와 외환보유고가 바닥난 상황에서 한국은 국제투자자들의 투기적 공격에 외환위기를 겪을 수 밖에 없었다. 한편 외환위기의 결과 경기가 침체되고 기업의 도산이 늘어나면서 금융기관의 부실이 가속화되었다. 경기침체에 따른 기업이윤이 크게 감소한 상황에서 고금리 정책에 따른 이자부담으로 기업도산이 크게 늘어나면서 금융부문의 부실이 심화된 것이다. 한편 큰 폭의 환율 평가절하에 따라서 원화로 환

산한 외채 규모가 급격히 증가한 것도 은행의 부실을 가속화시킨 요인이다. 또한 자본유출에 따라 증권시장이 붕괴되면서 증권가격이 크게 하락하여 금융기관의 유가증권 평가손이 크게 확대된 점도 금융산업 부실화의 한 요인이 되었다. 이와 더불어 외환위기 상황에서 구조조정을 동시에 진행함으로써 금융부실이 심화된 측면도 있다.

한편 앞으로 산업구조조정 과정에서 금융기관의 부실규모는 더욱 확대될 것이다. 최근 정부는 산업구조조정과 관련 금융기관들로 하여금 기업퇴출을 결정하도록 하는 정책을 쓰고 있다. 그런데 대기업을 퇴출시킬 경우 은행의 BIS 자기자본 비율이 더욱 나빠지므로 금융기관들은 부도유예나 협조융자 정책을 선호할 가능성이 있다. 그런데 이러한 정책은 도덕적 해이와 Evergreening 문제를 야기시키면서 결과적으로 금융기관의 부실을 가속화시킬 가능성이 있다.

## 5. 한국경제의 도전

한국의 외환·금융위기는 대외·대내적 요인에 모두 기인한다. 대외적 요인으로는 동남아 금융위기의 전파, 유리한 국제자본시장 조건의 일순간 악화, 대만 달러의 급격한 평가절하 등을 들 수 있다.

대내적 요인은 구조적 요인과 자본자유화과정에서 급격한 외채누적 현상으로 나누어 생각해 볼 수 있다. 구조적 요인은 민간 부문의 과다차입에 따른 산업부실과 금융부실이다. 재벌들은 높은 부채-자본 비율로 인해 경기침체와 이자율 상승에 매우 취약해졌고, 이는 몇몇 재벌들의 도산으로 이어졌다. 대기업들의 도산은 금융부실로 발전했으며, 여신과정의 비효율성과 투명성 부재, 낙후된 금융감독과 신용평가 기법 등 금융산업의 구조적 문제로 인해 금융부실은 더욱 가속화되었다.

민간부문의 과다차입은 자본자유화 과정에서 과다 해외차입으로 이어졌다. 해외로부터 차입 급등에 따라 빠른 속도로 외채가 누적되었다. 민간 기관들은 국내금리가 국제금리보다 훨씬 높은 상태에서 환율이 안정적으로 유지

될 것으로 믿어 자본자유화 과정에서 외환·금융위기가 발생할 수 있고 이 경우 원화가 크게 평가절하 되면서 환율상승에 따라 실질 해외 차입 비용이 크게 증가할 수 있다는 사실을 간과하였다. 한편 국내자본 유입에 대한 여러 가지 제약을 피해 자금을 해외에서 운영한 결과 해외에서 외화자금 조달·운영규모가 크게 늘어났다.

정부의 부실 대응과 정치적 불안정에 따라 외환·금융위기가 심화되었다. 우리 경제가 젊어지고 있는 총대외지불부담에 대한 정확한 파악도 이루어지지 못하였다. 또한 총대외지불부담중 단기 외채의 비중이 과도하게 높았으며, 실제 가용외환보유고는 중앙은행이 발표한 수준보다 현저히 낮았다. 국제유동성 위기에 대한 대처가 미숙하였다. 이러한 급박한 경제상황이 대통령 선거로 인한 정치 불안정과 맞물려 대외신용의 급속한 추락을 유발하면서 외환·금융위기로 이어졌다.

IMF의 정책권고 사항은 크게 외환안정을 위한 긴축 재정·금융정책, 금융과 산업 구조조정 정책, 그리고 자유화정책으로 나누어 볼 수 있다.

고금리 정책에 대한 논거로 IMF는 고금리정책이 그만큼 자본유입과 산업구조조정을 촉진시킨다는 점을 들고 있다. 그런데 우리의 현 위기는 과거의 방만한 재정 지출로 경상수지 적자를 누적시켜서 외환·금융위기를 가져온 중남미 국가들과는 사정이 다르다. 그리고 우리의 기본적인 거시 경제변수들은 이들 국가들에 비해서 건전한 것이 사실이다. 재정지출을 줄라매고 고금리를 채택하라는 IMF의 처방은 우리에게 적당하지 않다.

외환·금융위기 후 자본유입이 저조한 것은 우리 경제에 대한 불확실성 때문이지 금리수준이 낮기 때문이 아니다. 현재 필요한 정책은 어떻게 국제금융시장에서의 우리 경제에 대한 신뢰를 회복하느냐 하는 것이다. 계속된 고금리 정책은 자본유입 촉진보다 금융불안을 심화시켜 성장잠재력 싹 자체를 제거할 가능성이 있다.

그러나 선진국 진입을 위해서 우리 경제의 구조조정이 필요함은 두말할 필요가 없다. 또한 자율적인 구조조정이 얼마나 힘든가 하는 점도 우리는 보았다. 그리고 우리 경



제의 구조적 취약점은 이제는 완전히 노출되었다. 구조조정을 하지 않고는 해외투자자들의 신인도를 회복하기가 힘들다는 점을 우리 모두가 알고 있다. 정부, 금융, 산업, 그리고 노동분야의 본격적인 구조조정이 필요하다.

정부부문과 더불어 금융부문의 구조조정이 가장 시급히 이루어져야 한다. 이를 위해 희생불능 금융기관은 신속히 정리해야 하며, 회생 가능한 금융기관에 대해서는 충분한 재정을 투입하여 부실채권정리, 자본확충등을 통해 금융부문의 건전성을 최대한 빨리 회복시켜야 한다. 또한 경영합리화와 내부지배구조개선 등을 통하여 효율적인 운영구조조정을 하여야 하며 이를 위해서 외국투자자에 대한 일부 국내금융기관의 매각은 예정대로 신속히 이루어지는 것이 바람직하다.

IMF의 요구에 따라 환율자유화, 자본자유화, 그리고 무역자유화 조치가 이루어졌다. 이러한 자유화 조치는 우리경제가 장기적으로 택할 방향임에도 불구하고 이에 대한 대비가 제대로 되지 못한 상태에서 이루어진 점에 문제가 있다. 할머니 이동이 경제의 교란요인으로 발전하는 것을 막기 위한 거시경제적 대응책과 선물환 시장의 육성 등 제도적 정비가 필요하다.

앞으로 금융안정을 위해서는 정경유착 관계를 끊고 시장원리가 제대로 작동하게 해야 할 것이다. 그렇지만 앞으로 금융감독 기능은 강화되어야 할 것이다.

금융정책의 목표는 물가안정에 두고 이를 달성하기 위해서는 최종 목표를 타겟팅하는 인플레이션 관리정책을 사용하는 것이 바람직하다.

환율정책은 경상수지 안정에 그 목표를 두어야 할 것이다. 경상수지 불균형이 심화되면 해외투자자들이 일시에 자금을 회수하면서 외환위기로 치달을 수 있다는 점을 명심해야 할 것이다.

동아시아 금융시장이 더욱 자율화되고 통합됨에 따라 동아시아 지역에서의 금융협력의 필요성은 점점 커지고 있다. 이 지역 금융협력은 정보교환, 정책협의, 시장하부구조 구축, 은행감독과 금융규제, 국제유동성 확보, 그리고 환율안정 등 여섯 가지 분야에서 접근할 수 있다.

그런데 이 지역 금융협력은 국제적 금융협력의 틀 속에서 이루어져야 하며 경제발전 단계의 차이와 경제적 다양성을 고려하여 유연하게 이루어져야 할 것이다.

지금 우리 경제는 어려운 고비를 비교적 잘 넘기고 있다. 환율, 금리, 그리고 주식시장은 비교적 안정세를 보이고 있다. 경상수지도 올해 370억 달러를 기록할 것으로 예상되어 외채관리와 환율안정에 그만큼 도움을 주리라 본다. 물론 이와 같은 경상수지 흑자가 수출증가가 아니라 경기 침체에 따른 수입감소에 원인이 있다는 점에서 앞으로 이러한 규모의 흑자 행진이 계속되지 않을 것이며 경제성장에 필요한 투자가 제대로 이루어지지 못한 데에 따른 우려는 있다.

최근 들어 엔화강세, 국제금리하락, 그리고 원자재 가격 하락은 우리 경제에 도움을 주는 방향으로 작용하고 있다. 그렇지만 국제경제환경은 우리에게 우호적인 것만은 아니다. 아시아 금융위기가 러시아를 거쳐서 남미로 확산될 우려가 크다. 또한 미국경기가 하강국면에 든 것이 엔화 강세의 원인이라면 국제경기 하락에 따른 우리의 수출환경은 개선되는 데 한계가 있다.

이러한 국제경제환경 문제와 더불어 국내 문제도 산적히 쌓여있다. 궁극적으로 금융과 산업 분야의 구조조정과 개혁없이 지속적 경제성장을 구가하기 힘들 것이다.

이와 더불어 경기침체가 심화되는 것을 막는 경기대책이 필요하다. 경기 침체로 실업이 증가해서 사회적인 불안 요인으로 확산되는 것은 막아야 할 것이다.

앞으로 우리는 외환·금융위기가 외채위기로 발전하지 않도록 각별한 주의를 해야 할 것이다. 그동안 우리는 IBRD 기준 총외채를 중심으로 외채관리문제를 다루었다. 우리는 외환위기 발생전까지만 해도 이 기준으로 볼 때 96년 말 총외채의 對 GDP 비율이 22~23%로 별로 큰 문제가 없다고 외채문제를 간과하였다. 그렇지만 새로운 IMF편제 기준에 의한 총대외지불부담을 평가할 때 현재 외채의 대 GDP 비율은 50% 가량으로 매우 높으며 앞으로 환율의 움직임에 따라 외채관리 문제를 야기할 가능성이 있다. ☉