

90년대 반복되는 라틴아메리카 외환위기의 根源

김기현(한국외국어대학교)

글의 순서	
I.	서론
II.	외환위기와 재정적자
III.	90년대 라틴아메리카 외환위기의 근원
IV.	평가절하가 대안인가?
V.	결론

I. 서론

90년대 라틴아메리카 대부분의 국가들은 IMF식 정통파 처방에 따라 개방, 긴축, 민영화, 금융자유화 등의 정책을 비교적 충실히 수행하였다. 그럼에도 불구하고 라틴아메리카의 주요국가들은 외환위기¹⁾라는 늪에 차례로 빠져들기 시작했으며 일부는 현재 그럴 위기에 처해 있다.

90년대에 들어 이미 멕시코가 94년에 외환위기를 경험했으며, 95년에 베네수엘라를 거쳐, 98년에 브라질도 외환위기를 경험했다. 그리고 최근에는 아르헨티나가 거의 외환위기의 문턱에 서있는 것처럼

1) 이상균과 윤성훈(1999: 5)에 의하면 외환위기는 “일국의 통화 가치가 단기간내 급격히 하락하는 현상을 지칭하며 보통 1-3개월 이내에 달러환율이 50% 이상상승(통화가치 하락)하는 것과 함께 외환보유고의 급속한 고갈, 대외 지불 능력 상실의 수반”되는 현상을 의미한다.

보인다.

그런데 한가지 재미있는 것은 이들 국가들이 대부분 외환위기 전까지 국제 금융기관이나 해외투자가들에 의해 개혁의 모범적인 사례로 인식되었다는 점이다. 멕시코는 외환위기 직전인 1994년까지 “경제 개혁과 건전한 재정 운용의 모델”로서 평가받았으며, 브라질도 카르도수 대통령의 등장으로 인해 복잡한 정치 상황에도 불구하고 인플레이션 문제가 야기된 70년대이래 처음으로 진정한 개혁이 추진되고 있는 것으로 평가를 받았었다. 아르헨티나 또한 대환 정책을 비롯한 적극적 개혁을 통해 한때 라틴아메리카에서 칠레 다음으로 경제가 안정적이라고 평가받았었다.

그러면 이들은 왜 개방, 긴축, 민영화와 같은 개혁을 비교적 충실히 실행했음에도 불구하고 외환위기를 차례대로 맞이하고 있는가? 그것은 흔히 말하는 대로 개혁의 미진함 때문인가? 아니면 그러한 정책이 내포하고 있는 본질적 한계 때문은 아닌가?

90년대의 반복되는 외환위기가 흥미로운 사실은 80년대 외채위기 때와는 달리 그들이 모두 재정건전성이나 안정을 우선시하는 정책을 실현한 후에 발생했다는 점이다. 따라서 90년대 라틴아메리카의 외환위기는 과거와 같이 단순히 재정건전성을 위기의 근원으로 파악하는 시각에서 벗어나 새로운 패러다임 하에서 문제의 근원을 새롭게 생각할 필요성을 제기한다.

90년대 라틴아메리카에서 외환위기가 반복되는 근원은 붐-버스트 사이클(boom-bust cycle)모형²⁾에서 가장 적절한 답을 찾을 수 있을

2) 이 모형은 외환위기를 설명하기 위해 특별히 만들어진 이론이 아니라 자본주의 일반적 경기 순환론을 라틴아메리카의 반복되는 외환위기에 적용한 것에 불과하다. 붐버스트 사이클을 최초로 경제에 적용한 사람은 19세기 중반의 물리학자 클레멘트이다. 그때 이래로 붐버스트 사이클은 경제의 호황과 불황을 예상하기 위한 시도 중 하나로 널리 이용되었다. 여기서 우리가 주목해야 할 점은 이러한 사이클을 보는 다양한 시각이다. 마르크스는 그러한 사이클에서 버스트가 점점 더 악화되어 결국에는 자본주의 붕괴로 이어질 것이라고 보았으며 그에 반해 미제스를 중심으로 한 오스트리아 학파는 그러한 버스트가 일어나는 것은 시장의 본질적인 모습이 아니라 중앙은행이 신용확대를 통해 인공적인 붐을 조성했기 때문이라고 분석한다. 여기에 케인즈는 그러한 사이클이 자본주의의 본질적인 측면이기는 하나 정부의 현명한 개입에 의해 수정될 수 있다는 입장을 취한다. 라틴아메리카의 반복되는 외환위기를 붐버스트 사이

것이라 본다. 이 모형은 자본 자유화 시대에 과도한 자본 유입에 의존하는 경제가 필연적으로 겪게 되는 구조적 모순에 대해 설명하고 있다.(국제금융연구회, 1996) 그것은 간단히 말해 자본유입이 붐일 때 과도한 경상수지 적자를 자본유입에 의해 보전함으로써 경제의 외부적 취약성이 증가하게 되고 그런 상황에서 자본 유입이 어려움을 겪게 되면 외환위기가 발생한다는 이론이다. 따라서 본 논문은 외환위기 근원에 대한 붐-버스트 사이클 모형의 분석인자들을 라틴아메리카의 상황에 적용하여 시험해 보는 것이 그 주목적이다.

그를 위해 우선 재정적자 특히 재정적자를 야기하는 정부의 방만한 재정운용이 더 이상 라틴아메리카 외환위기의 근원이 아님을 살펴보고, 그 다음으로 외환위기의 근원으로 지적되는 환율 과대평가, 경상수지 적자 누적, 외국자본에 대한 과도한 의존 등의 문제를 분석한다. 그리고 끝으로 현실적으로 가능한 단기 처방으로서 평가절하가 왜 어려운가 하는 문제와 함께 통화위원회 제도를 통해 고정환율제를 끝까지 유지해온 아르헨티나 경제가 처한 현재의 어려움에 대해서도 살펴보고자 한다.

II. 외환위기와 재정적자

한 나라에서 외환위기가 발생하면 그 원인으로 흔히 쉽게 지적되는 것이 정부의 과도한 재정적자와 그를 야기하는 방만한 재정운용이다. 라틴아메리카의 80년대 외채위기를 설명하고 있는 폴 크루그만의 제 1세대 외환위기 모형에 따르면 통화평창에 의한 과도한 재정적자의 유지와 고정환율제도의 유지 같은 국내정책간의 기본적인 불

클에 의해 분석하는 필자의 생각을 미리 밝히자면 케인즈식 해석에 가깝다고 볼 수 있다. 오늘날 라틴아메리카의 반복되는 외환위기는 세계화와 금융자유화로 인한 무차별적인 자본 이동으로 인해 발생하는 금융자본주의 세계화의 본질적 결과임이 분명하다. 여기에 라틴아메리카 정부가 과거와 같이 포폴리즘식으로 개입하는 것은 물론 시대착오적일지 모른다. 그러나 전세계적으로 무제한적 자본이동에 대한 적절한 제도적 장벽을 만들려는 정부 차원의 노력은 반드시 이루어져야 할 것이다.

일치가 위기의 근본 원인으로 지적되고 있다.³⁾

물론 크루그만이 과도한 재정적자만을 외환위기의 원인으로 지적하지도 않았으며 또한 90년대의 외환위기는 재정적자의 문제가 심각하지 않은 경우에도 발생한다는 것을 보여주고 있음에도 불구하고,⁴⁾ 이데올로기적 이유인지 가벼움 때문인지 모르지만 외환위기하면 바로 정부의 방만한 재정운용을 들먹이는 사람들이 적지 않다.

최근 출간된 이상균, 윤성훈(1999)의 “중남미 환란, 왜 반복되나”라는 글은 이러한 유형의 대표적인 것으로서 라틴아메리카 외환위기의 원인을 분석하면서 경상수지 적자나 과도한 투기성 자본의 유입과 같은 근원적 문제는 간과한 채 개혁의 부재 특히 재정개혁의 부재로 인한 과도한 재정 적자의 누적을 90년대 라틴아메리카의 반복되는 외환위기의 주원인으로 지적하고 있다.

그러나 과도한 재정적자를 유발하는 정부의 방만한 재정운용이 이제 더 이상 라틴아메리카 외환위기의 근원으로서 이해되어 질 수는 없다고 본다. 94년 폐소위기를 경험한 멕시코는 위기 직전까지도 IMF를 비롯한 해외 투자자들로부터 긴축정책을 비롯한 개혁의 모델로서 평가를 받을 정도였으며, 최근 위기에 직면해 있는 아르헨티나도 재정 적자의 규모가 국제적 기준⁵⁾에 비추어 볼 때 그다지 높은 수준이라고 할 수는 없을 것이다. 심지어 재정적자의 문제가 심각한 브라질조차도 1차 재정수지는 흑자를 내고 있었다.⁶⁾

3) 그의 해석은 재정 적자와 더불어 고정환율제의 유지를 외환위기의 원인으로 함께 지적하고 있다는 점에서 단순히 정부의 방만한 재정운용만을 문제로 삼는 단순 이데올로기적 해석에 비해 분석적 객관성과 치밀함이 보인다.(Paul Krugman, "A model of balance of payments crises," *Journal of Money, credit, and banking*, 1979, 11, pp. 311-325.)

4) 크루그만은 아시아의 외환위기가 정부의 과도한 재정적자가 없이도 발생했음을 지적 하면서 정부의 암묵적 지급보증에 가거오는 금융기관들의 “도덕적 해이”를 새로운 외환위기 해석의 모형으로서 제시했다. (Paul Krugman, "What happened to Asia?," web.mit.edu/krugman/www/Disinter.html, January, 1998.)

5) 1992년에 발효된 유럽공동체(EC: European Community)의 마스트리히트 조약에 따르면 유럽경제통화동맹(EMU: European Monetary Union)에 소속되는 국가들에 있어 재정적자의 허용치는 GDP의 3%이며 정부부문 순부채는 GDP의 60%까지 허용된다.

6) 뿐만 아니라 동아시아에 있어서도 -특히 한국의 경우- 재정수지 적자가 외환위기의 주요 요인이 아니었음은 분명하다.

따라서 본 장에서는 이러한 구체적 사례와 수치들을 통해 재정적자가 90년대에 반복되는 외환위기의 근원이 아님을 증명하고자 한다.

〈표 1〉 멕시코 주요 경제 지표

	91	92	93	94
GDP성장률(%)	4.2	3.7	1.7	4.6
물가지수(변화율)	18.8	11.9	8.0	7.1
재정수지(GDP대비 %)	3.3	1.6	0.7	-0.3

자료: CEPAL, 1999

폐소위기가 발생하기 전 멕시코는 정통과 정책의 모범적인 국가로 국제적인 칭송을 한 몸에 받고 있었다. 심지어 폐소화 위기가 발생하기 10일전인 94년 12월 10-11일 사이에 미국 마이애미에서 개최된 미주 정상회담에서 조차 당시 미국의 클린턴 대통령은 멕시코의 개혁을 “라틴아메리카 정치, 경제 개혁의 모델”이라고 높이 평가한 바 있다. 미국과 국제 금융계의 멕시코에 대한 이러한 열광은 살리나스 행정부에 의한 재정 불균형 해소, 민영화, 개방 등 적극적인 개혁 실현에 대한 당연한 결과였다.

1988년 12월에 취임한 멕시코의 살리나스 대통령은 인플레이션을 잡고 경제적 안정을 달성하기 위해 성장 둔화를 감수하는 강력한 경제 안정화 정책을 실시하였다. 그 결과 멕시코는 <표 1>에서 보는 바와 같이 GDP 성장률이 91년 4.2%에서 93년 1.7%로 둔화되는 한편 물가는 91년 18.9%에서 94년 7.1%로 안정되어 갔다. 그러한 긴축 정책의 결과로 재정수지도 91년에서 93년 사이 연속 흑자를 내고 있음을 확인할 수 있다. 물론 외환위기가 발생한 94년 대통령 선거를 앞둔 살리나스 행정부는 재정지출을 확대하면서 약간의 의도적인 경기부양을 시도한 것이 사실이다.

그러나 이러한 의도적 경기부양이 드리슬(Dresser, 1997: 64-69)이 다소 과장되게 지적하는 것처럼 신포폴리즘이라 불릴만한 성질의 것

은 아니었다. 비록 성장이 4.6% 회복되었음에도 불구하고 재정수지 적자는 -0.3%에 머무르고 있다. 멕시코는 선거기간 동안 다소 재정적 느슨함을 보이기도 했지만 여전히 국제적 기준으로 볼 때 건전재정으로 평가받을 만했다. 이런 정도의 재정수지 적자는 비교적 심각한 수준이라고 볼 수는 없으며 따라서 재정수지 적자를 94년 폐소위기의 본질로 파악하는 것은 잘못된 분석이다.

브라질의 경우 재정적자가 해알화 위기에 주요한 내부적 요인이 된 것은 사실이다. 99년 1월 해알화 위기가 발생하기 이전의 브라질의 재정수지는 심각한 적자를 나타내고 있었다. <표 2>에서 보듯이 95년 GDP 대비 7.2% 이었던 재정수지 적자가 96년 5.8%로 감소했다가 다시 97년 6.1%로 증가한 데 이어 외환위기 직전인 98년에는 7.5%에까지 도달했다.

그리고 재정적자의 폭이 이렇게 확대된 것은 카르도수 정부의 개혁의지 부족 탓으로 돌려졌다. 그와 관련하여 피터 플라인은 브라질의 해알화 위기가 정치적 논리기에 따른 공공부분 개혁의 미약함이 (행정개혁의 수정 통과, 세제개혁의 연기, 사회보장제도 개혁 연기) 재정적자 해소를 위한 정부 정책 의지에 대한 신뢰의 상실로 이어진 결과라고 분석했다. (Flynn, 1999)

그러나 이러한 주장은 일면 타당성이 없진 않지만 브라질의 과도한 재정수지 적자의 근원을 이해하는 데는 부족한 점이 있다. 그것은 이미 발생한 화재에 대해 소방관의 진압이 미비함을 탓하는 것과 같다. 따라서 화재의 발생 원인 즉 재정수지 적자의 근본 원인에 대한 보다 정확한 인식이 필요하다.

먼저 이자지불과 같은 금융부문을 제외한 1차 재정수지가 지속적으로 흑자를 기록했다는 점에 주목해야 한다.(<표 2> 참고) 이것은 카르도수 정부의 예산삭감을 중심으로 한 긴축정책이 제한적이거나 효과를 거두고 있었음을 의미한다. 공공부분의 개혁에 있어 점진주

7) 플라인이 지적하고 있는 정치적 논리라는 것은 첫째는 개혁을 위해서는 헌법 수정이 필요한 데 브라질의 취약한 정당정치로 인해 헌법 수정이 매우 어렵다는 점이고, 둘째는 카르도수 대통령이 재선에 필요한 헌법 개정을 위해 공공부분 개혁에 있어서는 정치적으로 양보했다는 것이다.

의적 접근에도 불구하고 카르도수 정부가 과거와 같이 포폴리즘적인 방만한 재정운영을 한 것은 아니었다.

〈표 2〉 브라질 주요 경제 지표

	95	96	97	98
이자율(%)	38.9	23.9	34.1	39.8
정부부문 대내부채(GDP 대비 %)	25.5	29.3	30.2	40.4
1차 재정수지(GDP 대비 %)	0.4	0.1	0.1	0.3
재정수지	-7.2	-5.8	-6.1	-7.5

자료: Boletim do Banco Central do Brasil and Conjuntura Económica,
Morais, 1999에서 재인용

징세강화를 통해 전례 없이 높았던 GDP 대비 세수 비중(30%)과 예산삭감에 의한 지속적인 1차 재정수지의 흑자, 그리고 대부분 공적 채무의 상환에 사용된 대규모 민영화에도 불구하고 그러나 헤알 플랜 하에서 정부 부문의 순 부채는 기하급수적으로 늘어났으며 그에 따라 총재정수지 적자도 감당할 수 없는 규모로 확대되었다. 이렇게 된 데에는 근본적으로 헤알 플랜의 고금리 정책의 영향이 크다.

카르도수 정부의 안정화 정책인 헤알 플랜은 94년 7월 1일 공식적으로 실행되자마자 얼마 있지 않아 그 해 12월에 당장 폐소위기라는 외부적 충격에 직면하게 되었다. 그 때문에 브라질은 외환을 안정시키고 동시에 인플레이션을 잡기 위해 불가피하게 고금리 정책을 채택할 수밖에 없었다.⁸⁾ 그 결과 93년에 7.1%이었던 이자율은 94년 24.4%에 이어 95년에는 38.9%에까지 이르렀고, 96년에 23.9%로 잠시 하락했다가 97년에 다시 34.1%, 그리고 러시아 모라토리엄 이후 위기의 징후가 농후해진 98년에는 자그마치 39.8%에까지 도달하게

8) 외부적 취약성이 존재하는 상황에서 국제적 환경의 변화가 위기의 가능성을 증폭시킬 경우 각 국 정부가 취할 수 있는 대안은 단기적으로 크게 두 가지로 나뉘어진다. 하나는 환율을 그대로 유지하면서 이자율을 대폭 올림으로써 자본의 유출을 막거나 아니면 환율을 평가절하하는 방식이다.

되었다.(<표 2> 참고)

동시에 높은 이자율은 기업이나 은행으로 하여금 과도한 외자 도입을 유발시켰다. 외국에서 상대적으로 낮은 이자(LIBOR 금리에 스프레드를 합쳐서 약 12%정도)에 신용을 얻어와 연 30%에 달하는 공채에 투자하는 현상이 발생했다. 따라서 과도한 외국 자본 유입에 대한 중화정책(sterilization)과 이자 서비스의 무거운 짐으로 인해 정부부문의 순대내부채는 94년 21.0% 이었던 것이 95년 25.5%에 이어 꾸준히 증가하여 98년에는 40.4%에까지 도달하게 된다.(<표 2> 참고) 그로 인해 98년 브라질 정부는 대내부채의 이자서비스에만 GDP의 거의 8%를 투입해야 했다.(Morais, 1999)

결론적으로 브라질 외환위기의 내부적 원인인 재정수지 적자는 정부의 방만한 재정운영에 그 원인이 있기보다는 근원적으로 외자도입에 의존하는 정책, 이자율 상승을 통한 안정화 정책의 가능한 결과라 보는 것이 보다 더 적절하다. 카르도수 정부는 징세 강화, 예산 삭감 등을 통해 엄격한 긴축 재정을 실시하였고 그 결과 1차 재정수지의 지속적 흑자를 달성하고 있었다.

그러나 환율 안정과 안정화를 위한 고금리 정책은 막대한 대내부채의 증가와 엄청난 이자 서비스의 부담을 가져왔고, 따라서 1차 재정수지의 지속적 흑자에도 불구하고 막대한 재정수지 적자를 야기하게 되었다. 이런 조건에서 동아시아와 러시아의 위기에 따른 외부적 충격이 왔고 이에 과감한 개혁의 정치적 수단을 가지지 못한 카르도수 정부는 결국 외환위기를 맞이하게 된 것이라고 볼 수 있다.

최근 심각한 경제적 어려움을 겪고 있는 아르헨티나의 경우에도 재정수지 적자는 주요한 요인으로 거론되고 있지 않다. 91년 4월부터 시작된 아르헨티나의 안정화 정책은 태환정책을 중심으로, 대대적인 공기업의 민영화와 법인세·부과세의 인상, 세수감독 강화, 공무원 인원 감축, 국영기업 보조금 철폐 등의 엄격한 긴축정책을 통해 재정적자의 축소에 성공을 거두었다.

따라서 89년에 GDP 대비 4.8%이르렀던 재정적자는 91년 1.6%에 이어 92년 0.1%, 그리고 93년에는 1.4% 흑자를 내기도 했다. 그리고

폐소위기의 영향이 아르헨티나 경제를 위기로 몰고 갔던 94년, 95년의 재정수지 적자도 각각 0.2%, 0.6%에 불과했다. 아르헨티나는 IMF의 권고에 따라 긴축재정을 실시하고 재정건전성을 확보했음에도 불구하고 폐소위기라는 외부적 충격은 아르헨티나의 경제를 위기로 몰고 갔다.

그리고 아르헨티나는 또 다시 강도 높은 긴축을 실시해야 했다. 이런 모든 노력에도 불구하고 최근 아르헨티나 경제는 또 다시 심각한 위기에 직면하게 되었다. 외환위기의 가능성이 심각하게 제기되고 있기 때문에 투자자들은 바짝 긴장하고 있는 상황이다. 그러나 아르헨티나 경제의 현재 문제점으로 지적되는 것들 중에 재정수지 적자(99년 2.1%, 2000년 2.2%)는 큰 비중을 차지하지 않는다. 보다 심각한 문제는 다음 장에서 살펴보겠지만 과도한 외채 누적, 경상수지 적자, 높은 부채 상환비율, 외국자본의 휘발성 등이다.

외환위기를 겪은 멕시코나 브라질을 물론이고 최근의 아르헨티나 그리고 그 밖의 대부분의 라틴아메리카 국가들은 90년대에 들어 엄격한 긴축정책을 통해 재정수지 측면에서 비교적 건전성을 확보했음에도 불구하고 지속적으로 외환위기에 노출되고 있다. 그런 점에서 볼 때 결론적으로 긴축정책과 재정건전성의 유지는 자본 자유화 시대에 신뢰를 유지하기 위해 필요한 조건이긴 하지만 그것만으로 90년대의 반복되는 외환위기를 설명할 수는 없다. 90년대 외환위기의 반복은 또 다른 논리를 가지고 있는 것이다.

III. 90년대 라틴아메리카 외환위기의 근원

90년대의 외환위기를 분석하는 주류 경제학자들에 있어 한 가지 놀라운 사실은 그들이 환율 과대평가와 경상수지 적자의 문제를 너무나 가볍게 다루고 있다는 사실이다. 세계은행의 발렐리아노 가르시아의 주장은 그의 대표격인데 그에 따르면 “한 나라가 경상수지 적자를 보이기 시작하면 해외부문이 약해졌다고 말하고, 경상수지적

자가 증가하면 악화되었다고 말하는 것은 경상수지 적자는 나쁘고 흑자는 좋다는 것을 의미하는데 그러한 발상은 중상주의적 시대착오에 불과하다.”(García, 1997: 19)

계속해서 가르시아는 경상수지 적자는 그것 자체가 문제가 아니라 그의 발생요인과 보전 방식이 보다 중요하다고 한다. 즉 경상수지 적자가 투자증가로 인한 것이고 또 그의 보전이 외환보유고의 감소가 아니라 외국자본의 유입에 의한 것이라면 아무런 문제가 없다는 주장이다.

“멕시코의 경우 경상수지 적자의 점점 더 많은 부분이 그들의 외환보유고를 통해 보전되었고 또 그로 인해 지탱할 수 없는 지경에 이르게 되었다. (그러나) 경상수지 적자는, 외국인 투자자들이 최근 멕시코의 경우에서처럼 국내 신용의 확대와 화폐공급의 증가로 적자가 지탱할 수 없는 수준까지 도달함으로써 평가절하가 임박했다고 평가하지 않는 한, 지속될 수 있는 것이다.”(García, 1997: 21)

그런데 멕시코는 대통령 선거를 앞두고 정치적으로 불안한 상황에서 외국 자본의 유입이 줄어드는 데도 불구하고 당시 살리나스 정부는 통화량을 줄이는 긴축을 선택하기보다는 선거를 의식해 경제활동의 위축을 막고자 국내신용을 보다 확대해 나갔다. 환율 페그제인 경우 아르헨티나처럼 외화가 빠져나가는 만큼 국내경제도 같은 정도로 위축되도록 놓아두어야 하는데 멕시코는 앞서 말한 이유로 정부가 임의로 개입해 이자율을 낮추고 외환보유고를 사용함으로써 위기를 증폭시켰다는 주장이다.

결국 위기의 징후가 보이는 순간에 보다 허리띠를 더 졸라매지 않았다는 주장인데 앞선 장에서 이미 살펴보았듯이 그런 식의 주장은 외환위기의 근본적 원인을 호도하는 것이다. 문제의 근원은 따지지 않고 문제가 발생했을 때 대책의 미진함만을 따지는 것은 문제를 근본적으로 해결하는 데 도움을 주지 않는다.

그러면 90년대 라틴아메리카 국가들이 비교적 엄격한 긴축 재정을 실현했음에도 불구하고 외환위기를 반복적으로 맞이하게 된 근본적인 이유는 무엇인가? 자본자유화 시대의 자본도입비용을 문제로 삼

는 붐-버스트 사이클(boom-bust cycle)모형은 이러한 질문에 가장 적절한 대답을 제공하고 있다고 생각된다.

90년대 외환위기를 겪은 라틴아메리카 국가들은 대개 다음과 같은 과정을 겪게 된다. 우선 이들 국가들은 자본 시장을 자유화하는 한편 긴축을 통한 경제 안정에도 불구하고 상대적으로 높은 금리를 유지했다. 따라서 고수익을 노리는 자본이 대량 유입되었고 그로 인해 화폐가 평가절상 되었으며 그 결과 가격경쟁력이 약화되고 경상수지 적자가 늘어났다. 또한 자본유입에 따른 경기활성화도 경상수지를 악화시키는 한 요인이 되었다. 그리고 이러한 경상수지 적자는 자본수지에 의해 보전되었으며 그로 인해 환율도 과대 평가를 유지했다.

그러나 경상수지 적자의 누적과 그의 자본수지에 의한 보전의 상태가 지속되면서 외국 투자자들은 일정시점에서 이들 나라의 경제적 기본 건전성에 회의를 갖게되었고 이런 시점에서 국내의 정치적 불안이나 외부적 요인이 작동하게 되면 고금리는 더 이상 자본 유입의 유인이 되지 못하고 평가절하를 두려워한 외국 자본들이 급격히 빠져나가면서 외환위기가 발생하게 되었다.

즉 붐-버스트 사이클 모형은 90년대 외환위기를 설명하는 도구로서 환율 과대평가, 경상수지 적자 누적, 외국자본의 유입과 휘발성(volatility) 등을 주요한 주제로 부각시키고 있다. 따라서 본 장에서는 먼저 90년대에 라틴아메리카에서 어떻게 환율이 과대평가 되고 계속 유지되었는지, 또 그로 인한 경상수지 적자의 누적은 얼마나 심각한지 하는 문제들을 살펴보고 계속해서 외환위기와 관련하여 유입된 외국 자본의 성격과 문제점을 살펴보고자 한다.

1. 환율의 과대평가

외환위기를 겪은 국가들은 대부분 환율과대평가라는 문제를 안고 있었다. 폐소위키 직전 멕시코 폐소화의 과대평가는 매우 심각한 수준이었으며, 브라질의 경우에도 95년까지 상대적으로 평가절하 상태

였던 자국통화가 헤알화 위기 직전에 점진적으로 과대평가 되어짐을 볼 수 있다. 아르헨티나의 경우도 91년 92년을 제외하고 전반적으로 페소화가 과대평가 되었으며 근년에 이르러 그러한 현상은 점차 심화되어지는 것처럼 보인다.

환율의 과대평가는 외국 자본의 유입에 의해 야기되었을 뿐만 아니라(Harvey, 1996: 567-583; Edwards, 1996: 176-180) 또한 환율에 기초를 둔 안정화 프로그램(ERBSP: exchange rate-based stabilization program)의 채택도 환율 과대 평가의 주 요인이 되었다. 라틴아메리카의 많은 국가들이 그러한 안정화 전략을 선택한 것은 실업이나 생산의 감소와 같은 희생을 최소화하고 인플레이션을 통제할 수 있는 최선의 길은 고정 환율제 밖에 없다고 생각했기 때문이다. 뿐만 아니라 신뢰성의 차원에서 환율의 안정 없는 안정화 정책은 지탱하기 어려운 면이 있었다. (Silva, De Andrade and Torrance, 2000)

표3) 실질환율지수(95년=100)

	91	92	93	94	95	96	97	98	99
아르헨티나	116.3	103.0	94.4	93.8	100	101.9	98.9	96.8	89.4
브라질	108.5	117.3	112.6	113.6	100	94.2	93.2	97.6	146.0
멕시코	74.8	69.1	65.8	67.6	100	89.0	77.2	77.3	71.7

자료: CEPAL, 1999

멕시코는 크롤링 페그제(crawling peg)를 도입했다. 크롤링 페그제는 일종의 고정환율제로서 점진적인 평가변경방식을 말한다. 멕시코의 경우 1일 상승 허용범위는 1989년에는 1페소(연율 16%), 1990년에는 0.8페소(연율 11%), 1991년에는 0.4페소(연율 5%), 1992년에는 0.2페소(연율 2.3%)로 정해졌었다.

브라질은 환율 페그제를 도입했다. 기존에 유통중인 크루세이로 헤알(Cruzeiro Real)을 신규화폐인 헤알(Real)에 대해 2,750대 1의 수준으로 유지하는 동시에 1헤알의 환율은 1달러와 동일한 수준으로

하는 페그제(기축통화에 대해 교환 비율을 정한 고정환율제)를 채택했다.⁹⁾

경제적 불안정이 가장 극심했던 아르헨티나는 자본 유입 재개라는 보상의 대가로 통화위원회 제도(currency-board)라는 식민지적 극약 처방을 도입하지 않을 수 없었다. 아르헨티나는 91년 기존 화폐인 아우스트랄(Austral)을 달러당 10,000대 1로 고정시켰으며, 92년에 다시 10,000 아우스트랄을 1페소로 대체하여 달러와 페소의 환율을 1대 1로 고정시켰으며 두 화폐간의 태환을 전면 허용했다. 그리고 아르헨티나는 통화위원회 제도의 규정에 따라 달러화의 유입과 유출에 맞춰 자국 통화량을 조절하고 환율을 일정하게 유지해야 했다.

2. 경상수지 적자의 심화

외국 자본의 급격한 유입과 환율기초 안정화 프로그램으로 인한 환율의 과대평가는 라틴아메리카 수출품의 가격경쟁력 하락을 가져왔고, 게다가 자본유입으로 인한 수입의 폭등은 함께 무역수지의 엄청난 적자를 야기했다. 따라서 그렇지 않아도 외채이자 서비스의 부담이 컸던 멕시코, 브라질, 아르헨티나는 모두 경상수지 적자의 심화라는 심각한 문제에 직면하게 되었다.

<표4>에서 볼 수 있듯이 외환위기를 겪었거나 그럴 위협에 처한 나라들은 예외 없이 위기 직전에 심각한 경상수지 적자의 문제를 안고 있다는 것을 알 수 있다. 이것은 앞장에서 살펴본 재정수지 적자

9) 70년대 초부터 시작해서 90년대에는 급기야 년 5,000%에 이른 만성적 인플레이션을 잡기 위해 브라질은 사실상 아르헨티나와 같은 통화위원회제도(currency-boards)나 달러통화화(dollarization)와 같은 보다 확실한 처방이 필요했었다. 그러나 브라질이 아르헨티나처럼 그러한 극약 처방을 채택하지 않은 이유는 첫째 브라질의 경제 규모가 아르헨티나 비해서 훨씬 더 크며, 둘째 브라질은 시장개방 정도가 미약하며, 셋째 국내금융시장이나 연금기금이 국내유동성에 크게 의존하고 있으며(만약 달러 유입에 따라 국내유동성이 제한된다면 외국자본의 유출시에 국내금융시장은 완전히 마비될 수 있다), 그리고 마지막으로 재정 통화 정책 주권의 상실로 인해 고실업 상태가 발생했을 경우 정치적으로 안정적이지 못한 브라질은 체제 자체가 매우 위험한 지경에 빠질 수 있기 때문이다.

와 외환위기의 상관관계에 비해 훨씬 뚜렷한 관련성을 보여주고 있다.

멕시코의 경우 80년대 개방에도 불구하고 82년에서 88년까지 지속적으로 흑자를 나타냈던 무역수지는 살리나스의 환율기초 안정화 프로그램의 이식과 자본유입으로 인해 환율이 과대평가되면서 즉각 적자로 반전하여 외환위기 직전인 93년과 94년에는 각각 188억불, 184억불 적자를 기록했다. 그에 따라 경상수지도 94년에 GDP 대비 8%가 넘는 294억 달러에 도달하게 된다.

따라서 에드워드가 말하는 것처럼 “멕시코 위기의 가장 중요한 근원은 92년부터 시작된 감당할 수 없는 수준의 경상수지적자와 그것이 대규모 외국자본의 유입으로 보전되었다는 사실이다.” (Edwards, 1995: 298)

헤알화 플랜 이전에 100억불 이상의 무역수지 흑자를 지속적으로 기록하면서 경상수지에서도 거의 균형을 이루었던 브라질도 헤알화 플랜의 시작과 함께 95년도부터 무역수지가 적자로 반전하는 동시에 나아가 심각한 경상수지 적자의 문제에 직면하게 되었다. 95년에서 98년까지 4년 누적 경상수지 적자는 1,026억불로서 연간 GDP 대비 약 5% 수준에 이른다.(정확히 98년의 GDP 대비 경상수지 적자 4.5%이다.)

브라질의 경제규모로 볼 때 98년 66억불이라는 무역수지 적자는 그다지 심각한 수준은 아니라고 할지라도 연간 막대한 대외부채 이자지불을 고려할 때 무역수지가 적자로 반전하자마자 경상수지 적자는 94년 11억불에서 95년 181억불로 급증한다. 즉 과거에는 무역수지 흑자를 통해 이자지불을 삭감함으로써 경상수지 적자 규모를 줄일 수 있었다면 무역수지가 적자로 반전한 상황에서 그 규모는 급증할 수밖에 없었다. 브라질은 98년 경상수지 적자 총 338억불 중 외채 이자로만 119억불을 지불해야 했다.¹⁰⁾

10) 관련하여 윤택동은 “서비스 수지 적자는 대외부채에 대한 이자지불이 큰 비중을 차지한다고 볼 때 최근의 경제활동보다는 과거로부터 물려받은 유산에 의해 발생되었다고 설명할 수 있다. 과거의 구조적 불균형을 최근 조정하는 과정에서 대외 부문의 불균형이 발생하였고 특히 무역수지와 서비스 수지 적자에 발생한 막대한 경상수지 적자는 항상 외환위기를 가져올 수 있는 원인을 제공하고 있다.” (이종걸, 윤택동, 2000: 118)

(표4) 무역수지 및 경상수지 변동 추이(단위: 10억불)

		89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99
아르헨티나	무역수지	5.7	8.6	4.4	-1.4	-2.4	-4.2	2.2	1.4	-2.2	-3.0	-0.8
	경상수지	-1.3	4.5	-0.6	-6.6	-7.4	-9.3	-2.3	-4.2	-12.0	-14.6	-12.6
브라질	무역수지	16.1	10.7	10.5	15.5	13.0	10.8	-3.1	-4.5	-6.6	-6.6	-1.9
	경상수지	1.0	-3.8	-1.4	6.2	-0.6	-1.1	-18.1	-20.3	-30.4	-33.8	-25.2
멕시코	무역수지	-0.6	-4.4	-11.3	-20.6	-18.8	-18.4	7.0	6.7	0.6	-7.9	-4.9
	경상수지	-4.1	-8.4	-15.0	-24.9	-22.3	-29.4	-0.6	-1.0	-7.4	-15.9	-13.7

자료: CEPAL, 1994, 1996, 1999

즉 브라질의 외환위기의 근원은 과거로부터 유산된 엄청난 대외부채 부담에다 무역수지마저 적자로 반전됨에 따라 경상수지가 기하급수적으로 불어났고 그것을 자본수지로 보전함에 따라 경제의 외적 취약성이 증가했기 때문이라고 할 수 있다.

통화위원회 제도의 도입으로 라틴아메리카에서 칠레 다음으로 경제가 안정되었다는 평가를 받은 아르헨티나도 폐소화의 과대평가로 인해 제조업의 수출 가격경쟁력이 하락함으로써 무역수지 적자가 확대되고 게다가 브라질과 마찬가지로 매년 50억불에 이르는 외채이자지불 부담이 더해져 경상수지 적자의 규모도 늘어났다. 특히 97년부터 경상수지 적자는 GDP 대비 4% 수준을 넘어 98년에 4.8%에까지 이르렀다가 현재에도 계속 그 수준에 머무르고 있다.

3. 외국자본에 대한 과도한 의존

역사적으로 볼 때 라틴아메리카에 자본의 대량유입은 항상 대규모 위기로 이어졌다. 1920년대의 자본 유입은 세계 대공황의 발발과 함께 라틴아메리카에 심각한 경제위기를 가져왔고 특히 70

년대의 대량 외자 유입은 82년 멕시코의 모라토리엄 선언을 시작으로 1980년대를 소위 “잃어버린 10년”¹¹⁾으로 만들고 말았다. 이러한 교훈에도 불구하고 90년대 라틴아메리카는 엄청난 경상수지 적자를 자본 유입을 통해 보전하는 외국 자본에 극단적으로 의존하는 경제구조를 재개했다.

90년대 라틴아메리카에서 외국 자본의 순조로운 유입은 경상수지 적자를 자본수지로 보전하는 것을 가능하게 했다. 그렇게 된 데는 내부적으로 금융부분의 규제완화, 자본시장 개방, 거시적 안정의 달성, 상대적으로 높은 이자율의 제공과 같은 내부적 조건과 함께 외부적으로 신흥시장을 향한 국제금융시장의 붐이라는 조건이 맞아 떨어졌기 때문이다.¹²⁾

그 결과 88년까지 자본 유입이 마이너스를 기록하던 멕시코도 89년 11억불에 이어 91년부터 외환위기가 발생하기 전 해인 93년까지 연간 200억불 이상의 자본이 대량 유입되었다. 브라질도 헤알 플랜이 본격 가동되기 시작한 95년부터 외환위기가 발생하기 직전인 98년까지 4년간 매년 200억불 이상의 자본이 유입되었다. 아르헨티나도 91년부터 99년까지 년평균 100억불 이상의 자본이 유입되었으며 특히 97년부터는 년 150억불 정도의 자본이 유입되고 있다.

11) 1981년에서 1990년까지 라틴아메리카의 연평균 성장률은 1.1%에 불과하며(아르헨티나: -0.3%, 브라질: 1.3%, 멕시코: 1.9%) 1인당 국민소득은 연평균 -0.9%(아르헨티나: -1.8%, 브라질: -0.7%, 멕시코: -0.2%)로 하락했다.

12) 실바 등에 의하면 90년대 라틴아메리카에서 외국 자본 유입 붐은 이 지역의 안정화 프로그램이 신뢰를 얻었기 때문이기도 하지만 그것 보다 선진국의 이자율 하락과 금융산업의 심화된 경쟁체제 하에서 살아남기 위해 고수익을 추구하려는 자본이 늘었다는 외부적 요인이 더 크게 작용했다고 한다. (Silva, De Andrade, Torrance, 2000)

〈표 5〉 자본유입추이(단위: 10억불)

	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99
멕시코	-4.4	1.1	8.4	25.1	27.0	33.7	15.7	-10.4	6.1	19.2	18.5	19.2
브라질	-9.2	-12.5	-5.5	-4.1	6.5	7.6	8.0	29.3	33.1	24.9	20.0	7.2
아르헨티나	0.4	-8.0	-5.8	0.1	8.8	7.3	11.1	4.6	11.1	16.8	17.6	14.7

자료: IMF, International Financial Statistics, 1995, 2000

이러한 자본의 대량유입은 물론 경제를 활성화시키는 데 결정적 기여를 하였지만, 반면 환율의 과대평가를 야기함으로써 무역수지 나아가 경상수지 적자를 확대하였고 게다가 경상수지 적자를 보전하는 기능을 함으로써 해당국 정부가 경상수지 적자 누적을 해소하려는 시도를 미룸으로써 보다 큰 위기를 맞이하게 하는 역기능을 나타내기도 했다.

자본 유입의 성격에도 문제가 있는 데 다소 안정적인 직접 투자보다 휘발성이 강한 포트폴리오 투자가 절대적으로 많은 것은 90년대 라틴아메리카 경제를 외부적으로 매우 취약하게 만들고 있다.

그럼에도 불구하고 멕시코나 브라질 모두 외환위기가 발생할 때까지 고정환율제를 고집함으로써 결국 외환위기라는 보다 큰 폭탄을 맞이하게 되었다. 평가절하가 한나라의 경제 전반에 있어 항상 환영할 만한 것은 결코 아니지만 경상수지 적자가 심각한 지경임에도 불구하고 그를 미룬다면 그것은 최악의 결과를 가져오게 된다.

경상수지 적자의 과도한 누적에도 불구하고 일정기간은 자본유입에 따라 환율이 안정적으로 유지되는 것이 가능하지만 개발도상국의 입장에서 그런 상황이 언제까지나 지속될 수는 없다. 멕시코와 브라질 외환위기 그리고 최근 아르헨티나의 경제 불안의 최대 교훈은 경상수지 적자의 과도한 누적에도 불구하고 고정환율제를 통해 환율과대 평가를 무리하게 유지할 경우 대부분 위기에 직면하게 된다는

것이다. 결국 라틴아메리카에서 고정환율제는 변동환율제에 비해 훨씬 더 외부적 취약성이 큰 것으로 증명되었다.

〈표 6〉 외국인 투자 구성 추이(단위 10억 달러)

		88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99
멕시코	직접투자	-2.0	2.7	2.5	4.7	4.3	4.3	7.9	9.5	9.1	12.8	11.3	11.7
	포트폴리오 투자	1.0	0.3	3.3	12.7	18.0	28.9	8.1	-9.7	13.4	5.0	-0.5	10.9
브라질	직접투자	2.8	1.1	0.9	1.1	2.0	1.2	3.0	4.8	11.2	19.6	31.9	32.6
	포트폴리오 투자	-0.4	-0.3	0.5	3.8	7.3	12.9	47.7	10.1	21.0	10.3	19.0	1.6
아르헨티나	직접투자	1.1	1.0	1.8	2.4	4.1	6.3	3.4	5.3	6.5	8.7	6.6	23.5
	포트폴리오 투자	-0.7	-1.0	-1.1	8.2	6.8	13.6	9.8	4.7	12.2	12.4	10.1	-4.5

자료: IMF, International Financial Statistics, 1995, 2000

특히 멕시코의 경우 외환위기 이전 93년의 포트폴리오 투자는 직접 투자의 거의 7배로 그 해 외국 자본 유입의 85%를 차지했다. 브라질의 경우도 96년까지 포트폴리오 투자는 직접 투자액의 거의 2배를 넘어서고 있으며 아르헨티나의 경우도 페소 위기의 영향이 미친 95년을 제외하고 91년부터 98년까지 포트폴리오 투자는 직접투자 보다 거의 2배 이상을 유지했다.

이렇게 외국 자본에 대한 과다한 의존 특히 휘발성이 높은 포트폴리오 투자의 높은 비중은 멕시코, 브라질 그리고 최근에 아르헨티나의 경제를 외부적으로 매우 취약하게 만들었다.(World Bank, 1994: 331) 외국 자본의 유입은 경제를 일시적이거나 활성화시키는 긍정적 기능이 없진 않지만 일단 자본 유입에 문제가 생기면 그것은 외자의 순기능만을 강조하는 사람들의 주장과는 달리 대개 자본 유입국 경

제에 엄청난 파문을 가져온다.

달라진 국제 금융 환경으로 인해 자본 유입국 경제에 정치적 이유나 경제 사회적 이유로 인해 시장이 허약해지는 경우 혹은 채권국의 이자율 상승과 같은 외부적 조건의 변화가 있을 경우 자본 유입국에 있어 그 영향은 투자자들의 무리본능(herd instincts)이나 자기실현적(self-fulfilling) 투기가 작용하여 대개 증폭되는 경향이 있다. 따라서 심각한 외적 불균형과 외국자본에 극단적으로 의존하는 경제는 단지 외국자본의 유입이 순조로울 때만 지탱될 수 있는 것이다.

결과적으로 멕시코와 브라질의 외환위기는 환율 과대평가로 인한 경상수지 적자 누적을 허용하면서 외국 자본 유입에 과다하게 의존하는 경제의 한계를 보여준 사례라고 볼 수 있다.

IV. 평가절하가 대안인가?

1. 왜 조기에 평가절하를 실시하지 않는가?

이러한 구조적 문제를 해결하기 위해 자본 유입국들은 유입되는 자본에서 휘발성이 강한 포트폴리오 투자나 단기성 자본의 비중을 줄이고 직접 투자의 비중을 증가시키는 것이 필요하다. 그러나 외부적 취약성에서 근본적으로 탈피하기 위해서는 생산성 향상을 통해 자국 상품의 경쟁력을 향상시키고 그로 인해 무역수지 나아가 경상수지 적자의 폭을 줄이거나 흑자를 냄으로써 외국 자본에 대한 극단적 의존에서 벗어나는 것이 무엇보다 중요하다고 할 수 있다. 그러나 생산성 향상은 실제로 그 효과가 나타나는 데 시간이 필요하다. 따라서 단기적으로 외부적 취약성을 완화하고 외환위기와 같은 극단적 상황을 피하기 위해서는 조기의 평가절하가 유효한 방식이 될 수 있다.

한 예로 97년 바트화 위기로 시작된 아시아 발 위기가 러시아를

거쳐 라틴아메리카에 상륙했을 때 그 파문은 환율시스템에 따라 국가마다 다르게 나타났다. 고정환율제를 유지하고 있던 브라질과 아르헨티나에서 그 충격을 보다 크게 나타난 데 비해 이미 변동환율제를 채택한 멕시코와 콜롬비아에서는 그 영향이 그다지 크지 않았다.(Perry, 1998: 26)

뿐만 아니라 고정환율제는 진정한 인플레이션 억제책도 아니다. 환율에 의한 안정화 정책은 사실 진정한 재정 건전성의 필요에 대한 정책 입안자들의 관심을 다른 곳으로 돌려놓는 역할을 한다. 고정환율제의 인플레이션 억제 효과는 단지 그것이 신뢰성을 유지할 때 뿐이다. (Bird, 1997)

멕시코나 브라질 양국 모두 외환위기 이전에 이미 일찍부터 자국 화폐의 과대평가에 대해 주류경제학자들로부터도 그의 위험에 대한 경고를 받았었다. 라틴아메리카 경제개혁에 막대한 영향력을 발휘하고 있는 미국 MIT의 경제학자 돈부쉬는 94년 멕시코 폐소화가 과대평가 되었음을 경고하면서 20% 평가절하를 즉시 단행할 것을 권고했다. 그 시기에 미 정부도 멕시코에 고정환율제 유지의 위험에 대한 경고 메시지를 보내고 있었다. 브라질의 경우에도 모두가 헤알플랜이 제 기능을 하고 있다고 평가할 때 돈부쉬는 이미 96년에 헤알화의 과대평가 문제를 지적하면서 약 40% 정도 헤알화 평가절하가 불가피함을 지적하였다.(Dornbusch, 1997)

그럼에도 불구하고 양국은 고정환율제를 포기하지 않고 환율 과대평가를 계속 유지하다가 결국 외환위기를 맞이하게 되었다. 그러면 이들 국가들이 주목할 만한 경고에도 불구하고 고정환율제에 집착한 이유는 무엇인가?

여기에는 대통령의 개인적 야망이나 재선시도와 같은 정치적 요인(Smith, 1997; Kingstone, 1999)도 없지는 않지만 무엇보다 평가절하가 어려웠던 것은 신흥시장 국가들이 지닌 신뢰성의 부족 때문이었다. 만약 헤알화가 20% 과대평가 되어있다면 20%의 과대 평가는 사실 손해보다는 이익이 더 많다고 할 수 있다. 그러나 비록 정치적 요인이 아닐지라도 어느 누구도 20%의 과대평가를 채택 가능한 전략

이라고 생각하지 않는다. 왜냐하면 신흥시장국 혹은 개도국에서의 평가절하는 흔히 시장의 붕괴를 의미하기 때문이다. 다시 말해 개도국에서 소규모 평가절하는 사실상 존재하지 않는다.(Krugman, 1999)

해외투자자들은 선진국과 개도국에 있어 이중 잣대를 가지고 있다. 선진국에 있어서 평가절하는 92년 영국의 사례에서 보듯이 평가절하가 파운드화에 대한 투기적 공격을 심화시키기보다는 경제 기초 여건에 부합하는 정책으로 인식되어 대규모 자본유출을 멈추게 하고 그를 통해 빠른 경제 회복을 이룩하게 한 반면, 정부와 경제의 건전성에 대한 신뢰가 떨어지는 개도국에서의 평가절하는 대부분 뒤이를 평가절하의 신호로 받아들여지기 십상이고 따라서 더 심한 투기적 공격을 야기한다. 즉 개도국에서의 평가절하는 흔히 경제의 취약성을 인정하는 신호로 받아들여지는 것이다. 94년 멕시코와 98년 브라질의 평가절하가 대규모 투기적 공격의 신호로 받아들여진 것이 바로 그 대표적 예이다.

그리고 내부적으로 이들 국가의 기업이나 은행들이 해징되지 않은 많은 외채를 지니고 있다는 것도 문제이다. 따라서 평가절하의 가능성이 탐지되면 이들에 의한 외환 수요가 급증하는 것은 불을 보듯 뻤한 사실이다. 만약 그들이 그렇게 하지 않고 실제 평가절하가 이루어지는 경우 이들 은행이나 기업은 엄청난 손실을 보게 될 것이다. 이러한 상황이 정부가 적절한 시기에 평가절하하는 것을 어렵게 한 것이라고 볼 수 있다. 이렇게 보면 고정환율제와 외자 유입에 기반을 둔 안정화 정책은 처음부터 외환위기를 피할 수 없는 운명을 타고난 것이 아닌가 하는 생각이 든다.

어쨌든 경상수지 적자가 과다하게 누적될 경우 조기의 평가절하는 반드시 심각하게 고려되어야 한다. 그리고 나아가 고정환율제보다는 변동환율제를 채택하는 것이 외부적 충격에 덜 민감할 수 있다. 통화위원회 제도를 통해 신뢰성을 유지하면서 끝까지 고정환율제를 유지하고자 했던 아르헨티나마저도 최근 심각한 경제적 위기에 직면해 있는 것을 보면 이러한 생각은 보다 더 굳어지게 된다.

2. 통화위원회 제도의 한계

가르시아에 따르면 멕시코의 평가절하와 폐소화 위기는 평가절하가 통화수축보다 덜 고통스러운 방식이라는 것을 보여주는 데 실패했다고 한다. 대신 통화위원회제도를 통해 환율 변동 없이 통화수축을 선택한 아르헨티나는 여러 가지 문제점에도 불구하고 생산성 증대와 구조조정의 가속화라는 결과를 얻을 수 있었다고 한다.(García, 1997: 31)

심지어 베커는 비즈니스 위크지에 실린 한 기사에서 브라질의 외환위기가 최종적으로는 IMF의 지지가 있든 없든 해탈화의 가치를 유지하겠다는 브라질 정부의 약속에 대한 국제투자가들의 신뢰 부족에서 발생했다고 지적하면서 정책 신뢰성 차원에서 통화위원회 제도를 취하고 있는 아르헨티나는 본받을 만한 모델이라고까지 주장하고 있다. 99년 초에 러시아의 모라토리엄 선언의 대풍이 브라질과는 달리 비슷한 상황에 있는 아르헨티나를 외환위기로 몰고 가지 않은 이유는 바로 환율정책의 지속성을 보다 확고히 한 통화위원회 제도 때문이라는 것이다. (Becker, 1999. 3. 15: 20)

그러나 환율 과대평가 유지, 경상수지 적자 누적, 외국자본 유입에 대한 과다한 의존 등 멕시코나 브라질이 지녔던 모든 문제를 그대로 안고 있는 아르헨티나가 통화위원회 제도를 통해 환율안정을 보장하는 것만으로 모든 위험에서 벗어날 수 있는 것은 아니다. 통화위원회 제도는 크루그만이 지적하는 것처럼 우선은 당장 통화에 대한 투기를 막을 수 있을 지 모르지만 경제 자체 대한 장기적 전망은 매우 불투명하며, 정치적 요인 등에 의해 그 제도가 실패로 돌아갈 경우 그 결과는 실로 무서운 재앙이 될 것이라고 한다.(Krugman, 1999)

아르헨티나의 통화위원회 제도는 비록 아직 외환위기로까지 전개되지는 않았지만 그것 자체로도 심각한 문제를 안고 있다. 만약 주변국의 위기로 인해 라틴아메리카 시장 전체가 투자가들의 신뢰를 잃게 되고 따라서 투자자들이 아르헨티나의 채무자들에게도 채무 연장을 거부하고 상환을 요구할 경우를 생각해보자. 이때 채무자는 은

행에서 페소를 인출해서 달러로 환전하게 되는 데 이 경우 아르헨티나의 중앙은행은 태환정책에 따라 충분한 경화를 보유하고 있기 때문에 환전에는 별 문제가 없다. 그러나 아르헨티나의 은행들은 페소화 인출에 따른 현금 보유고를 확충하기 위해 기업들로부터 대출을 회수하게 되는데 여기서 문제가 발생하게 된다.

은행의 대출회수에 따라 기업도 페소화 확보를 위해 다른 은행 계좌에서 페소화를 또 인출하고 그 은행은 또 다른 기업에 대한 대출을 회수하는 식으로 갈수록 더 많은 은행이 대출회수에 나섬에 따라 신용경색이 심화된다.

결국 태환정책 하에서 뉴욕으로부터 1달러의 신용축소는 아르헨티나에서 그 보다 몇 배의 페소화 대출 회수로 이어지게 됨으로써 외환위기까지는 아닐지라도 경제가 심각한 타격을 입게 된다. 그 예로 94년 멕시코의 페소위기는 비록 아르헨티나에 외환위기를 가져오지는 않았지만 주가가 40% 급락하고, 외환보유고가 173억불에서 121억불로 줄어들고, 95년 성장률이 -5%를 기록했으며, 실업률은 11.7%에서 15.9%에까지 상승하는 결과를 낳았다. 브라질의 헤알화 위기가 아르헨티나에 미친 영향도 물론 그에 못지 않다.

그러면 과연 아르헨티나의 통화위원회 제도는 이런 어려움을 넘어 외환위기에서는 완전히 자유로운가? 불행히도 최근의 상황은 아르헨티나도 결코 외환위기로부터 자유롭지 않음을 보여주는 것 같다. 실제 아르헨티나는 최근 외채 디폴트선언이라는 낭떠러지의 바로 앞에서 있는 듯하다. 2000년 12월에 IMF와 협약한 패키지론이 다소간 위기 발생을 지연시킬지 모르지만 그것은 단기적 처방에 그칠 공산이 크다.

무엇보다 아르헨티나는 앞에서 살펴 본대로 10년 간 계속된 경상수지 적자누적에도 불구하고 페소화의 과대평가를 유지해옴으로써 외채가 거의 감당할 수 없는 지경에 이르렀다. 91년에 613억불에 불과했던 총외채가 99년에는 2배가 훨씬 넘는 1450억불에 달했다. 그것은 99년 아르헨티나 GDP 총액인 2,830억불의 51%에 해당되는 것으로 절대적 기준에서 보나 멕시코의 33%, 브라질의 43%와 비교해서 보나 엄청난 것임에 틀림없다. 게다가 2000년에도 여전히 100억

불 이상의 경상수지 적자가 난 것으로 추정됨으로 문제는 보다 심각하다.

그로 인해 아르헨티나는 99년 상품·서비스 수출액 대비 외채이자 비율이 자그마치 40.3%에 달함으로써 외환위기 당시 멕시코의 94년 17.9%와 98년 브라질의 30.5%에 비해 엄청나게 높다.(참고로 현재 멕시코의 비율은 8.8%에 불과하다)

결론적으로 아르헨티나의 통화위원회 제도는 멕시코와 브라질이 보여주었던 같은 문제를 내포하고 있음에도 불구하고 몇 차례의 외환위기를 피하게 하는데 기여함으로써 결국 문제를 보다 키우는 결과를 낳게 된 것이다.

V. 결론

80년대 라틴아메리카 외채위기의 중요한 근원 중 하나가 정부의 과도한 재정 지출이라고 한다면 IMF의 권고에 따라 안정화 정책을 통해 비교적 안정적인 재정 운용을 해 온 90년대에 반복되는 외환위기는 더 이상 그러한 해석이 가능하지 않다고 본다. 물론 건전한 재정을 운용해 왔다고 하더라도 위기의 징후가 나타나는 경우 보다 엄격한 긴축 정책이 일시적 처방이 될 수는 있겠지만 아르헨티나의 경우에서 부듯이 문제의 근본을 해결할 수는 없다.

근본적 문제가 해결되지 않는 한 긴축만으로 언제나 문제가 해결될 수 있는 것은 아니다. 90년대의 반복되는 외환위기의 근원은 무엇보다 경상수지 적자의 누적과 과도한 외국자본의 의존에 있다고 볼 수 있다.

90년대에 라틴아메리카는 자본의 대량 유입과 환율에 기초를 둔 안정화 프로그램으로 인해 개혁 초기부터 환율의 과대평가라는 문제를 안고 있었다. 환율의 과대평가는 수출의 가격 경쟁력을 떨어뜨리고 수입수요를 증가시킴에 따라 무역수지 적자를 확대했다. 그것은 그렇지 않아도 과도한 외채이자 지불 부담에 시달리던 라틴아메리카

국가들에게 엄청난 경상수지 적자의 누적을 안겨다 주었다.

그럼에도 불구하고 라틴아메리카의 국가들은 경상수지 적자의 문제를 해소하기 위해 적극적인 해결책을 제시하지 않았다. 자본 유입이 순조로움으로 인해 경상수지 적자는 자본수지에 의해 보전될 수 있었다. 따라서 라틴아메리카 국가들은 점차적으로 외자의 유입에 과도하게 의존하게 되었다. 유입되는 외국 자본의 성격도 그다지 안정적이지 않았다. 대부분의 경우 휘발성이 강한 포트폴리오 투자자 직접투자보다 훨씬 많은 비중을 차지하고 있었다. 이러한 상황이 라틴아메리카 경제를 외부적으로 매우 취약하게 만들었다.

그런 와중에 미국의 이자율 상승이나 주변국의 위기와 같은 외부적 상황의 변화가 발생하면 라틴아메리카 경제의 신뢰성이 의심받게 되고 외국자본은 평가절하에 대한 위협을 피하기 위해 급속히 유출되기 시작한다. 그때 라틴아메리카 국가는 거의 무방비 상태에 놓여 외환위기를 맞이하게 된다.

이러한 위기를 사전에 방지하기 위해서 단기적으로 적용할 수 있는 가장 적절한 방법은 환율이 과대평가 되고 경상수지 적자의 누적이 크질 때 조기에 평가절하를 단행하는 것이다. 그러나 90년대에 평가절하는 비단 정치적 이유가 아니더라도 개도국의 입장에서 결코 쉬운 선택이 아니었다. 결국 90년대 환율에 기초를 둔 안정화 프로그램과 외국 자본의 유입에 과다하게 의존하는 라틴아메리카의 경제 개혁 모델은 결국 외환위기가 불가피했다고도 보인다.

최근 아르헨티나는 환율과대평가의 유지, 경상수지 적자 누적, 외국 자본의 과다한 유입으로 특징 되는 90년대 라틴아메리카 경제가 가지는 근원적 문제를 다시 한번 증명해 보이는 것 같다. 비록 아르헨티나가 통화위원회제도와 같은 강력한 환율 안정 시스템을 통해 외국인 투자자들의 신뢰를 잃지 않음으로써 폐소위기와 해알화위기라는 두 번의 충격에도 불구하고 외환위기 없이 무사히 넘어 왔지만 결국 그것은 문제를 보다 키우는 결과를 낳았을 뿐이었다. 현재 아르헨티나는 거의 외환위기 직전에 몰려 있으며 그 충격은 조기에 평가절하가 야기했을 충격에 비해 훨씬 더 크게 나타날 것이다.

참고문헌

- 국제금융연구회, 『글로벌시대의 국제금융론』, 경문사, 1996.
- 이상균·윤성훈, 『중남미 환란, 왜 반복되나』, 국제경제조사연구소, 1999.
- 이종걸·윤택동, “한국의 외환위기에 대한 재검토와 브라질 외환위기와 비교”, 『국제지역연구』, 제4권 3호, 2000년 가을호, pp. 99-124.
- 이토 모토시게, 『IMF시대 신국제경제의 논리』, 거름, 1998.
- Becker, Gary S., "Why Countries shouldn't break their currency promises", Business Week, Issue 3620, 1999, pp. 20.
- Bird, Graham and Ann Helwege, "Can neoliberalism Survive in Latin America?", Millennium: Journal of International Studies, Vol. 26, No. 1, 1997, pp. 31-56.
- Calvo, Guillermo A., Morris Goldstein, Eduardo Hochreiter(Ed.), Private Capital Flows to Emerging Markets After the Mexican Crisis, Institute for International Economics, 1996.
- CEPAL, Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe, 1994, 1996, 1999.
- Dornbusch, Rudiger, "Brazil's Incomplete Stabilization and Reform", Brooking Papers on Economic Activity, 1:1997, pp. 367-404.
- Dresser, Denise, "Falling from the Tightrope: the Political Economy of the Mexican Crisis" Sebastian Edwards and Moisés Naím(Editors), Mexico 1994, Carnegie Endowment for International Peace, 1997, pp. 55-79.
- Edwards, Sebastian, Crisis and Reform in Latin America. From Despair to Hope, Oxford University Press, 1995.
- _____, "Exchange-rate Anchors, Credibility, and Inertia: A tale of

- two Crises: Chile and Mexico", *American Economic Review*, 86, 2, 1996, pp. 176-180.
- Flynn, Peter, "Brazil: the Politics of Crisis", *Third World Quarterly*, Vol. 20, Issue 2, April 1999, pp. 287-317.
- García, Valeriano F., *Black December. Banking Instability, the Mexican Crisis, and its Effect on Argentina*, World Bank, 1997.
- Harvey, John T., "Orthodox Approaches to Exchange Rate Determination: A Survey", *Journal of Post Keynesian Economics*, 18, 4, 1996, pp. 567-583.
- IMF, *International Financial Statics*, december 1995, december 2000.
- Kingstone, Peter R., *Crafting Coalitions for Reform*, Pennsylvania State University Press, 1999.
- Krugman, Paul, "A Model of Balance of Payments Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, 11, August 1979, pp. 311-325.
- _____, "What Happened to Asia?", web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html. 1998.
- _____, *The return of Depression Economics*, W.W. Norton & Company, 1999.
- Morais, Lecio, Alfredo Saad Filho and Walter Coelho, "Financial Liberalisation, Currency Instability and Crisis in Brazil: Another Plan Bites the Dust", *Capital & Class*, Issue 68, Summer 1999, P. 9-14.
- Perry, Guillermo E. and Daniel Lederman, *Financial Vulnerability, Spillover Effects, and Contagion: Lessons from the Asian Crises for Latin America*, The World Bank, 1998.
- Silva, Maria Luisa Falcao, Joaquim Pinto de Andrade y Thomas S. Torrance, "Fundamentals Versus External Shocks: Brazil's Growing Exposure to Currency Crises", *International*

Advances in Economics Research, Vol. 6, Issue 2, May 2000, PP. 192--209.

Smith, Peter H., "Political Dimensions of the Peso Crisis", Sebastian Edwards and Moisés Naím(Editors), Mexico 1994, Carnegie Endowment for International Peace, 1997, pp. 31-53.

World Bank, Trends in Developing Economics 1994, 1994.