

IMF 調整 프로그램의 經濟的 評價⁽¹⁾

李 昌 鏞

1997년 이후 한국이 경험하고 있는 경제위기를 'IMF 사태' 라고 부르는 데서 짐작할 수 있듯이 IMF 경제정책에 대한 우리의 인식은 부정적이며 때로는 상당한 오해를 수반하고 있는 듯하다. 본고는 IMF 경제정책의 내용과 이론적 근거가 무엇인지 살펴봄으로써 이러한 부정적 평가가 올바른 것인지 논의하고 있다. 본고는 다음과 같은 이유에서 IMF 정책이 보약은 아니지만 그나마 믿을 수 있는 약이기에 택해야 한다고 주장한다. 첫째, IMF가 긴축재정을 강요하고 있다는 주장은 한국의 통합재정수지 측정 방식을 이해하지 못한 데서 발생한 오해이다. 외환위기를 해결하는 과정에서 금융산업 구조조정과 고용보험 확충을 위해 1997년 한 해 발행 예정된 공채는 5월 현재 일반회계 예산의 40%에 달한다. 그러나 정부가 원리금 상환에 대한 실질적 책임을 지고 있음에도 불구하고 이들 공채는 통합재정수지적자 계산에 포함되고 있지 않기 때문에 재정정책이 긴축적이라는 오해가 생겼다. 둘째, IMF 고금리 정책은 부작용이 큰 것이 사실이지만 외환시장의 안정을 위해 취한 불가피한 선택이었다. 만일 금리를 인상하지 않았다면 국내 금융기관이 중앙은행 차입을 통해 외환을 구입하는 악순환을 막지 못했을 것이다. 또한 고금리 정책을 포기하더라도 실질금리는 크게 하락하지 않을 가능성이 크다. 현재의 고금리는 IMF 정책의 결과라기보다 높은 부도율로 인해 위험프리미엄이 증가하였고 환율인상에 따라 기대 불가상승률이 증가한 데 기인한 바 크다. 따라서 위험 프리미엄의 결정요인인 부채비용을 낮추지 않는 한 통화공급이 증가하더라도 실질 금리 하락 폭은 크지 않을 것이다. 셋째, IMF가 제시한 구조조정 정책은 오래 전부터 우리 모두가 필요함을 알고 있었던 일들이다. 그간 이를 집행하지 못했던 것은 구조조정에 따른 단기적 고통을 국민들에게 요구할 수 있는 정치력과 제도적 장치가 없었기 때문이다. 다만 IMF 프로그램은 구조조정의 방향만을 설정하고 있지 구체적 실행방법에 대해서 함구하고 있기 때문에 성공적인 구조조정 추진안을 수립하는 것은 전적으로 우리의 몫이다. 이와 관련하여 이 글은 구조조정 방안 중 공기업 매각의 중요성을 강조하고 있다.

(1) 본고는 『IMF 관리체제 중간평가』(제24회 학술시민포럼, 1998년 5월 20일, 아시아사회과학연구원 주최)에서 발표된 글로서 글을 쓴 시점에서의 논쟁을 부각시키기 위해 그 이후 글을 수정하지 않았다. 조언을 주신 서울대학교 김인준, 류근관, 오성환, 이근, 이준구 교수, KDI의 김대일, 문형표, 조동철, 황성현 박사, 한양대학교 박대근 교수, 상명대학교 백용기 교수, 동국대학교 송의영 교수에게 감사드린다. 이 글의 주장은 필자 개인의 사견이며 조언을 주신 분들의 견해와 일치하지 않을 수 있다.

1. 序 論

외환위기가 발생한 지 5개월이 지나고 있다. 그간 외채 만기연장과 외평채 발행이 성공적으로 끝나 일단 최악의 상황은 넘겼다고 하나 월간 부도기업 수가 3,000개를 웃돌고 실업자는 140만을 넘어섰다. 그런데도 본격적인 경기침체가 시작되지 않았다고 한다. 상황이 이렇다보니 외환위기의 원인보다는 해결책, 특히 그 중에서 IMF 경제정책에 대해 관심이 집중되고 있다. 그러나 이번 위기를 'IMF 사태'라고 부르는 데서 짐작할 수 있듯이 IMF 경제정책에 대한 우리의 인식은 부정적이며 때로는 상당한 오해를 수반하고 있는 듯하다. 본고는 IMF 경제정책의 내용과 이론적 근거가 무엇인지 살펴봄으로써 우리가 가진 부정적 평가가 올바른 것인지 논의하고자 한다. 물론 IMF 정책에 대한 올바른 평가는 한국경제가 외환위기를 극복한 후 그 때까지 걸린 시간과 지불한 비용을 알아야만 분석할 수 있는 일이다. 외환위기가 시작된 지 5개월밖에 지나지 않은 이 시점에서 평가를 한다는 것은 시기상조인지 모른다. 따라서 본고는 IMF 정책에 대한 그간의 국내외 비판을 요약하고 그에 대한 저자의 견해를 밝힘으로써 평가를 대신하고자 한다.

본고는 다음과 같이 구성되어 있다. 우선 2장에서는 지난 20여년간 IMF 경제정책이 어떻게 변천하여 왔으며 그 배경이 된 분석 틀이 무엇인지 간략히 살펴보았다. 3장은 IMF가 한국에 요구한 경제정책을 크게 통화정책, 재정정책, 구조조정정책으로 나눈 후 그에 대한 국내외 학자들의 비판과 저자의 견해를 소개하였다. 'IMF 정책이 보약인가 극약인가?'라는 말이 유행하고 있다. IMF 프로그램에 대한 본고의 평가를 요약한다면 IMF 정책은 보약은 아니지만 그나마 지금까지 구할 수 있는 약 중에서는 가장 믿을 수 있는 약이기에 택해야 한다는 것이다.

2. IMF 프로그램의 變遷과 內容

2.1. IMF 프로그램의 變遷

2차 세계대전이 끝날 무렵 국제통화제도의 안정과 무역증진을 위해 설립된 IMF는 국제수지불균형으로 인해 대외지급불능 위기에 처한 회원국들에게 자금지원 및 경제정책 조언을 해왔다. 이 과정에서 IMF가 행한 일련의 경제정책을 총칭하여 IMF 프로그램(IMF Financial Program or IMF Adjustment Program)이라 부르는데, IMF 프로그램의 이론적 틀

과 내용은 그간 경제이론의 발전과 세계경제상황의 변동에 따라 꾸준히 변화해 온 것을 볼 수 있다(Fischer(1998), IMF(1987), Polak(1991, 1997), Schadler *et al.*(1995)). 특히 1970년 초반 고정환율제도가 붕괴하고 자본의 국제이동이 급증함에 따라 IMF 지원을 필요로 하는 국가수도 점차 늘어났으며 IMF 프로그램의 내용 역시 크게 조정되었다. 1970년 이후 IMF 프로그램의 변천과정은 대대적 자금지원이 있었던 1980년대 중남미 외채위기, 1990년 초반 동유럽 경제위기, 그리고 최근 한국을 포함한 동아시아 외환위기에서 IMF가 취한 프로그램의 내용을 비교하면 쉽게 이해할 수 있다.

1980년대의 라틴아메리카 외채위기의 경우 방만한 재정과 통화증발, 경직적 환율운영 등 거시경제정책 실패로 인한 국가부도가 주원인이었다. 방만한 재정운영은 통화증발로 이어져 超인플레이션(hyper-inflation)을 유발하였으며 막대한 재정적자는 경상수지 적자와 외채누적을 초래하였다. 따라서 이를 해결하기 위해 IMF 프로그램 역시 긴축재정, 긴축 통화정책과 같은 단기 총수요조절정책에 우선 순위를 두었다. 즉, 통화발행을 억제하여 물가안정을 도모하고 국내 총수요를 감소시켜 경상수지 개선과 외채상환을 유도함으로써 대외신용을 회복하는 것이 정책의 주목적이었다. 최근 IMF가 위기의 원인이 다름에도 불구하고 한국의 경우에도 “同一한 옛 處方(same old belt-tightening adjustment) 또는 單一方式(one-size-fit-all approach)”을 강요하고 있다고 비난하는 사람들이 염두에 두고 있는 IMF 프로그램의 내용이 바로 이것이다.

1990년대 초 구소련연방이 붕괴하자 러시아와 동유럽국가들이 IMF에 가입하였고, 이들이 시장경제로 이행하는 과정에서 경제위기에 처하게 되자 IMF의 새로운 역할과 금융지원이 요구되었다. 과거 CMEA(Council of Mutual Economic Assistance) 체제하에서 유지되어 온 사회주의 국가간의 분업체계가 붕괴하면서 이들 동유럽 국가들은 무역량의 급격한 감소, 국제결제통화의 부족 등으로 심각한 경제위기를 맞는다. 따라서 이들 동유럽 국가들에 대한 IMF 정책은 단기 총수요조절에 중점을 두었던 남미식 처방과 달리 시장경제로의 성공적 이행을 위한 중장기적 구조조정에 주안점을 두었다. “big-bang approach”로 불리는 IMF 정책의 주안점은 경제의 자유화, 거시경제의 안정화, 그리고 폭넓은 구조개혁의 수행에 두어졌다.⁽²⁾ 이를 통해 동유럽 국가들의 무역활성화를 지원하고 경제개발에

(2) 각 정책목표의 구체적 내용은 다음과 같다. (1) 경제 자유화: 정책결정의 분권화, 경제주체의 책임 증대, 가격통제의 종식, 환율과 무역제도의 자유화. (2) 경제 안정화: 긴축 재정, 통화정책을 통한 물가안정과 대외균형, 균형예산 확립 (3) 구조조정: 새로운 조세제도 및 독립적인 중앙은행 구축, 파산법 정리, 국영기업의 민영화, 독과점 규제, 사회안전망(social safety net)의 확충 등.

필요한 국제자본이 안정적으로 이들 국가에 유입되도록 촉매역할을 시도한 것이다. 다른 한편으로 남미 국가에 대한 지원 경험도 구조조정과 같은 중장기적 목표를 강조하는 데 일조하였다. IMF 지원을 받은 바 있는 남미 국가들이 일시적 회복 후 또 다시 외환위기에 빠지는 경우가 많았다. 이에 따라 IMF 프로그램은 단기 총수요조절정책과 함께 세계은행(The World Bank)이 강조해온 경제성장, 제도개혁과 같은 중장기적 정책목표를 포괄하게 된 것이다.

최근 동남아에 대해 취해진 IMF 프로그램은 위에서 본 남미형 총수요조절정책과 동유럽형 구조조정 정책이 혼합된 형태이다. 이러한 선택은 아시아 외환위기의 원인에 대한 IMF의 시각을 보면 그 의미가 명확해진다. IMF는 재정, 통화정책을 건전하게 유지해온 아시아 국가들이 겪고 있는 외환위기의 본질을 뱅크런(bank run)이란 미시경제적 문제로 보고 있다. 뱅크런이란 금융기관이 부실화되었을 때 예금자들이 예금을 일시에 인출하는 현상으로, 태국, 인도네시아, 한국의 경우에는 예금자, 즉 채권자들이 외국인이었기에 이들이 투자자금을 회수해 가는 과정에서 외환위기가 터져나오게 된 것이다.

아시아 국가들은 단기 고도성장을 위해 일본식 발전모형을 추구해 왔다. 이 발전모형의 주요한 특징은 부족한 투자자원을 전략산업에 집중투자하기 위해 정부가 금융기관의 운영을 시장기능에 맡기지 않고 직접 주도해온 데 있다. 따라서 대부분의 민간 금융기관들도 공기업처럼 인식되어 왔고 금융기관의 부도란 생각할 수조차 없었으며, 법적으로 명시된 것은 아니지만 금융기관의 부채는 관행적으로 정부에 의해 보증된 것으로 여겨져 왔다. 이러한 관행은 한편으로는 안정된 금융시장을 형성해 전례 없이 빠른 성장을 가능케 했지만 다른 한편으로는 비효율적 과잉투자를 조장하는 문제점을 낳게 된다. 정부에 의해 예금이 보호되기 때문에 예금자는 금융기관의 건전성을 비교할 필요 없이 무조건 높은 이자를 주는 금융기관에 자금을 맡겨 놓으면 그만이었다. 은행과 기업도 수익성과 위험을 비교하여 대출과 투자를 결정하기보다 위험은 무시한 채 일단 기대수익이 높은 쪽으로 사업을 벌이는 풍조가 만연하게 되었다. 일을 벌여 성공하면 경영자의 몫이고 실패하면 정부가 뒤처리를 해주었기 때문이다.

이러한 과잉투자 문제는 경제발전과 자본자유화가 진척되면서 더욱 심각해졌다. 경제규모가 커짐에 따라 정부가 금융기관 대출을 일일이 감시할 능력을 상실했을 뿐만 아니라 자본자유화에 따라 저이자율의 해외자금을 차입하여 무모하게 기업을 확장시켰기 때문이다. 물론 관행적인 정부보증을 믿었기에 외국 채권자들도 이렇다할 사업평가 한번 하지 않고 선뜻 국내 금융기관에 자금을 빌려줄 수 있었다. 이런 상황에서 대규모 투자가 실패

로 끝나 금융기관이 부실화되면서 채무국 자체의 변제 능력을 의심하게 된 외국채권자들이 일순간 투자자금을 회수해감으로써 외환위기가 야기된 것이다.

한국 외환위기의 본질에 대한 이러한 인식에 기초하여 IMF 프로그램은 단기적으로는 외환시장 안정을 위해 총수요긴축정책을, 중장기적으로는 외환위기의 배경원인이 된 금융부문의 구조개혁을 강조하고 있다. 한국의 경우에는 본질적으로 긴축정책보다 구조개혁이 위기해결의 핵심이지만 구조개혁을 성공적으로 추진하기 위해서는 우선 외환시장의 안정을 통해 해외자본을 재유입시켜야 하며 이를 위해서 단기적으로 긴축정책이 필요하다는 논리이다. 그러나 외환시장 안정과 구조개혁이라는 두 마리 토끼를 쫓는 IMF 프로그램은 한 가지 딜레마(dilemma)를 가지고 있다. 외환시장 안정을 위해서는 재정적자 축소, 고금리 등의 긴축정책이 필요한 반면 구조조정 과정에서 발생하는 신용경색 현상을 완화하기 위해서는 통화와 재정 팽창이 필요하기 때문이다. 이와 같이 외환위기와 신용경색이 복합된 성격으로 말미암아 한국의 외환위기는 남미와 동구권의 경우와 비교하여 볼 때 출구를 찾기가 더욱 어려운 특징을 갖게 된다. IMF 프로그램을 둘러싼 최근의 논쟁은 기본적으로 외환시장 안정을 위해 취해진 긴축정책의 부작용이 너무 커서 궁극적으로 구조조정까지 불가능하게 만들 수 있다는 우려로 이해할 수 있다. 다만 이러한 비판이 공통적으로 가지고 있는 문제점은 그들이 긴축정책 없이 어떻게 외환시장을 안정시킬 수 있는지에 대해서는 함구하고 있다는 점이다.

2.2. IMF 프로그램의 作成過程

IMF 프로그램에 대한 평가를 논하기에 앞서 간략하게 IMF의 총수요조절정책이 어떤 이론적 근거에 기초하여 행해지는지 알아보기로 하자. 물론 IMF의 총수요조절정책이 모든 지원국에 일률적인 방법으로 적용되는 것은 아니지만 그 기본틀은 다음과 같이 요약될 수 있다.⁽³⁾

IMF가 지원국에 도착하게 되면 우선적으로 IMF 개입이 없을 경우 경제상황이 어떻게 진척될 것인가에 대한 기본 시나리오(basic scenario)와 IMF가 개입한 후 도달하게 될 프로그램 시나리오(program scenario)를 작성한다. 이 과정에서 프로그램 시나리오를 달성하기 위해 필요한 IMF 지원액 및 정책변수의 변화 정도를 추정하고 그에 따라 프로그램 시나리오의 현실성과 內的 一致性(internal consistency)을 반복적으로 평가하게 된다. 이 때 여러 경제이론이 응용되지만 특히 각 정책수단간의 상호 일치 여부는 기본적으로 國民所

(3) IMF programming의 자세한 내용은 IMF가 자체 직원 교육을 위해 준비한 교본인 IMF(1996)을 참조하라.

得計定(National Income and Product Account), 國際收支表(Balance of Payment Account), 政府財政計定(Fiscal Account), 중앙은행의 通貨計定(Monetary Account)의 4계정 사이에 존재하는 회계적 일치성을 통해 점검된다.

간단한 예를 들어 이를 설명해 보자. IMF 지원을 요청한 국가들이 경제위기에 빠진 구조적 요인은 상이하지만, 이들은 모두 지원 당시 외환 고갈로 대외거래 정지의 위험에 처했다는 점에서 공통적이다. 따라서 IMF는 우선적으로 총수요조절정책을 통해 외환시장 안정을 도모한 뒤 중장기적으로 구조조정 문제를 해결하고자 한다. 그런데 대외균형을 회복하고 해외투자자의 신뢰를 회복하기 위해서는 우선적으로 일정량의 외환보유고를 확보할 필요가 있으며 향후 일정 기간동안 경상수지 흑자를 발생시켜 외채상환 능력이 있음을 가시화시켜야 한다. 이를 위해 IMF가 향후 5년간 일정액의 경상수지 흑자 및 외환보유고를 목표로 하는 프로그램 시나리오를 작성했다고 하자. 이를 IMF가 개입하지 않았을 때 예상되는 경상수지 적자 및 외환보유고와 비교하면 추가적으로 필요한 부분을 추정할 수 있다. 그 격차를 모두 IMF의 공적지원으로 해결할 수는 없으므로 부족한 부분만큼은 통화, 재정정책의 政策手段(policy instruments)을 변화시켜 조달해야 한다.

그런데 국제수지표상의 경상수지 흑자는 국민계정에서 저축과 투자의 차이와 같다는 항등관계가 존재하므로 목표한 경상수지 흑자를 달성하기 위해서는 저축이 증가하거나 투자가 감소하여야 한다. 또한 저축은 민간저축과 정부저축으로 나눌 수 있는데, 경기침체가 심화된 상태에서 민간저축을 늘리기는 쉽지 않으므로 정부저축을 증대시킬 필요가 있다. 정부저축 증대를 위해서는 정부지출의 감소 또는 조세 증가가 필요한데 양자간의 배분 결과는 정부재정계정의 구체적 항목을 통해 나타난다. 또한 투자감소를 위해서는 긴축통화 정책을 통해 이자율을 상승시킬 필요가 있으며 통화량 긴축의 정도는 물가상승률, 화폐수요함수, 투자함수 등과 연계되어 결정된다. 이 때 중앙은행 계정과 국제수지표 사이에 존재하는 항등관계(즉 본원통화의 공급 = 외환보유고 + 중앙은행의 순국내여신)가 프로그램 시나리오의 내적 일치성을 점검하는 데 중요한 역할을 한다. 이런 과정을 통해 결정된 정책수단의 변화분이 경제내외적인 요인 때문에 현실적으로 집행하기 힘들다고 판단되면 프로그램 시나리오의 목표를 수정하고 이에 따라 정책수단 변화분을 새로이 계산하는 작업이 반복된다.⁽⁴⁾

(4) 이상에서 설명한 IMF 프로그램의 작성과정을 고려할 때 작년말 협상과정에서 경제성장률, 실업률, 통화량 등이 관심의 초점이었지만 실제로 긴축의 정도를 완화하기를 원하였다면 경상수지 흑자 및 물가상승률 목표에 대해 의의를 제기하는 편이 옳았을 것이다. 일단 경상수지 흑자 및 물가상승률 목표에 합의를 하였다면 경제성장률, 통화공급량은 앞서 설명한 4계정의

IMF 프로그램 내에서 결정된 정책목표와 수단 중에는 정책당국이 조절하기 용이한 변수가 있는 한편 정책당국의 의지와 관계없이 외부상황의 변화에 영향받는 변수도 있다. 이 중 정책당국이 조절 가능한 변수를 performance criteria, 그렇지 못한 기타 변수를 indicative target이라 부른다. 이 중 performance criteria는 IMF 프로그램의 성실 이행 여부를 평가하는 데 기초자료로 사용된다. performance criteria로는 주로 재정적자의 상한, 외환보유고의 하한, 중앙은행 국내순여신의 상한이 사용되고 경상수지, 물가상승률, 성장률, 실업률 등은 indicative target에 해당한다.⁽⁵⁾

2.3. IMF 프로그램 合議案

〈表 1〉은 작년 12월 타결된 IMF 프로그램 합의안과 그 이후 올해 4월 29일까지 수정된 내용을 요약해 보여준다. 앞서 설명한 바 있듯이 한국 외환위기에 대한 IMF 프로그램은 단기 총수요조절정책과 중장기 구조조정 정책으로 나누어 볼 수 있다. 〈表 1〉의 상단부는 재정, 통화정책과 관련된 거시경제 운용지표를, 하단부는 구조조정 정책의 주요 내용을 요약하였다. 거시경제 운용지표에 관한 IMF 합의안도 중장기 목표치를 명시하고 있으나 표를 간략히 만들기 위해 1998년 목표치만을 포함시켰다. 거시경제 운용지표 중 첫 세 줄은 performance criteria에 해당하는 변수이며 나머지는 indicative target 변수이다. IMF 합의안의 자세한 내용은 이미 널리 알려진 사실이므로 자세한 설명 없이 표로써 대신하기로 한다.

3. IMF 프로그램의 評價

IMF 프로그램에 대한 올바른 평가는 한국경제가 외환위기를 완전히 극복한 이후에야 가능한 일이다. 이 절에서는 IMF 프로그램의 유효성에 관해 이제까지 제기된 여러 문제점을 요약하고 이에 대한 저자의 견해를 밝힘으로써 평가를 대신하고자 한다.

3.1. 高金利 論爭

IMF 프로그램에 대한 비판 중 아마도 일반인에게 가장 널리 알려진 것이 통화긴축과

항등식 제약으로 인해 수동적으로 결정되는 측면이 강하다. 따라서 협상과정에서 경제성장률을 낮추지 않을 경우 어떻게 경상수지 흑자를 달성할지 설명하지 않은 채, "국민의 고통을 고려할 때 경제성장률은 보다 높아야 한다"는 주장만 되풀이한 것은 '아파서 주사 못 맞겠다'는 응급실 철부지의 반응이었다.

(5) 외환보유고와 중앙은행의 국내순여신을 합하면 본원통화가 되므로 이와 같은 performance criteria는 외환보유고 증가로 인한 본원통화 증가는 상한 없이 허용하되 국내순여신 증가로 인한 본원통화 증가에는 한도를 둔 것을 의미한다.

〈表 1〉 IMF 合議案

구분	1997년 12월	1차 수정(1998. 1. 8)	2차 수정(1998. 2. 17)	3차 수정(1998. 5. 6)
외환 보유고	354억불		391억불	410억불
본원통화 증가율	9%		1/4분기: 15.2% 2/4분기: 15.7%	2/4분기: 13.5%
재정 수지	균형 또는 소폭 흑자 유지	적자 용인	-0.8%	-1.75%
성장률	3%	1-2%	1%	-1% (추가하락 가능)
물가 상승률	5% 이내	약 9%	9%대	한 자릿수
경상 수지	43억 달러 흑자	30억 달러 내외 흑자	80억 달러 흑자	210-230억 달러 흑자
실업률	3.9%	4.7%	5.0-6.0%	6.4%
금융 구조 조정	<ul style="list-style-type: none"> • 금융개혁법안 통과 • 부실 금융기관 퇴출 및 구조조정 • 부실대출정리 가속화 • 3년내 예금보장제도를 부분보장제도로 전환 • 은행 BIS기준 충족 추진일정 수립 • 건전성 감독 강화 • 회계 및 공시 규칙은 국제기준으로 • 외국인 투자개방계획 가속화 • 외환보유고 관리 관행 개선, 국내은행 해외지점에 대한 예치 억제 		<ul style="list-style-type: none"> • 중급사 경영정상화 계획 2차 평가 및 영업정지와 인가 취소의 후속조치 • 서울, 제일 은행의 민영화 위한 전문가, 주간사 선정 뒤 입찰계획 • 은행구조조정 전담반 구성, BIS기준 미달 은행에 대한 재무구조개선계획 제출 요구 및 조치 • 건전성 강화 규제 • 금융관련 추가입법 • 구조조정에 대한 공공부문 지원 투명성 유지 • 기업에 대한 은행의 재무관리 및 감독기능 강화(9월말까지 주거래 은행에 재무현황 제출) 	
기타	<ul style="list-style-type: none"> • WTO 계획에 맞춘 무역자유화 (무역관세 보조금, 수입 승인제, 수입선 다변화 폐지 등) • 자본자유화 일정 단축 (주식투자한도 확대, 단기 금융상품 매입 허용, 회사채시장 개방, 직접투자절차 간소화, 기업 해외차입제한 철폐 등) • 기업지배구조 및 기업구조 개선 (재무제표 투명성 확대 추진일정 수립, 정책금융 범위 축소, 보조금 지원 및 세금우대 금지, 상호채무보증 개선조치 시행 등) • 노동시장 유연성 제고와 고용보험기능 강화 • 외환관련 자료 및 금융기관 자료 정기적 공개 		<ul style="list-style-type: none"> • 자본자유화 확대 (단기금융상품 투자 완전개방, 기업의 해외차입제한 폐지, 외국인의 국내금융기관 투자에 관한 투명한 가이드라인 제시, 금융기관 단기차입의 건전성 규제 부과, 주식투자 총량한도 철폐) 	

〈表 2〉 高金利 政策 論爭

IMF 견해	비 판
1. 외자 유입 촉진, 외자 유출 방지 — 환율 안정 2. 경상수지 흑자($S - I = CA$) 총수요 억제, 특히 투자감소 3. 구조조정 촉진 부채비율을 낮출 인센티브	자본유입의 이자율 탄력성이 작음 (불확실성, 제도 미비) 지나친 투자위축으로 성장 가능성 위축 이자율의 선별 기능에 회의(역선택) (긴축 — 기업파산 — 금융기관 부실화 — 구조조정 실패(overkill))
4. 환율 안정(불가안정, 외환수요 감소) 5. 소득분배에 대한 언급 없음	소득분배 악화, 경제의 건전성 상실

급격한 금융구조조정이 초래한 고금리의 폐해일 것이다. 〈表 2〉는 IMF가 고금리 정책을 취한 이론적 근거를 왼쪽에, 이에 대한 비판을 오른쪽에 정리하였다.

먼저 고금리 정책의 논리를 살펴보면 첫째, 고금리는 외자유입을 촉진하고 내국인의 資本流出(capital flight)을 막아 외환시장을 안정시키며, 둘째, 투자를 위축시키고 저축을 증대시켜 경상수지 개선에 도움을 준다. 셋째, 고금리는 부채비율이 높은 기업을 먼저 도산시키고 기업들이 부채비율을 스스로 낮추도록 유도하는 인센티브를 제공한다. 그러나 앞서 2장에서 설명한 바와 같이 고금리 정책의 더욱 중요한 이유는 구조조정보다 외자유입과 경상수지 개선을 통한 외환시장의 안정 및 환율하락에 있다.

이에 대한 반론을 정리해 보자[김인준(1998), 정운찬(1998), Radelet and Sachs(1998)]. 첫째, 현재와 같이 기업의 부도 가능성이 높고 채권시장과 M&A 제도 등이 성숙하지 못한 상황에서는 이자율이 높아지더라도 유입될 해외자금이 그리 크지 않을 것이다. 둘째, 고금리는 아시아 성장의 원동력이었던 투자를 위축시키고, 그로 인한 성장잠재력 약화로 외채상환의 장기적 가능성마저 저하된다.⁽⁶⁾ 셋째, 소위 逆選擇(adverse selection) 현상으로 인해 이자율의 선별 기능을 믿을 수 없다. 부도 가능성이 높은 기업일수록 이자율에 관계없이 자금을 수요하기 때문에 이자율 상승은 자금수요를 줄이기보다 금융비용을 증가시켜 건전기업을 흑자도산으로 내몰 가능성이 크다. 이러한 過剩效果(overkill)로 기업 도산이 만연하면 부실채권이 누적되어 금융정상화가 더욱 요원하게 된

(6) 외환위기가 발생할 당시 생산능력이 미미하였던 남미의 경우에는 긴축정책으로 인해 성장잠재력이 크게 저하되었다[Schadler *et al.*(1995)]. 그러나 송의영 교수가 지적한 바와 같이 한국은 현재 상당한 정도의 超過生産能力(over-capacity)을 가지고 있기 때문에 단기간 투자가 감소하더라도 성장잠재력은 크게 영향받지 않을 것이다.

다. 넷째, 고금리로 인해 불로소득계층이 덕을 보게 되어 소득분배구조가 악화되고 대기업과 중소기업간의 불균형이 심화되는 등 경제의 건전성이 상실될 위험이 있다.

20%가 넘는 고금리에도 불구하고 해외자본이 크게 유입되지 않은 반면 매월 부도업체 수가 1,000개를 넘고 있는 현재 상황을 보면 고금리정책의 폐해를 지적하는 위의 견해를 부정하기는 어렵다. 필자 역시 신용경색 현상이 두드러지게 나타나고 있을 때 고금리보다 저금리가 도움이 된다는 데 아무런 이견이 없다. 그러나 한 걸음 더 나아가 어떻게 이자율을 낮출 것이며 또 낮춘다면 얼마나 낮출 수 있을까를 생각해보면 고금리의 폐해에도 불구하고 기본적으로 IMF 정책이 불가피했음을 지적하지 않을 수 없다. 왜 그런지 설명해 보기로 하자.

우선 고금리를 비판하는 사람들의 주장대로 해외자본 유입의 이자율 탄력성이 단기적으로 零(0)에 가깝다는 대전제를 받아들이기로 하자. 채권시장을 완전 개방한다 해서 해외자본이 곧장 들어오는 것은 아니다. 해외자본이 유입되기 위해서는 우리 나라 채권을 전문적으로 취급하는 신용평가기관이 자리잡아야 하며 환위험 회피를 위해 선물환시장이 발달되어 있어야 한다. 또한 유동성을 보장할 채권 유통시장도 발달해야 하는 등 여러 제도가 마련되어야 한다. 따라서 단기적으로는 해외자본 유입에 한계가 있다는 가정은 매우 타당하다고 생각된다. 그러나 외환위기가 발발한 작년 12월 금리를 30% 가깝게 높인 가장 큰 이유는 해외자본 유입을 촉진시키기 위해서가 아니라 국내자본의 해외유출을 막기 위해서였다. 외환위기가 시작된 이후 환율이 천정부지로 상승하기 시작한 가장 큰 이유는 국내금융기관의 달러화 매입 때문이었다. 태국 사태 이후 외화차입이 불가능해진 국내금융기관은 만기가 도래한 외채를 상환하기 위해 국내 외환시장에 의존할 수밖에 없었다. 즉 해외차입이 어려워진 국내금융기관들이 중앙은행의 할인창구(discount window)를 통해 차입한 원화로 국내 외환시장에서 달러화를 구입하였고 이 과정에서 환율이 천정부지로 상승한 것이다. 만일 이러한 상황에서 금리를 올리지 않았다면 국내금융기관이 중앙은행 차입을 통해 외환을 구매함으로써 환율이 상승하는 악순환이 계속되었을 것이다. 고금리 정책은 일단 민간금융기관의 해외차입 금리와 중앙은행의 외화차입 금리를 같은 수준으로 유지함으로써 외화차입의 악순환을 막기 위해 취해진 불가피한 선택이었다.⁽⁷⁾

(7) 따라서 고금리 정책을 비판하고자 한다면 금리 인상 없이 외환시장을 안정시킬 수 있는 방법을 제시하여야 한다. 이를 제시하지 못한다면 예산제약을 고려하지 않고 최적화를 운운하는 것과 같이 공허한 비판에 그칠 수밖에 없다. 고금리를 취하지 않고 환율을 안정시킬 수 있는 방법으로 생각할 수 있는 것은 모라토리움을 선언하거나 외환통제를 실시하는 것이다. 그러나 저자는 작년 12월 한국의 상황이 최후의 수단인 외환통제를 실시할 만큼 절박하지 않았다고 생각하며 모라토리움을 무기로 채권단을 위협할 만큼 협상력을 가지고 있었다고 생각하지 않는다.

그렇다면 외환위기 직후의 고금리 정책은 불가피했다고 인정하더라도 외평채 발행을 통해 상황이 개선된 1998년 초반의 고금리 정책은 잘못된 정책이었을까? 만일 IMF가 고금리 정책을 추진하지 않았다면 1998년 초반 시장 금리가 어떤 수준을 유지하고 있었을까를 생각해 볼 때 저자는 IMF 정책의 불가피성을 더 잘 이해할 수 있다.⁽⁸⁾ IMF 개입이 없었을 때의 금리수준을 명확히 추정하기는 어렵겠지만 다음과 같이 생각해 보면 정부의 개입이 없었을 때 기대할 수 있는 금리 하락 폭이 그리 크지 않을 것임을 짐작할 수 있다.

외환위기가 본격화되기 이전인 작년 11월경 대표적 시장 이자율의 지표로 사용되는 3년 만기 회사채의 명목수익률은 약 12% 정도였다. 당시 기대불가상승률이 약 4% 정도였음을 감안하면 실질수익률은 약 8%가 된다. 그런데 1998년 4월 회사채 명목수익률은 약 18%가 되었고 환율의 평가절하로 인해 기대불가상승률은 약 9%대로 상승하였다. 따라서 4월을 기준으로 볼 때 3년 만기 회사채의 실질수익률은 약 9%로서 외환위기가 시작되기 이전 수준과 크게 다르지 않다. 즉 현재 회사채 금리수준이 높은 것은 고금리 정책보다는 환율상승으로 인해 기대불가상승률이 높아진 데 기인한 바 크다는 점이다.⁽⁹⁾

물론 회사채 수익률 18%는 오직 5대 대기업에만 적용되고 다른 대다수 기업들은 30%의 금리를 감수하고 있기 때문에 회사채 금리는 고금리 폐해의 좋은 지표가 되지 못한다고 주장할 수 있다. 그러나 30%대의 높은 금리는 이들 기업의 부도위험을 반영하고 있기 때문에 부도 위험이 덜한 대기업의 회사채 수익률 18%와 이들 기업이 지급하고 있는 30%의 금리 차이는 주로 위험 프리미엄을 반영한다고 해석할 수 있다. 이러한 위험 프리미엄은 기업이 부채비용을 낮추지 못하는 한 통화를 더 풀다고 하더라도 단기간에 하락하지 않을 것이다. 현재 유동성에 여유가 있는 은행들도 중소기업에 대출을 회피하는 현상

(8) 의도적인 고금리 정책이란 정부가 중앙은행의 RP 금리를 정책적으로 높게 유지하여 시중 유동성을 흡수하고 있는 상황을 뜻한다. IMF 프로그램이 고금리와 함께 통화량 긴축을 추구하는 것은 가격변수와 함께 수량변수를 동시에 규제하는 것이기에 교과서적 처방은 아니다. IMF는 작년 12월 프로그램의 도입에도 불구하고 외환시장 불안이 진정되지 않자 임시 대응책으로 가격변수인 RP를 직접 규제하기 시작하였다. 따라서 향후 외환시장이 안정되면 RP의 직접 규제방식은 재고되어야 할 것이다. IMF 프로그램의 비판자들은 작년 12월의 상황을 고금리 정책이 실패한 증거로 들고 있다[Radelet and Sachs (1998)]. 그러나 필자는 작년 12월 IMF 프로그램이 도입되었음에도 불구하고 외환시장이 더욱 불안정해진 주원인은 한국 정부의 미숙한 정책대응이라 생각한다. 이에 대해서는 박대근, 이창용(1998)의 III장을 참조하라.

(9) 이러한 저자의 계산에 대해 고금리 정책에 대한 평가는 IMF 프로그램이 도입될 당시인 1997년 12월을 기준 삼아야 한다고 비판할 수 있다. 그러나 1997년 12월 금리가 폭등했음에도 불구하고 외환시장이 안정되지 못한 데는 한국 정부의 미숙한 정책대응도 큰 책임이 있기에 금리폭등을 IMF 정책 탓으로만 돌릴 수는 없다[박대근·이창용(1998)]. 또한 시중 금리가 폭등한 상황에서 중앙은행이 재할인 금리를 올리지 않았다면 기업과 금융기관이 중앙은행 차입을 통해 부채를 갚는 악순환이 되풀이되었을 것이다.

을 보면 이를 잘 알 수 있다. 이와 같이 고금리 현상의 주원인이 기대물가상승률과 기업의 부도위험 증가에 기인한 것임을 고려하면, IMF가 RP금리를 높여 인위적으로 유동성을 환수하지 않는다 하더라도 지금 당장 하락할 수 있는 실질 금리하락폭이 크지 않을 것임을 짐작할 수 있다.⁽¹⁰⁾ 그러나 저금리를 주장하는 사람들이 염두에 두는 정책은 이 정도가 아닐 수 있다. 심각한 신용경색현상과 살인적인 금융비용을 고려할 때 한국경제의 사활을 위해 통화당국이 적어도 금리를 4.5% 포인트 정도 인위적으로 낮추어야 한다는 주장이 있을 수 있다. 그렇다면 문제는 어떠한 방법을 통해 금리를 낮추는가 하는 데 있다.

이 때 우선 고려해야 할 점은 인위적으로 금리를 시장금리보다 낮추었을 경우 자금의 초과수요가 크게 증가한다는 사실이다. 예를 들어 기대물가상승률이 9%를 상회하는 현재 RP 금리를 15%로 낮춘다면 금융기관들은 너도나도 RP를 매각하여 유동성을 확보하려 할 것이다. 원칙적으로 이에 대한 통화당국의 대응으로는 다음 두 방식을 생각할 수 있다. 우선 초과수요에 해당하는 만큼 부족한 자금을 모두 공급해주는 것이다. 이 방법은 의심할 여지없이 과도한 통화증발로 이어져 물가와 환율 상승을 유발하고 외환위기를 재발시킬 우려가 있다. 아마도 저금리 정책을 옹호하는 사람이라도 이러한 무모한 정책을 주장하지는 않을 것이다. 둘째 방식은 통화당국이 초과수요에 대해 선별적으로 신용할당을 하는 방법이다. 낮은 이자율을 유지하되 건전한 금융기관들에게만 자금을 공급하고健全性 規制(prudential regulation)를 강화하여 이들로 하여금 건전기업에게만 대출하도록 지도하는 방법이다. 언뜻 생각하면 가장 바람직하게 보이는 이 정책을 필자는 구조조정을 포기하고 또 다시 관치금융으로 돌아가자는 주장으로 생각한다.

왜냐하면 이 방법은 공금리를 낮게 유지함으로써 음성적 사채시장의 발달을 가져온 1960년대식 정책발상과 매우 닮아있기 때문이다. 또한 더욱 더 중요한 점은 이들 주장대로 건전한 기업이 낮은 공금리의 혜택을 받을 것이라고 기대할 수도 없다는 것이다. 편중대출로 인해 기업과 금융기관이 한 배를 탄 이 상황에서 금융기관이 누구에게 먼저 대출을 해 주겠는가? 일단 부도날 기업에 '협조용자'를 해주어야 자신도 살아남지 않겠는가? 그렇다고 지난 30년간 건전성 감독을 제대로 하지 못해 외환위기를 초래한 금융감독기관이 하루아침에 환골탈태해서 이를 막을 수 있다고 믿기도 어렵다. 저금리 정책을 택하고 정부의 신용할당이 계속되는 한 부실금융기관과 부실기업의 구조조정은 요원한 일이 될 것이며 제2의 외환위기를 피하기 어려울 것이다.

안타깝지만 필자는 현재 상황에서 금리를 낮출 수 있는 방법이 구조조정밖에는 없다고

(10) 물론 불경기로 인해 기대물가상승률이 낮아지면 명목이자율은 크게 낮아질 수 있다.

생각한다. 해외자본 유입의 이자율 탄력성이 빠른 시간 내에 높아지도록 채권시장과 선물환 시장을 활성화하고, M&A를 위한 법적 제도를 완비하고, 부동산 시장을 개방하며 정리하고, 기업의 파산절차 등을 명확히 하여야 한다. 또한 기본적으로 자금의 초과수요를 부채질하는 부실금융기관과 한계기업을 빠른 시간 내에 퇴출시켜야 한다. 이러한 저자의 주장이 마치 고금리를 유지하자는 주장처럼 오해받지 않기 위해 사족을 몇 가지 추가하여 보자. 필자는 신용경색이 심한 현재 고금리를 인위적으로 유지하는 것에는 반대한다.⁽¹¹⁾ 그러나 금리를 마치 정책변수인 것처럼 취급해서 원하면 아무런 부작용도 없이 금리를 낮출 수 있는 것처럼 주장하는 사람을 보면 답답해진다. 앞서 논의한 바와 같이 현재 상황에서 외환시장의 불안정을 초래하지 않고 낮출 수 있는 실질 금리 하락 폭은 그리 크지 않을 것이다. 또한 직관적으로 생각해 보아도 지금처럼 자금수요가 이자율에 비탄력적일 때는 통화량을 푼다고 해도 이자율이 크게 떨어지지 않을 것이다. 다만 조동철(1998)의 주장대로 우리가 어느 정도 구조조정에 성공하여 외채비중이 낮아지고 외환시장도 안정되면 오히려 환율의 평가절하를 무서워하지 말고 통화량을 풀어 경기팽창과 수출증대에 힘써야 한다고 생각한다. 단지 아직까지 민간외채를 정부외채로 바꾼 것 외에는 아무런 구조조정의 성과를 보지 못했기에 지금은 통화팽창을 통한 저금리 정책을 언급하기에는 이르다고 믿는다.⁽¹²⁾ 만일 저금리를 주장하는 사람들이 고금리의 폐해만을 언급하는 데 그치지 않고 외환시장 안정과 구조조정을 달성하면서 금리를 낮출 수 있는 방법을 가르쳐 준다면 당장이라도 내 주장을 철회할 것이다. 배고프다고 우는 사람에게 ‘밥 먹으면 되잖아?’ 라고 묻지만 말고 어떻게 밥을 먹을 수 있는지 설명해 달라는 말이다.⁽¹³⁾

3.2. 緊縮財政에 대한 誤解

한국의 외환위기에 대한 IMF 정책 중에서 가장 많은 오해가 일어나는 것은 재정정책에 관한 부분이다. 많은 사람들이 건실한 재정을 유지한 한국에 재정긴축을 요구한 것은 무리라고 주장한다. 고용보험 확충이나 금융산업 구조조정을 위해 재정의 역할이 절실히 필

(11) 마침 이 글의 초고를 완성한 5월 7일 정부와 IMF는 1998년도 2분기 수정안을 통해 인위적인 고금리정책을 중단하고 실세금리를 계속 낮추기로 발표하였다. 이 수정안이 의미하는 바가 RP 금리를 인위적으로 높게 유지해 온 지금까지의 정책을 철회하는 것이라면 바람직하다고 생각한다. 그러나 앞서 설명한 바와 같이 이 정책이 도입되더라도 단기간에 실질 금리가 크게 하락할 것이라 기대할 수는 없다. 만일 큰 폭의 실질 금리 인하를 위해 이제까지와 반대로 RP 금리를 인위적으로 낮게 유지한다면 과도한 통화팽창으로 인해 외환시장이 불안해지거나 정부에 의한 선택적 신용할당으로 인해 금융정상화는 요원한 일이 될 것이다.

(12) 이런 점에서 외환시장이 안정되었는지 평가할 때 환율 변동폭에만 관심을 두는 것은 위험하다고 생각한다. 외채 규모와 구조의 개선 여부가 그 기준이 되어야 할 것이다.

(13) 이 비유는 한국 사회과학의 문제점으로 K.D.I.의 조동호 박사가 지적한 것임을 밝혀 둔다.

요한 시점에서 긴축재정을 요구하는 것은 남미형 외환위기 처방을 고집하는 무리수라는 것이다[Radelet and Sachs(1998), 정운찬(1998)]. 그러나 한국에 관한 한 현재 IMF는 상당한 재정팽창을 용인하고 있다. 위와 같은 오해는 우리 나라 통합재정수지 계산 방식이 국제적으로 인정되는 측정 방식과 다른 데서 기인한다.

한국의 경우, 정부지출의 많은 부분이 통합재정수지 측정시 정부 범위에 포함되지 않는 정부투자기관이나 기타기금을 통해 운용됨으로써 재정적자 규모가 자의적으로 과소평가되어 왔다. 예를 들면, 군인연금기금은 공공기금의 일부로 통합재정수지 계산에 포함되는 반면 공무원연금기금은 기타기금으로 통합재정수지 계산에서 제외되고 있다. 또한 재정이 담당하여야 할 여러 기능들이 정책금융 형태로 금융부분에 떠맡겨진 경우가 많았다. 개발기관(한국산업은행, 한국수출입은행) 등을 통한 정책금융은 정부가 특정부문에 보조금을 지불하는 재정투융자적 성격이 강함에도 불구하고 비재정활동으로 분류되어 왔다. 즉 정부투자기관, 기타기금, 개발기관의 실제 운용은 정부가 주도하지만 이들이 발행한 공채는 국채로 취급되지 않아 통합재정수지 적자에 포함되지 않는다.⁽¹⁴⁾

그런데 지금까지 우리 나라는 외환위기를 해결하는 과정에서 금융산업 구조조정과 실업대책에 필요한 자금을 주로 기타기금이나 공공금융기관의 공채 발행으로 조달하고 있다. <表 3>을 보면 올 한 해동안 이들이 발행할 공채가 47.6조원에 달하며 이 중 외평채 발행액을 제외하더라도 그 규모는 30.6조원이나 된다. 1998년 일반회계와 재정융자특별회계를 합한 예산규모가 대략 74조원인 것과 비교해보면 이는 예산의 41%에 해당하는데, 이 정도 공채발행을 허용했음에도 불구하고 재정이 긴축적이라고 주장하는 것은 설득력이 없다. 이처럼 많은 양의 공채가 한꺼번에 발행되면 가뜩이나 긴축통화정책으로 높아진 이자율이 더욱 상승하게 된다.⁽¹⁵⁾ 이러한 압박을 조금이나마 덜기 위해 IMF는 공채발행으로 인해 새로이 늘어난 이자부담을 일반회계에서 조달하도록 요구하고 있으며 이 때문에 1997년 12월 IMF와 합의된 통합재정수지는 긴축적인 것으로 나타났다. 이마저도 몇 차례 수정안을 거쳐 현재 재정적자를 GNP의 1.75% 수준으로 확대하기로 합의하였으므로 IMF가 재정긴축을 강요하고 남미식 처방을 답습하고 있다는 주장은 그릇된 지적이다.

오히려 필자는 국공채 발행이 원칙 없이 남용될 것에 더 큰 우려를 갖고 있다. 신용경

(14) 이창용·조운재(1995)는 개발기관은 제외하더라도 정부투자기관, 기타기금만을 포함하여 통합재정수지를 재측정하면 1971년부터 1992년까지 통합재정수지 적자의 평균규모(GNP 대비)가 이들을 포함하지 않았을 때의 198%로부터 419%로 크게 증가함을 보인 바 있다.

(15) 이런 이유에서 고금리 정책과 재정긴축을 동시에 비판하는 것은 자가당착이라 할 수 있다. 리카르디안 對等定理(Ricardian Equivalence)를 믿지 않는 한 재정적자 확대는 이자율을 상승시킬 것이기 때문이다.

〈表 3〉 國公債 發行 計劃

국공채	발행규모(98년중)	비고
부실채권 정리 기금	17조원	97년 중 5조원 발행
예금보험 채권	12조원	
외평기금 채권	17조원(100억불)	
· 국내 외화 표시	10억불(1조 7천억원)	만기 1년, 금리 8%
· 해외 발행	90억불(15조 3천억원)	만기, 금리는 시장상황에 따라 결정
근로복지공단 채권	1조 6천억	비실명장기채권
소 계	47.6조원	외평채 제외시 30.6조원

資料: K.D.I. 황성현(1998)박사, 1998년 4월 예상액

색 현상이 심화된 현재 부실채권을 정리하고 금융기관을 정상화하기 위해서는 재정자금 투입 외에 별다른 해결책이 없는 것이 사실이다. 그러나 재정자금을 사용한다 해도 무한정 국공채를 발행할 수는 없다. 국공채 발행으로 부실채권을 정리하는 것은 단지 민간채무를 국가채무로 전환하는 것에 불과하다. 나라 전체의 부채규모가 축소되지 않는 한 해외투자자의 신뢰는 회복되지 않을 것이다. 더욱이 社會的 安全網(social safety net)의 확충이 시급하다 해서 국공채 발행을 남발하는 것도 매우 위험한 일이다. 높은 이자부담은 결국 조세부담으로 귀착되기 때문이며 사회적 안전망 구축은 실업자 구제 대책이지 실업을 줄이는 근본 처방이 아니기 때문이다. 이러한 이유에서 필자는 일정책 이상의 국공채 발행 유혹은 자제되어야 하며 재정자금은 국가 자산매각, 특히 공기업 매각을 통해 조달되되 조달된 자금은 우선적으로 금융기관 정상화를 위해 사용되어야 한다고 생각한다. 그 길만이 단순히 민간채무와 국가채무의 스왑을 넘어 국민경제 전체의 부채규모를 축소하는 길이기 때문이다. 이에 대해서는 구조조정을 논하는 다음 절에서 부연하기로 하겠다.⁽¹⁶⁾

3.3. 構造調整 政策에 對해서

〈表 1〉에 요약된 IMF의 구조조정 정책을 보면 한숨이 저절로 나온다. 대부분의 구조개혁안이 우리 스스로 시작하려다 이루지 못한 것들이지 어디 하나 새로운 것이 있는가? 작년 한 해 동안 노동법과 금융개혁법안을 극력 지지했던 사람들은 누구이며, 국민기업이라 하여 3자 인수를 통해 기아사태의 조속 해결에 반대했던 사람들은 누구였는가? 기업의 소

(16) 저자의 이러한 주장은 긴축재정정책을 옹호하는 것이 아니다. 금융기관의 구조조정과 신용경색 현상을 해결하기 위해서는 현재와 같이 공채발행을 통해 적극적인 재정 팽창 정책을 쓸 수밖에 없다. 다만 본고는 현재 IMF가 진행중인 재정정책이 긴축적이지 않다는 점을 강조하고자 한다.

유 및 지배 구조를 개선하고 금융감독기능을 강화하자는 주장은 지난 30여년간 되풀이되어 왔었다. 각 집단간의 이해를 조정해 줄 제도적 장치도 마련하지 못했고 공공선을 위해 자신의 이해를 희생할 만큼 우리가 예외적인 민족도 아니었기에 이제 IMF의 힘을 빌어 강제로나마 이루어왔던 구조조정에 착수하게 되었다고 자위할 따름이다.

이럼에도 불구하고 많은 사람들이 IMF의 구조조정안을 비판하는 이유는 구조조정의 당위성은 인정하되 그 속도를 문제삼는 것 같다. 부실금융기관의 폐쇄, 정리해고 확대, 무역 및 자본시장 개방 등과 같은 급격한 구조조정은 신용경색 현상과 사회혼란을 가중시켜 개혁의 실패로 이어질 위험이 크다는 주장이다(Feldstein(1998), Radelet and Sachs(1998)). 그러나 이러한 주장을 들을 때마다 필자는 현재 일본이 처한 상황을 연상하지 않을 수 없다. 거품경제의 붕괴 후 '漸進的 構造調整'을 강조해 온 일본이 과연 구조조정에 성공하였는가? '漸進的 構造調整'을 하자는 말은 가능한 한 구조조정을 피해보자는 말과 크게 다르지 않은 듯하다. 구조조정 없이 10년간 0%의 성장을 하기보다 몇 년간 구조조정 고통을 겪은 후 고도성장의 길로 나아가는 것이 보다 나은 선택이라고 생각된다.

그런데 IMF 구조조정 프로그램은 개혁의 방향만을 설정하고 있지 구체적 실행방법에 대해서는 함구하고 있기 때문에 성공적인 구조조정을 위해서는 우리 정부의 창의성과 발상전환이 매우 중요하게 되었다.⁽¹⁷⁾ 두 예만 들어보자. 최근 금융감독위원회는 30대 기업이 1999년 말까지 부채비율을 200% 이하로 낮추지 못한다면 불이익을 주겠다고 발표하여 물의를 빚은 바 있다. IMF 프로그램이 기업의 부채비율에 대해서 명시적 제약을 두지 않았음에도 불구하고 기업 구조조정의 속도에 대한 정부의 불만을 나타낸 'IMF + α 政策'이라 하겠다. 이 정책의 현실성에 대해 많은 비판이 있지만 필자는 정책방향만은 기본적으로 옳았다고 생각한다. 부채비율을 낮추지 않고 외환위기를 탈출할 방법이 없기 때문이다. 단지 위 정책은 부채비율 200%를 단일 기준으로 삼고 있기에 時間非一致的(time inconsistent)이라는 데 근본 문제가 있다. 대기업들이 내년 말까지 부채비율 200%를 맞추지 못한다 하더라도 금융감독위원회는 해당 기업을 파산시키지 못할 것이다. 대기업이 파산하면 금융기관도 따라 도산할 것이기에 막상 그 때가 되면 200% 공약을 철회하지 않을 수 없고, 이를 내다본 기업들이 발표된 정책을 무시하는 것도 당연하다. 만일 정부가 조금만 더 현명했다면 부채비율에 따라 불이익 정도를 달리함으로써 정책의 실효성을 높일 수 있었을 것이다.⁽¹⁸⁾ 예를 들어 적극적인 구조조정으로 부채비율을 200% 이하로 낮

(17) 김경수(1998), KDI(1998) 등이 구조조정의 구체적 실행 방법에 대해 논하고 있다.

(18) 또한 기존 부채에 대해서는 관대하나 부채의 순증가에 대해서는 보다 엄격한 기준도 고려할 수 있다.

춘 기업에 대해서는 우대금리를 지원하고 그 외의 기업은 부채비율에 따라 등급을 나눈 뒤 대출에 적용되는 BIS 위험률을 차등 적용한다면 원래 의도한 정책 효과를 얻으면서 관치금융의 부활이라는 비판을 불식시킬 수 있었을 것이다.⁽¹⁹⁾

구조조정에서 있어 정부의 발상전환이 필요하다는 다른 예로 공기업 매각을 들 수 있다. 앞에서 언급한 바와 같이 외환위기의 해결을 위해서는 민간채무를 국채로 전환하는 것만으로는 충분하지 않고 자산매각을 통해 부채비율을 줄여야 한다.⁽²⁰⁾ 그러나 민간기업의 자산매각이 쉽게 이루어지리라 기대할 수는 없다. 자신의 사활이 걸린 핵심기업을 우선적으로 처분할 리 만무하며 또 해외투자자가 한계기업에 관심을 가질 까닭도 없다. 결국 자산매각이 지지부진하다가 다시 외환위기가 오면 지금보다 더 헐값에 핵심기업을 넘겨야 하는 최악의 사태가 발생할 수 있다. 또한 구조조정 과정에서 정리하고 문제가 침체화될 텐데 노사간 협상으로 이 문제가 해결되리라 기대할 수는 없다. 따라서 정부는 공기업 매각을 통해 민간기업 자산매각의 물꼬를 터주고 구조조정의 시범을 보여주어야 한다. 공기업 매각 대금을 금융기관 정상화 자금으로 사용하여 금융기관 대출이 늘어나기 시작하면 국내 기업간 자산매각도 활발해질 수 있다. 공기업 매각을 통해 해외자본이 유입되면 외환시장이 안정되고 민간기업도 보다 높은 가격을 받고 자산매각을 추진할 수 있다. 케인즈의 誘水政策(pump priming policy)이 자산매각에도 적용될 수 있다는 뜻이다.⁽²¹⁾

또한 공기업 매각과정에서 정부는 강성노조로 알려진 공기업 노조와의 협상과정을 통해 정리해고의 규모 및 회피노력, 실업자 보상문제에 대한 좋은 선례를 남겨야 한다. 그간 우리는 고도성장하에서 낮은 실업률에 익숙해 왔기에 대량실업이 초래할 사회적 불안이 낯다른 것이 사실이다. 더욱이 실직자를 위한 사회적 안전망이 제대로 준비되어 있지 않

(19) 금융감독위원회가 '금융기관을 통해 재벌 구조조정에 앞장서겠다'고 발표한 것은 오해의 여지가 많은 일이다. 이는 금융정책을 산업정책 아래로 실추시킨 관치금융적 발상이기 때문이다. 금융감독위원회가 부실기업에 대한 대출이 많은 금융기관을 제재할 수는 있으나 이는 어디까지나 금융기관의 건전성 규제 때문이어야지 기업의 의사결정에 직접적인 영향을 행사하려 한다면 월권행위이자 금융감독위원회의 존재 이유를 부정하는 행위가 될 것이다.

(20) 외환위기의 해결만이 목적이라면 외채를 줄이는 문제와 원화표시 부채를 줄이는 문제는 개념적으로 구분된다. 원화표시 부채를 줄이지 못하더라도 외채를 줄이거나 만기연장에 성공하면 외환위기의 가능성은 줄어든다(물론 원화표시 부채를 줄이지 않고 해외투자자의 신뢰를 회복할 수 있다는 가성은 매우 비현실적이지만). 그러나 그 경우에도 국내 부실채권 문제로 인한 신용경색 현상은 계속될 것이다. 필자가 부채비율 감소를 주장할 때 외채와 원화표시 채권을 구분하지 않은 것은 이번 구조조정을 기회로 외채외기뿐만 아니라 부실금융 문제도 한꺼번에 해결해야 한다고 믿기 때문이다.

(21) 공기업 매각에 부정적인 견해는 외국인이 국가 기간산업을 소유할 경우 발생할 여러 부작용을 강조한다. 그러나 이는 일인당 소유한도 및 規制(regulation)政策을 통해 조절 가능한 문제라 생각한다.

고 남북분단이란 정치적 상황을 고려할 때 대량실업을 수반하는 구조조정 방식을 함부로 추진하기 어려운 점이 많다. 따라서 정부는 기업의 구조조정과 실업간에는 단기적 상충관계가 있음을 국민들에게 명확히 인식시키고 그 안에서 감수할 수 있는 실업이 어디까지인지 공기업 매각과정을 통해 보일 필요가 있다. 정부가 스스로 나서지 않고 기업에게만 구조조정을 재촉하면서 정리해고를 자제하라고 주문한다면 기업은 어느 장단에 춤을 춰야 할지 모를 것이다.

3.4. 短期資本市場의 開放

선진국의 이익을 대변하여 IMF가 국내 시장개방을 과도하게 요구하였으며 특히 단기자본시장이 완전 개방됨에 따라 핫머니 유출입에 따른 금융시장 교란을 우려하는 비판이 있다. 나도 이번 IMF 프로그램 중 수입선다변화 폐지와 같은 것은 외환위기의 해결과 직접적 관련 없이 선진국 이익을 대변한 성격이 강한 부분이라고 생각한다. 그러나 단기자본시장 개방에 대해서는 다음과 같은 이유 때문에 부정적으로 보지 않는다. 첫째, 해외자본 유입이 시급한 시점에서 단기자본시장을 개방하지 않고는 외자도입이 전혀 불가능하다는 점을 들 수 있다. 둘째, 이번 외환위기는 우리에게 어정쩡한 개방이 가지는 문제점이 무엇인지 가르쳐 주었다. 그간 우리는 국내 단기자본시장의 개방은 미루면서 국내금융기관의 외자도입은 허용하는 어정쩡한 개방을 하고 있었다. 단기자본시장의 개방을 미루어 핫머니 유출입에 따른 금융시장의 교란을 막는 대신, 저리의 투자자금을 얻기 위해 국내금융기관의 해외차입을 허용하였다. 즉, 간접적인 시장개방 정책을 취한 것이다. 그러나 결과는 어떠하였는가? 무분별한 해외차입, 부실대출, 역외금융투기, 무지한 환위험관리 등 국내금융기관들이 두려워했던 외국인 헷지펀드 이상으로 큰 피해를 남겼다. 또한 국내채권시장이 충분히 개방되어 있지 않았기 때문에 외환위기가 시작되자 이자율 상승을 통해 외자유출을 막을 제도적 장치도 존재하지 않았으며 외환위기가 어느 정도 진정된 다음에도 외자유입이 신속히 이루어질 수 없었다. 어정쩡하게 자본시장을 개방함으로써 외환위기의 가능성은 간직한 채, 자본시장을 완전 개방한 경우에 비해 효과적으로 위기에 대처할 수단만 상실하였던 것이다. 자본시장을 불완전하게 개방하였어도 외환위기를 당했으나, 이제 과거의 실수를 답습하지 말아야 한다. 더 이상 단기자본시장 개방 여부에 연연해하지 말고 핫머니 유출입에 영향받지 않도록 국내 금융시장을 건실화하고 금융감독기능을 강화해야 할 때다.

3.5. IMF와 道德的 解弛

국내에서의 비판이 IMF 프로그램의 타당성에 집중되어 있다면 해외에서 일고있는 비판

은 대부분 IMF 존재의 필요성에 관한 논쟁이기에 IMF 입장에서 볼 때 더욱 난감할 것이다. 비판의 요지는 IMF가 외환위기를 겪는 나라들에게 ‘最終貸付者(lender of last resort)’ 기능을 함으로써 도덕적 해이를 조장하고 있다는 것이다. IMF 자금지원을 믿기에 선진국 금융기관들은 위험평가 한번 제대로 하지 않고 선뜻 자금을 빌려주며 채무국 금융기관들과 기업들은 이렇게 얻은 자금을 방만하게 운용한다. 투자가 성공하면 채무국과 채권단이 이익을 보며 실패하면 IMF에게 출자금을 제공한 선진국 세금납부자들이 손해를 본다.⁽²²⁾ 따라서 도덕적 해이 문제를 없애려면 외환위기를 겪게 된 채무국과 자금을 빌려준 민간채권단이 직접 손해를 보도록 IMF가 자금지원을 하지 말아야 하며, 한 걸음 더 나아가서는 IMF와 같은 기관이 필요 없다는 주장이다(Bergsten(1998), Shultz, Simon, and Wriston(1998), Vasquez(1998)).

국내에서도 이번 외환위기의 해결과정에서 우리만 고통을 받을 것이 아니라 자금을 빌려준 선진국 금융기관들도 고통을 나누어야 한다는 견해가 지배적이다. 너무나 당연한 지적이지만 당장 IMF 자금지원을 받고 있고 앞으로도 이를 절실히 필요로 하는 우리는 이러한 주장이 도덕적 해이 문제로 연관되어 IMF 존재 자체를 부정하는 논리로 사용되지 않도록 매우 조심할 필요가 있다. 1990년 이후 1995년까지 동유럽 24개국에 지원한 IMF 자금은 200억불에 지나지 않았다. 반면 한국 1개국에 지원할 IMF 자금은 이에 버금가는 210억불로 예정되어 있다. 따라서 한국이 성공적으로 외환위기를 극복할 것인가는 앞으로 IMF 존재 이유를 둘러싼 논쟁에 크나큰 영향을 미칠 것이다. IMF와 우리가 같은 배를 타고 있다는 사실을 전략적으로 잘 이용해야지 해외의 비판을 그대로 받아들일 때가 아니다.

4. 結 論

현재 한국이 겪고 있는 위기는 금융기관의 부실화로 인한 信用梗塞(credit crunch) 현상과 외환위기가 복합된 양상을 띠고 있다. 단기적으로 볼 때 신용경색을 완화하기 위해서는 팽창정책이 요구되는 반면 외환시장의 불안정을 해소하기 위해서는 긴축정책이 요구된다. 이 둘 중 어느 쪽에 더욱 큰 비중을 두는가에 따라 IMF 프로그램에 대해 상이한 평가를 내릴 수 있다. 한동안 ‘IMF 정책이 보약인가 극약인가’ 라는 말이 유행하였다. IMF 프로그램에 대한 본고의 평가를 요약한다면 IMF 정책이 보약은 아니지만 그나마 민

(22) Stanford 대학의 R. McKinnon 교수는 이를 ‘IMF가 lender of first resort인 반면 미국 재무성이 lender of last resort’ 라고 표현하였다.

을 수 있는 약이라는 것이 된다. IMF 정책의 부작용을 비판하기는 쉽다. 그러나 비판자들이 IMF를 대신할 약을 제시하지 않거나 대안으로 제시한 처방이 극약임에 틀림없다면, 불안하나마 오랫동안 여러 곳에서 실험한 바 있는 IMF 처방을 따라야 하지 않겠는가? 의사가 병을 다 고치지 못한다 해서 무당에게 푸닥거리를 부탁할 수는 없다.

IMF 프로그램에 대한 본고의 평가는 다음과 같은 논거에 기초하였다. 첫째, IMF가 긴축재정을 강요하고 있다는 주장은 우리 나라 통합재정수지 측정 방식을 이해하지 못한 데서 발생한 오해이다. 외환위기를 해결하는 과정에서 금융산업 구조조정과 고용보험 확충을 위해 상당한 액수의 공채가 발행되었음에도 불구하고 재정이 긴축적이라는 주장은 설득력이 없다. 둘째, 고금리 정책의 폐해가 큰 것이 사실이나 이는 외환시장의 안정을 위해 취한 불가피한 선택이었으며 또한 고금리 정책을 포기하더라도 실질 금리는 크게 하락하지 않을 것이다. 현 상태에서 금리를 낮출 수 있는 유일한 방법은 부채비율을 낮추는 구조조정밖에 없다. 이를 무시하고 인위적으로 금리를 낮추고자 노력한다면 과도한 통화팽창으로 외환시장이 다시 불안해지거나 정부의 선별적 신용할당으로 인해 금융정상화는 요원한 일이 될 것이다. 셋째, IMF가 제시한 구조조정 정책은 오래 전부터 우리 모두가 필요함을 알고 있었던 일들이다. 그간 이를 집행하지 못했던 것은 구조조정에 따른 단기적 고통을 국민들에게 요구할 수 있는 정치력과 제도적 장치가 없었기 때문이다. IMF 처방은 외환위기를 탈출할 수 있는 유일한 방법이 구조조정임을 다시 한번 강조한 외부진단이라는 점에서 의의가 있다. 다만 IMF 프로그램이 구조조정의 방향만을 설정하고 있지 구체적 실행방법에 대해서 함구하고 있기 때문에 성공적인 구조조정 추진안을 수립하는 것은 전적으로 우리의 몫이다.

외환위기를 경험한 각국의 사례를 분석해 보면, 심각한 비용을 치르지 않고 단기간에 위기를 극복한 경우는 매우 드물다(Scalder et al.(1995)). 가장 성공적인 사례로 뽑히고 있는 우리 나라의 경우에도 1980년 성장률이 -3% 수준으로 떨어지는 고통을 겪은 바 있다. 이렇게 본다면 외환위기 발생 후 단기간에 치러야 하는 고통의 총량은 어느 정도 피할 수 없다고 볼 수 있다. 따라서 IMF 프로그램이 가져올 단기적 고통을 피하려고만 하지 말고, 고통 속에서 바람직한 기업과 금융기관이 살아나고 바람직하지 못한 기업과 금융기관이 도태될 수 있는 환경을 만드는 데 초점을 두어야 할 것이다. 그래야만 빠른 회복에 성공하여 장기적으로 고통의 총량을 줄일 수 있다. 1980년 한국이 겪었던 외환위기의 주원인은 국제유가 인상이라는 대외적 요인이었으며 그 해결 역시 3저 현상이라는 외부요인의 도움을 많이 받았다. 그러나 현재 한국경제가 겪고 있는 외환위기는 앞서 설명

한 바와 같이 관치금융, 과도한 차입경영, 금융기관의 부실화라는 내부요인에 의한 것이다. 더욱이 주위를 돌아볼 때 일본과 중국의 부실금융문제, 동남아 외환위기 등 외부요인이 해가 되었으면 되었지 득이 될 것 같지 않다. 이러한 차이를 무시하고 1980년대의 경험만 믿고 단기간에 적은 비용을 치르고 위기에서 벗어나기를 기대할 수 없다. 적극적으로 30여년간 미루어온 구조조정 의 고통을 받아들여야 할 때가 바로 지금이다.

서울대학교 經濟學部 副教授

151-742 서울특별시 관악구 신림동 산56-1

전화: (02)880-6365

팩시: (02)886-4231

參 考 文 獻

- Bergsten, C. Fred (1998): "The International Monetary Fund and the National Interests of the United States," Institute for International Economics.
- Feldstein, Martin (1998): "Refocusing the IMF," *Foreign Affairs*, **77**, 2.
- Fischer, Stanley (1998): "The IMF and the Asian Crisis," International Monetary Fund.
- International Monetary Fund (1987): *Theoretical Aspects of the Design of Fund-Supported Adjustment Programs*, IMF Occasional Paper 55.
- _____ (1996): *Financial Programming and Policy: The Case of Sri Lanka*.
- Polak, Jacques J. (1991): *The Changing Nature of IMF Conditionality*, Essays in International Finance **184**, Princeton University: Princeton, New Jersey.
- _____ (1997): "The IMF Monetary Model at Forty," IMF Working Paper WP/97/49.
- Radelet, Steven, and Jeffrey Sachs (1998): "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects," *Brookings Papers on Economic Activity*, forthcoming.
- _____ (1998): "The Onset of the East Asian Financial Crisis," unpublished paper, Harvard Institute of International Development.
- Schadler, Susan (ed.) (1995): "IMF Conditionality: Experience Under Stand-By and Extended Arrangements, Part I and Part II," IMF Occasional Paper **128**, **129**, International Monetary Fund, September.

Shultz, George P., William E. Simon, and Walter B. Wriston (1998): "Who Needs the IMF?," Wall Street Journal, February 3.

Vasquez, Ian (1998): "Why the IMF Should Not Intervene," Summary of Comments Presented at a Conference on "The Asian Crisis and the Reform of the Monetary System," Cato Institute.

김경수(1998): "한국 금융, 외환위기의 구조적 대처방안," 국제금융연구회 4월 월례모임, "IMF 프로그램하의 한국의 금융, 외환위기 극복대책" 발표자료, 한국경제신문사, 다산홀.

김인준(1998): "외환·금융위기의 특징과 IMF," 『IMF 시대 한국 사회·경제 위기, 어떻게 극복할 것인가?』 서울대 사회과학대학 심포지엄 발표논문집.

박대근·이창용(1998): "한국의 외환위기: 전개과정과 교훈," 『경제학연구』, 한국경제학회, 게재 예정.

이창용·조윤제(1995): "재정정책 기조의 측정 및 운용에 관한 연구," 한국조세연구원 연구보고서 95-06.

정운찬(1998): "IMF 구제금융과 거시경제 정책," 한국금융학회 심포지엄 발표논문.

조동철(1998): "IMF 프로그램과 관련한 거시경제 정책방향," 한국개발연구원.

황성현(1998): "1998년도 재정운영방향과 정책과제," 한국개발연구원.

K.D.I.(1998): "경제위기극복과 구조조정을 위한 종합대책," 한국개발연구원.