

자본자유화와 EC금융통합

김 인 준

유럽공동체(EC)는 유럽통화안정을 위해서 1979년 유럽통화제도(EMS)를 발족하였다. 유럽통화제도의 가장 중요한 구성요소는 유럽통화단위(ECU)와 환율조정메카니즘(ERM)이다.

유럽공동체는 최근 마스트리히트 조약을 체결, 3단계에 걸쳐 금융통합을 향해 나아가고 있다. 금융통합의 궁극적인 목표는 유럽중앙은행을 설립하고 단일통화를 발행하는 것이다. 본고는 자본자유화가 이와 같은 유럽공동체의 금융통합 노력에 어떠한 영향을 끼칠 것인가 하는 문제를 살펴보는데 그 목적이 있다.

자본자유화가 이루어진 상황에서 환율의 안정은 각국간의 경제정책의 협력여부에 달려있다. 과거 80년대를 통하여 자본자유화가 유럽통화제도의 환율안정에 어떠한 영향을 끼칠 것인가에 대한 논의가 있었다. 환율안정을 해칠 것이라는 견해와 환율안정에 도움이 될 것이라는 견해가 병존했다. 결과적으로 80년대 후반 자본자유화에도 불구하고 환율은 오히려 안정적으로 운영되었다. 이와 같은 환율의 안정적 운영은 결국 자본자유화가 각국 간의 경제정책을 수렴시키는데 공헌을 했기 때문에 가능하였다. 자본자유화 이후 유럽의 각국들은 자국의 경제정책을 독일의 경제정책에 수렴시키는 노력을 해왔다.

그러나 90년대에 들어와 독일통합 이후 유럽통화제도 가맹국간의 환율은 다시 불안정하게 움직이고 있다. 그 이유는 통독이후 독일이 자국위주의 경제정책을 펴는 과정에서 가맹국간의 경제정책협력이 제대로 이루어지지 않고 있기 때문이다.

앞으로 유럽공동체 금융통합은 가맹국들의 경제정책협력이 얼마나 잘 운영되는가에 달려있고 궁극적으로는 유럽공동체가 단일통화사용에 적합한 최적통화지역(Optimum Currency Area)으로서의 조건을 얼마나 구비하였는가에 달려있다.

I. 서론

유럽공동체(European Community; EC)가 결성된 이후 EC는 금융통합을 위한 노력을 꾸준히 계속해 왔다. 본 논문에서는 자본자유화가 유럽통화제도(European Monetary System; EMS)와 환율조정메카니즘(Exchange Rate Mechanism; ERM)에 미친 영향과 함께 앞으로 유럽통화통합의 전개방향, 전망등을 살펴보는데 그 목적이 있다. 간단한 서론 뒤, II절에서는 유럽통화제도의 발전과 운영에 대하여 개략적으로 살펴본다. III절에서는 자본자유화가 유럽통화제도와 환율조정메카니즘에 미친 영향을 살펴본다. 여기서는 자본통제가 환율안정에 필요했는지 여부, 혹은 자본자유화가 환율안정에 공헌했는지 여부를 살펴본다. 그리고 이와 같은 자본자유화가 독일을 중심으로 유럽통화제도를 비대칭적(asymmetric)으로 운영하게 되었는지 여부를 살펴본다.

한편 IV절에서는 최근 EC가입국들의 자본자유화와 환율정책에 대해서 살펴본다. 환율안정과 관련 자본자유화를 급격히 추진했을 경우의 문제점과, 자본자유화를 위한 유

예기간의 필요성 등에 대해서 살펴본다. 다음 V절에서는 EC통화통합의 전개과정에 대해서 살펴보고자 한다. 특히 자본자유화와 관련 각국의 EC통화통합에 대한 입장을 살펴본다. 다음 VI절에서는 EC통화통합에 대한 전망을 최적통화지역(Optimum Currency Area)이론과 경제정책의 독립성차원에서 살펴본다. 마지막으로 VII절에서는 간단한 결론을 내린다.

I. 유럽통화제도의 발전

1. 유럽통화제도의 출현

유럽의 통화통합에 대한 논의는 최근의 이야기가 아니다. 70년대 들어와 달러와 금과의 태환과 고정환율제도를 양대 지주로한 브레튼우즈체제가 붕괴되자 국제통화제도에 대한 불안이 심화되었다. 이에 따라 EC에서도 지역통화제도에 대한 관심이 높아지게 되었다. 이러한 대내외적 경제사정을 배경으로 1970년 8월에는 자본이동의 자유화, 역내 통화의 단일화, 유럽중앙은행제도의 도입등을 내세운 베르너보고서(Werner report)가 작성되기에 이르렀다.

베르너보고서에 의하면 몇단계를 거쳐서 금융통합이 1980년까지는 달성되게 되어 있었다. 그러나 1,2차오일파동등 대외교란요인 발생과 이에 대한 각국의 상이한 경제정책 때문에 그와 같은 초기의 목적은 달성되지 못했다.

베르너보고서에 기초해서 1971년에 시도된 유럽통화체제는 통상 유럽통화동맹(European Monetary Union)으로 일컬어진다. EMU의 환율개입메카니즘을 살펴보면, 먼저 현지외환시세를 토대로 역내통화의 평균 對美달러시세를 반영하는 공동체수준의 환율을 계산한 다음, 각국 통화의 대미달러환율이 공동체수준의 上下 0.6%수준에 다다를 때 각국 중앙은행이 무제한적으로 외환시장에 개입하도록 되어 있었다. 그러나 이러한 통화동맹은 브레튼우즈체제의 붕괴로 국제통화제도가 위기를 맞은 상황에서 역내각국들이 자기이익만을 추구하는 정책을 채택함에 따라 본격적으로 시행되지 못했다.

국제통화위기를 수습하기 위해 스미소니언체제가 성립된 직후인 1972년 4월, EC중앙은행총재들은 베르너보고서를 보완한 바젤협정(Basle Agreement)을 체결하였다.

바젤협정에 의해 스네이크체제(snake in the tunnel)가 출범하였으며 1973년에는 유럽 통화협력기금(European Monetary Cooperation Fund; EMCF)이 설립되었다. 스네이크체제란 가맹국통화의 대미환율변동폭과 가맹국통화간의 환율변동폭을 상하 2.25%내에서 운영하게 함으로써 그 변동이 마치 뱀의 모습과 흡사하다는 점에서 유래한다. 그렇지만 이와같은 스네이크체제는 영국, 아일랜드, 이탈리아 등이 변동환율제도로 이행, 이탈함으로써 독일을 중심으로한 미니스네이크(Mini-snake)체제로 전락하였다.

스네이크체제의 실패로 베르너보고서의 최종목표인 금융통합의 꿈은 무너졌다. 국제 통화질서는 자유변동환율제도를 채택한 킹스턴체제로 이행하게 되었고 스네이크체제 잔

존가맹국들은 역내가맹국들의 환율변동폭을 계속 유지하되 대미환율에는 자유롭게 변하는 공동변동환율제도(Joint Floating System)를 택하게 되었다. 그러나 이와같은 공동변동환율제도 역시 가맹국들이 이탈·복귀를 계속하는 가운데 그 결속력이 크게 약화되었다.

1970년대말이 되어서야 공동체內에 안정적인 환율제도를 갖을 필요성에 대한 합의가 다시 이루어지기 시작했다.

슈미트 서독수상이 제안한 유럽통화안정권(a zone of monetary stability)의 구상을 바탕으로 유럽통화제도(European Monetary System; EMS)가 발족되었다. 유럽통화제도의 가장 중요한 구성요소는 환율조정메카니즘(Exchange Rate Mechanism; ERM)과 유럽통화단위(European Currency Unit; ECU)의 창출이다.

지난 10여년간 EMS운영은 대체적으로 성공적이었다는 평가를 받고 있다. 그렇지만 몇가지 운영의 한계와 문제점을 가지고 있기때문에 최근 금융통합으로 발전시키려는 노력이 활발히 진행되고 있다.

2. EMS의 운영현황

(1) 환율조정메카니즘

EMS는 환율의 안정을 위해 환율조정메카니즘을 운영한다. 환율조정메카니즘은 먼저 가맹국 상호합의하에 각 통화의 對 ECU중심환율과 각 통화간의 기준환율을 설정한다. 그리고 환율의 변동폭을 기준환율의 상하 2.25%내로 제한하고 있으며 환율이 이 한계수준에 도달할 경우 통화당국은 외환시장에 개입, 환율변동을 방어하도록 되어있다. 최초로 예외적으로 이태리등에 대해서는 환율변동폭을 6%내로 허용하였다. 물론 중심환율을 바꾸거나 변동폭을 재조정할 필요가 있을 경우에는 가맹국의 동의를 받도록 규정되어 있다.

최초에는 8개국으로 시작하였으나 영국과 스페인이 가입, 현재에는 그리스와 포르투갈을 제외한 10개 EC회원국이 EMS의 환율조정메카니즘에 참여하고 있다. 경제·금융통합의 일단계를 1990년 9월 1일로부터 시작하기로 합의함에 따라 새로이 스페인과 영국이 각각 1989년 6월과 1990년 10월에 환율조정메카니즘에 들어왔고 당분간은 6%의 와이드 밴드(wide band)를 택하고 있다. 한편 이태리는 1990년 1월 환율변화폭을 6%에서 2.25%로 바꾸어 와이드 밴드(wide band)에서 스몰 밴드(small band)로 이행하였다.

(2) ECU의 창출 및 활용

ECU는 유럽공동체에 참여하는 12개국의 화폐로 구성된 통화바스켓의 단위이다. 가맹국통화에 대한 가치척도의 기능을 수행하며, 역내 정부간 그리고 EC기구와의 거래시 공식적인 계산단위 및 결제수단으로서의 기능을 수행하는 신종화폐이다. ECU가 계산단위

및 결제수단이 된다는 점에서는 국제통화기금(International Monetary Fund; IMF)의 특별인출권(Special Drawing Right; SDR)과 비슷하지만 회원국중앙은행이 보유하는 금 및 달러준비자산의 각 20%를 유럽통화협력기금(European Monetary Cooperation Fund; EMCF)에 예치하는 대가로 ECU를 발행한다는 점이 다르다. 이 예탁금은 매 3개월마다 갱신되는 스왑방식에 의해서 예약된다. 이와같은 방식을 채택하는 이유는 EMS발족 당시 자국의 대외준비자산의 상당부분을 EMCF라는 초국가적 기관에 완전히 넘겨주면 각국이 지닌 통화주권을 완전히 포기하는 것과 같다는 우려에서 나온 것이다. 현재 EMCF는 예약된 금이나 달러를 독자적으로 운용할 권한을 지니지 못한다.

ECU바스켓의 구성비는 역내교역에서 차지하는 각국의 비중, 국민총생산, 단기신용공여 및 차입실적, EMCF에의 예탁규모등을 감안하여 매 5년마다 재조정한다. 1989년 9월 20일에 조정한 것을 보면 다음과 같은 방식에 의해서 ECU가 산정된다. ()내는 각 통화의 바스켓 구성비(%)이다.

$$\begin{aligned}
 1 \text{ ECU} = & 0.62\text{DM} + 0.088 \text{ B.Pound} + 1.332\text{FFr} + 151.8\text{Lira} + 0.22\text{Gilder} \\
 & (30.1) (13.0) (19.0) (10.15) (9.4) \\
 & + 3.301\text{Bel,Fr} + 0.13\text{Lux,Fr} + 0.198\text{Krone} + 0.0086\text{Ireland Pound} \\
 & (7.6) (0.3) (2.45) (1.1) \\
 & + 1.44\text{Drakma} + 6.89\text{Peseta} + 1.39\text{Escudo} \\
 & (0.8) (5.3) (0.8)
 \end{aligned}$$

ECU는 그 창출방법의 특수성 때문에 EMS가맹국 중앙은행, 유럽개발은행, 유럽원자력위원회, 유럽개발기금 등 EC기구에 한해 그 보유가 인정되는 등 유통이 크게 제약되었다. 그러다가 1985년에 EC중앙은행총재회의의 결정에 따라 EMCF의 승인을 받은 EMS 비가맹국 중앙은행도 ECU를 보유할 수 있게 되었다.

ECU는 주요 역내 금융시장에서 상업은행에 의해 국제통화로 사용되고 있다. 은행간 거래를 중심으로 한 예금과 대출 그리고 ECU표시 채권발행등에 쓰이고 있는 것이다. ECU표시 채권발행은 특히 최근에 들어와 크게 늘어나고 있는 추세를 보이고 있다. 그러나 무역거래와 관련된 결제에 ECU가 사용되는 경우는 아주 극히 드문 실정이다.

3. EMS성과와 문제점

(1) EMS의 성과

EMS는 지난 10년간 회원국들의 환율을 안정시키고 회원국들의 인플레이션 격차를 줄이는 데 성공하고 있다. 이와 같은 성공에 힘입어 EC는 최근 금융통합을 향해 나아가고 있다.

EMS운영의 가장 큰 성과는 1970년대 후반 미국·독일·일본간의 환율이 큰 폭으로

변동을 보인데 반해 EMS회원국 통화의 환율변동폭이 EMS발족초기에 비해서 거의 1/3 정도로 축소되었다는 점이다. 이와 같이 환율안정에 성공할 수 있었던 것은 기본적으로 EMS의 환율조정메카니즘이 원활하게 작동하였기 때문이다. 이는 EMS회원국들이 환율을 안정시키기 위해 정책협조가 원활히 이루어졌음을 의미한다.

한편 ERM참가국의 인플레이션을 보면 소비자물가상승율이 1979년에는 평균 8.2%였으나 1989년에는 평균 3.62%로 크게 낮아졌음을 알 수 있다. 또한 최강세통화국인 서독과 약세통화국인 이탈리아와의 인플레이격차도 1979년에 10%에서 1989년에는 3.5%로 크게 낮아졌다. 이와같이 인플레이율이 하향평준화한 것은 EMS회원국들이 환율안정을 위해 서독의 긴축정책기조에 보조를 같이 맞추었기 때문이다.

한편 유럽통화단위(ECU)가 가치의 저장수단으로서 민간이용이 확대된 것도 EMS의 운영에 대한 긍정적 평가로 간주된다. 현재 전세계 1,000여개 상업은행이 ECU예금계정을 개설하고 있으며 ECU크레딧카드발행, ECU표시 채권발행, ECU선물계약 등에 쓰이고 있다. 가치의 저장수단으로서의 ECU의 민간이용이 당초예상보다 활발한 것은 ECU표시 금융상품이 일종의 국제포트폴리오로서 환위험회피의 잇점이 있기 때문이다.

(2) EMS운영의 한계

이와같은 성과에도 불구하고 EMS가 단일통화권으로 발전하는데에는 여러 가지 문제를 지니고 있다.

첫째, EMS회원국이 동일한 의무를 지고 있지 않은데서 오는 불완전성이다. 최초에 ERM이 형성될 때, 이태리에는 $\pm 6\%$ 라는 넓은 환율변동폭이 허용되었을 뿐만 아니라 벨기에와 룩셈부르크에는 이중환율제도가 허용되기도 했다. 지금은 이태리의 환율변동폭이 2.25%로 줄어들었으나 영국과 스페인에게는 6%의 환율변동폭이 허용되고 있으며, 그리스와 포르투갈은 EMS에 가입하지 못하고 있다.

둘째, EMS내에서 서독 마르크貨의 독주에 따른 비대칭성(asymmetry)의 문제이다. 여타 회원국들이 전통적으로 인플레이에 과민한 독일의 긴축정책기조에 공동보조를 맞추고 있어서, 이것이 EMS회원국의 환율안정과 물가안정에는 기여하고 있지만, 이로 인해 경기침체와 실업발생사태를 감수하지 않을 수 없다는 문제점이 있다.

셋째, ECU의 사용이 아직도 제한적으로 밖에 이루어지지 않고 있다는 점이다. ECU가 중앙은행간의 3개월 스왑거래에 의해서 창출되어 공급이 신축성을 결여한데다, 그 가치가 금 및 달러의 시세변동에 따라 좌우되어 불안정한 측면이 있어서 사용이 제한되고 있다. 또한 독일의 경우 마르크화가 국제통화로써 널리 쓰이고 있으므로 구태여 ECU를 널리 사용할 유인을 지니고 있지 못하다. 한편 ECU통용을 보장하는 최종대역자(the last resort)가 없고 ECU를 EMS회원국의 통화로 환전하는 데 드는 높은 비용부담도 실물거래부문에서 ECU의 이용을 제한하는 요인으로 작용한다.

원래 유럽통화제도는 완전한 통화제도가 아니다. 이 제도는 브레튼우즈체제의 축소판이라고 할 수 있다. 브레튼우즈체제하에서는 달러를 중심으로 환율이 고정되어 있었고

특별인출권(SDR)이라는 통화단위가 창출되었다. 반면에 유럽통화제도下에서는 유럽통화단위라는 새로운 통화가 창출되었고 각국들은 이를 중심으로 기준환율을 설정, 환율을 안정적으로 유지하려 하고 있다.

그런데 브레튼우즈체제는 그동안 세계경제환경의 변화와 각국들이 독자적인 경제정책을 수행하는 가운데 고정환율제도가 붕괴되면서 변동환율제도로 이행하게 되었다.

그렇다면 통화제도가 원활히 유지되고 환율이 안정되려면 가맹국들의 경제협력이 무엇보다도 요청된다. 다행히 유럽통화제도의 가맹국들은 경제적인 발전단계가 비교적 비슷하고 유럽에 속해있기 때문에 상대적으로 경제정책의 협력이 용이하다는 잇점이 있다. 그렇지만 60-70년대와 달리 최근에는 국제간 자본이동이 단기환율에 보다 직접적인 영향을 끼치므로 환율의 안정을 위해서는 가맹국들의 보다 긴밀한 정책협력이 과거보다도 한층 더 요청된다. 결국 가맹국들의 긴밀한 경제정책의 협력없이는 유럽통화제도와 환율조정메카니즘은 유지될 수 없게 된다. 이와 같이 유럽통화제도도 구조적인 불안정성을 가지고 있으므로 유럽통화론자들은 이와 같은 불안정한 제도를 계속 유지하기 보다는 금융통합을 추구하는 방향으로 문제를 해결하려고 하게 되었다.

Ⅲ. 유럽통화제도와 자본자유화

1. 자본자유화에 대한 두견해

여기서는 먼저 자본자유화와 환율과의 관계를 살펴본뒤 자본자유화가 유럽통화제도, 특히 환율에 미친 영향에 대해서 살펴보도록 하자.

환율은 외환의 가격이다. 따라서 환율은 외환의 수요와 공급에 의해서 결정된다. 그런데 외환의 수요와 공급은 수출·수입 등 재화의 국제간 이동뿐만 아니라 자본의 국제간 이동에 의해서도 결정된다. 특히 국제간의 자본이동이 완전 자유로울 경우에는 단기환율은 국제간 자본이동에 따라서 보다 직접적으로 영향을 받는다. 우리는 80년대를 통해서 국제간 자본이동에 따라 美·日·獨간의 환율의 오버슈팅(Overshooting), 급변(Volatility), 그리고 균형상태에서의 장기간 이탈(Misalignment) 현상을 보아 왔다.

환율의 오버슈팅은 새로운 균형 환율로 이행하는 과정에서 환율이 필요한 변화 폭보다 더욱 큰 폭으로 변하는 것을 의미한다.

환율 급변의 의미는 환율이 산출이나 물가 같은 거시 경제 변수보다 그 변동이 훨씬 심해 금융 자산적 성질을 가지고 있음을 말한다. 선진국들의 경우를 살펴보면, 환율은 금융 자산 가격에 비해서는 상대적으로 안정적이지만 산출과 물가 수준에 비해서는 그 변동 폭이 매우 크다.

환율의 급격한 변화는 무역 종사자나 기업가 등 외환 수요자에게는 불확실성과 위험을 증가시킨다. 물론 선물환 시장이 발달되어 있는 경우에는 '헤징'등을 통해서 그 일부는 피할 수 있지만 제거는 불가능하다. 또한 환율의 급격한 변화는 수요와 공급 측면을

통해 물가와 산출에 직접적인 영향을 끼치면서 경제를 불안정하게 한다.

한편 환율의 균형 상태로부터의 장기 이탈 현상은 그것이 수년간 계속되면서 가격 경쟁력을 변화시킬 수도 있기 때문에 국제 경쟁력과 산업 구조에 지대한 영향을 끼치게 된다. 예를 들어 미국의 경우 1980-85년 사이에 42%에 해당하는 달러의 고평가 때문에 그만큼 미국의 국제 경쟁력이 저하되었고 산업의 공동화 현상이 발생하기도 했다.

EMS내에서도 자본이동이 환율에 직접적인 영향을 주므로 환율의 안정을 위해 자본자유화를 어느 단계에서 실시해야 좋은지 즉 자유화시기에 대한 논란이 있었다. 물론 경제통합과 금융통합을 목표로 삼는 EMS의 입장에서 자본자유화를 거쳐야 할 필연적인 단계라는 데에는 이의가 없었다. 자본자유화에 대해서는 두가지 다른 견해가 있었다. 유럽 이코노미스트(Economists)들은 자본자유화에 대해 비판적인 견해를 가지고 있었다. 유럽이코노미스트들은 EMS内の 경제정책협력의 정도가 낮기 때문에 자본자유화는 경제정책상의 협력이 어느 정도 이루어진 상태에서 추진하는 것이 바람직하다고 믿었다. 그들은 자본통제가 환율의 안정과 각국의 경제정책의 독립성을 유지하기 위한 방어적인 도구로 필요하며 EMS의 안정적인 환율은 자본통제에 상당부분 기인한다고 믿었다. 자본자유화에 따라 투기적인 현상이 발생하면 정책당국은 어떠한 방어책도 갖지 못하고 환율을 자주 재조정해야 한다고 믿었다.

한편 유럽 모니터리스트(Monetarists)들은 자본자유화와 환율안정에 대해 낙관적인 견해를 가지고 있었다. 그들은 고정환율협정은 언제나 신뢰성의 문제에 직면한다고 보았다. 환율의 안정과 국내 경제목표간에 갈등이 일어남을 알고 있으며 경제적 어려움에 직면해서 정책당국이 환율안정의 약속을 깨지 않을까 의심하기 때문이다. 그들은 EMS의 성공은 자본통제에 기인하지 않으며 자본통제를 제거하면 오히려 신뢰성을 강화시킬 수 있다고 믿었다. 자본자유화가 통화정책의 수렴을 촉진하고 환율의 안정을 달성할 수 있는 전략적 도구로 이용될 수 있다고 믿었기 때문이다.

2. 초창기 유럽통화제도의 두구조

여기서는 자본자유화와 관련 초창기 유럽통화제도의 두가지 구조(Regime)를 살펴보자.

첫번째 구조는 네델란드와 독일 등 완전한 자본이동이 보장된 경우이다. 이들의 통화정책과 환율변화를 보면 통화정책이 수렴된 결과 인플레이율에 있어서 거의 차이가 없었고 환율도 EMS 전기간을 통해서 매우 안정적이었다.

두번째 구조는 EMS의 나머지 국가들로 이루어진다. 이 국가들은 투기적 자본이동에 따른 환율변동과 자국화폐시장을 보호하기 위해서 자본통제를 실시했다. 이들 국가들은 통화정책의 독립성을 유지하여, 독일과 통화정책에서 본질적 차이를 보였다. 이에 따라 물가변동추세도 독일과 크게 다르고 환율이 주기적으로 재조정되었다.

결국 자본자유화가 완전히 이루어진 EMS국가들의 통화정책은 강한 수렴현상을 보였다. 반면에 자본통제를 사용한 국가들은 통화정책의 수렴현상이 약했다. 물론 이러한 현

상은 이코노미스트와 모니터리스트의 가설 어느 것으로도 설명이 가능하다. 이코노미스트는 네덜란드와 독일의 완전한 자본이동은 네덜란드와 독일의 경제협력이 완벽히 이루어져 가능했다고 주장할 것이다. 반면에 모니터리스트는 네덜란드와 독일간의 완전자본이동은 네덜란드 통화정책을 독일에 수렴시키게끔 하여 두 국가간의 고정환율협정에 대한 신뢰성을 강화했다고 볼 것이다.

자본이동과 통화정책의 조정간에는 미묘한 상호작용이 존재한다. 통화정책의 조정은 자본이 자유로이 움직일 수 있도록 하는데 필수적이다. 동시에 자본의 자유로운 이동은 정책당국이 다른 국가의 정책에 대해서 그들의 정책을 일치시키게 하는 강한 동기를 부여한다.

대부분의 EC국가들은 1990년 7월부터 추진되고 있는 통화통합 1단계에 때맞추어 자본이동에 대한 제약요인들을 모두 제거하였다. 그러나 금융발전단계가 낮은 스페인, 그리스, 포르투갈의 경우에는 1995년까지 자본자유화를 유예할 것이 허용되고 있다. EC 전역에 걸친 자본자유화는 EC금융통합에 필요한 결정적인 토대를 제공할 것이며 역내 국가들의 경제 및 금융정책협력을 강화시킬 것이다.

한편 EMS 출범이후 모두 12차례에 걸쳐 환율조정이 이루어졌다. 대부분 국가들이 자본자유화를 받아들인 최근 5년간에는 회원국간의 경제협력이 점차 원활히 이루어짐에 따라 국가간의 환율재조정이 더 이상 이루어지지 않고 안정적으로 운영되고 있다. 이는 결국 자본이동이 통제된 상황하에서도 경제정책이 수렴되지 않으면 단기적으로는 환율변동을 피할 수 있을지 모르지만 결국은 환율재조정이 필요함을 의미하며 반면 자본자유화에 따라 정책수렴이 이루어지면 오히려 환율이 안정적으로 운영될 수 있음을 보여준다.

3. 유럽통화제도의 비대칭성

자본자유화하에서 네덜란드의 길더와 독일의 마르크간에 환율이 안정적으로 유지될 수 있었던 것은 네덜란드의 경제정책이 독일의 경제정책에 수렴했기 때문이었다. 그렇다면 나머지 EMS국가들이 자본자유화를 허용할 경우, EMS는 독일 중심으로 비대칭적으로 운영하게 될 것이라는 문제에 봉착하게 된다. 다시말하면 자본자유화를 실시함으로써 나머지 국가들은 독일의 경제정책에 자국의 경제정책을 수렴시켜야 하지 않게 되는가 하는 문제가 발생하게 된다. 결국 EMS는 독일 마르크존(zone)이 될 수 밖에 없다는 이야기이다.

일예로 독일과 프랑스간에 자본자유화가 이루어지는 경우를 생각해보자. 자본자유화에 이루어져 이자평형정리(Interest Parity Theorm)가 성립되면 아래와 같다.

$$r_F - r_G = u \quad (1)$$

여기서 r_F , r_G , u 는 각각 프랑스의 이자율, 독일의 이자율, 프랑에 대한 마르크의 예상

평가절상율이다. 만약 선물환시장에 개입, 위험을 커버한다면, 양국의 금리차이는 프랑에 대한 마르크의 선물프리미엄과 일치할 것이다.

$$r_F - r_G = f_d \tag{2}$$

여기서 f_d 는 프랑에 대한 마르크의 선물프리미엄(forward premium)이다.

만약에 어떤 외생적인 이유에 의해서 경제주체들이 독일 마르크가 미래에 평가절상될 것이라고 예상한다고 하자. 이것은 독일 마르크의 선물 프리미엄 f_d 를 증가시키게 되고 이는 r_G 가 감소하거나 r_F 가 증가함으로써 균형이 이루어지게 된다. 만약에 f_d 의 증가가 독일의 금리에 큰 변화없이 주로 프랑스 금리를 변화시킨다면 이는 자본이동이 독일과 프랑스간에 비대칭적으로 작용한다 할 것이다.

그렇다면 어떻게 비대칭적인 상황이 벌어질 수 있는가. 그 과정은 다음과 같다. 먼저 독일의 마르크화에 대한 평가절상이 예상되면 사람들은 독일 마르크를 구입하고 프랑스 프랑을 팔려고 할 것이다. 그 결과 프랑의 공급은 줄어들고 마르크공급이 늘어나며 독일의 마르크판매자본이 독일로 들어오면서 독일의 통화량이 늘어나게 된다. 그렇지만 이와 같은 독일의 통화량증대가 불통화정책에 의해서 자동적으로 상쇄된다면 결과적으로 독일의 화폐시장은 투기적 요인으로부터 영향을 받지않고 이자율에는 변동이 없게 된다. 다만 프랑스의 이자율이 증가하는 것으로 조정이 된다.

반면에 독일의 화폐시장이 투기적 교란으로부터 영향을 받아 화폐공급의 증가로 독일이자율이 떨어지고 프랑스의 이자율이 상대적으로 덜 오르게 된다면 자본이동이 佛·獨간에 대칭적으로 작용한다 할 것이다.

그런데 만약에 자본통제가 이루어진다면, 자본통제는 이자평형정리에 다음과 같이 썬기를 도입하는 역할을 할 것이다.

$$r_F - r_G = u + \pi \tag{3}$$

여기서 π 는 프랑스의 자본통제에 의해서 도입된 썬기(wedge)이다. 프랑스의 자본통제가 완전히 효과적이라면 u 의 변화에 대해서 r_F 와 r_G 에 변화없이 이를 상쇄하는 π 의 움직임이 일어날 수 있다. 따라서 자본자유화下에서는 비대칭적으로 움직일 경우에도 자본통제가 완벽하다면 양국의 통화량과 이자율은 일정기간동안은 변화하지 않을 수 있다.

자본통제가 제거되고 자본자유화가 이루어지면 결국 (3)식과 같은 체제에서 (1)식과 같은 체제로 변하게 된다. 그 결과 EMS의 비대칭성정도를 측정할 수 있다. 강세통화의 평가절상이 예상될 때 약세통화의 이자율은 증가하고 강세통화의 이자율은 감소하게 되는데 만약 EMS운영이 대칭적이라면 그 절대값은 같게 될 것이고 비대칭적이라면 그렇지 못할 것이다.

EMS가 자본이동에 대해서 대칭적으로 작용할지 여부에 대한 가능한 실증적 분석은

투기적 위험이 존재할 때 유로시장이자율과 국내금리를 비교함으로써 가능할 것이다. 자본통제가 있는 국가들에 있어서 투기적 교란요인이 발생할 경우 역외이자율과 국내이자율은 크게 다르다. 그것은 (1)식에 의해서 역외이자율이, (3)식에 의해서 자본통제가 된 국내이자율이 결정되기 때문이다. 결국 이러한 이자율의 차이가 π 와 일치하게 되며, 자본통제국은 투기적 위험이 있는 경우 자국의 이자율을 보호하기 위해서 π 를 증가하게 된다.

통계를 보면 독일 마르크에 대한 선물프리미엄(forward premium)이 증가할 때 역외시장에서 프랑스와 이탈리아의 이자율이 독일에 비해서 크게 증가함을 알 수 있다.¹ 이는 약세통화국이 통화정책조정의 모든 책임을 지게되며 독일정부는 독립적으로 정책을 추구할 수 있다는 것을 의미하기 때문에 EMS는 非대칭적으로 움직인다는 결론을 얻을 수 있을 것이다.

물론 국내이자율과 역외이자율을 비교함으로써 EMS가 독일이 중심이 되어 非대칭적인 형태로 운영될 것이라고 주장하는 데에는 한계가 있다. 그 이유는 첫째 자본통제하에서 프랑과 리라등의 역외시장은 굉장히 얇은(thin)시장이기 때문에 투기적 위험이 존재시 이자율이 큰 폭으로 변했지만 만약 자본자유화가 이루어진다면 이들 국가들의 유러시장은 국내시장과 직접적으로 연결되기 때문에 두터워지게 된다. 그결과 외부충격을 국내시장과 유러시장에서 모두 흡수할 수 있을 것이기 때문에 역외시장의 이자율 변화는 상대적으로 적을 것이다. 둘째는 정치·경제적인 측면이다. 자본이동이 자유로워지면 주요 EMS국가들간에 통화정책의 조정수준이 더욱 높아질 것인데 경제규모가 큰 프랑스나 이태리가 자국의 경제정책을 과연 독일에 수렴시킬 것인가는 의심스럽다는 점이다.

그러나 실제로 대부분 EMS국가들이 자본자유화를 실시한 80년대 후반, 이들은 자국의 경제정책을 독일의 경제정책에 수렴시킴으로써 EMS는 非대칭적으로 운영되고 있다.² 이들 국가들은 EMS국가간 환율안정이 전체교역의 2/3이상을 차지하는 역내교역증대에 결정적으로 공헌한다고 믿고 있다. 또한 물가안정을 시키는 것이 장기적인 경제성장력을 유지·발전시키는데 필요한 전제조건이라 보고 독일의 경제정책에 자국의 경제정책을 큰 반발없이 수렴시키고 있다. 하지만 앞으로 통합된 유럽의 경제정책을 입안하는 과정에서 자국의 입장을 반영시킬 필요성은 절실히 느끼고 있다.

1 Grauwe (1990) 표 8-1 참조

2 Grauwe(1990) 참조

IV. EMS신규가입국의 자본자유화정책

1. 자본자유화와 금리격차

먼델-플레밍모형(Mundell-Fleming Model)에 의하면 자본자유화에서 양국간 실질이자율은 같아진다. 이 모형에서 환율을 안정적으로 고정시킬 경우 팽창금융정책은 이자를 낮추게 되고 그 결과 자본유출을 초래하기 때문에 금융정책의 효과는 없다. 한편 주어진 국제이자수준에서 얼마든지 외화를 빌릴 수 있기 때문에 자본자유화가 완전히 달성되면 국내저축수준과 투자간의 상관관계는 없어야 한다. 그것은 환율제도와는 독립적으로 자본자유화는 다른 통화로 표시된 동질의 금융자산수익율을 같게하고 그 결과 일국의 국내저축이 감소할지라도 그 국가는 주어진 세계이자율에서 외국으로 부터 돈을 빌려 투자할 수 있기 때문이다.

그렇지만 실증분석에서는 자본자유화하에서도 저축과 투자와는 높은 상관관계를 보이고 있으며 국가간의 실질이자율은 격차를 유지하고 있다. 이와같은 실질이자율의 격차는 선진국과 후진국간 뿐만 아니라 선진국들 사이에서도 보이고 있다. 그렇다면 자본자유화하에서도 이와같은 실질이자율이 각국간에 차이를 보이는 이유는 어디에 있을까? 프랑켈(Frankel, 1989)은 실질이자율의 차이를 한단계 더 분해해서 “정치적 요소”와 “통화적 요소”로 나누어 실질이자율의 격차원인을 설명하고 있다.

실질이자율의 격차는 아래와 같이 환위험이 제거된 명목금리차(covered nominal interest differential)와 실질선물할인으로 나눌 수 있다.

$$r - r^* = (i - i^* - fd) + (fd + p^* - p) \tag{4}$$

여기서 r, i, p, fd 는 각각 실질이자율, 명목이자율, 인플레이션율, 그리고 국내화폐에 대한 선물할인을 의미하여 *는 외국을 뜻한다. 따라서 실질이자율의 차이는 환위험이 제거된 명목금리차, 그리고 국내화폐에 대한 실질선물할인으로 나눌 수 있다. 실질선물할인은 다시 아래와 같이 분해된다.

$$(fd + p^* - p) = (fd - e) + (e + p^* - p) \tag{5}$$

여기서 e 는 명목환율의 예상변화율이 되어 결국 실질선물할인은 환리스크프리미움과 실질환율의 변화율의 합으로 표시될 수 있다. 따라서 실질이자율의 격차는 환위험이 제거된 명목이자율의 차, 환리스크, 그리고 실질환율의 변화율로 표시될 수 있다.

그렇다면 자본자유화가 이루어져 양국의 환위험이 제거된 명목이자율이 일치한다고 할지라도 실질환율의 변화가 있거나 환위험이 클 경우에는 실질이자율이 격차를 보이게 된다. 예를 들어 자본자유화가 이루어지더라도 무역자유화가 제대로 이루어지지 않아서 실질환율이 변할 경우에는 실질이자율은 차이를 보이게 되고 따라서 저축과 투자

와의 상관계수는 높게 나타날 수 있다. 포트폴리오 투자자들이 실질환율의 변화를 예상한다면 실질이자율의 격차와 자본자유화는 서로 모순되는 개념이 아니다. 앞으로 실질환율의 인상이 예상된다면 국내실질이자율이 외국보다 높을 수 있다. 국내실질이자율이 높아서 국내투자가 감소되거나 현행실질환율이 하락하고 이에 따라 수출이 저하된다면 미래 실질환율인상을 예상할 수 있을 것이다.

2. 단계적 자본자유화의 필요성

신규 EMS가입국의 실질이자율은 다른 국가들의 실질이자율과 큰 격차를 보이고 있다. 특히 최근에 EMS에 가입한 그리스와 포르투갈의 경우, 이들 국가의 실질이자율은 달러의 이자율에 비해서 4-9% 낮다.³ 이와같이 이자율이 낮은 이유는 실질선물환인의 변화가 그 원인이 아니고 환위험이 제거된 명목금리격차가 크기 때문이다. 커버된 명목금리격차가 큰 것은 이들 국가들의 자본자유화가 크게 제약받고 있음을 의미한다. 다른 말로 하면 자본통제라는 정치적 요인에 따른 실질이자율의 차이가 크다는 것이다.

이들 국가들의 이자가 낮은 것은 이들 국가들의 계속되는 재정적자때문에 공공부채가 많고 이와 같은 공공부채에 대한 금리부담을 줄이기 위해서 의도적으로 금리수준이 낮게 책정되어 있기 때문이다. 따라서 이들 국가들의 경우 자본자유화가 일시에 이루어진다면 자본의 급격한 해외유출과 환율변동등 경제의 교란요인으로 작용할 가능성이 크게 된다. 따라서 이들 국가들에게는 자본자유화를 실시하는데 어느 정도 유예기간을 줄 필요가 있으며 그 기간동안 재정적자를 줄이는 노력도 함께 행해져야 한다.

그렇지만 이것이 이들 국가들의 기존 국내금융제도를 정당화하거나 국내금융자유화를 연기하는 구실로 이용되어서는 안될 것이다. 이들 국가들은 국내금융자유화와 함께 넓은 환율변동폭 내에서 환율안정을 유지하는 조치도 함께 취해야 할 것이다.

한편 자본자유화가 이루어지고 있는 EMS국가들의 경우에도 크지는 않지만 미국달러와의 실질이자율의 차이가 존재하고 있다. 그렇지만 이와같은 실질이자율의 차이는 환위험이 제거된 명목금리차에 기인하는 것이 아니고 통화적 요인 즉 실질선물환인, 나아가 실질환율의 변화에 기인한다.

V. 통화통합의 전개

1. 통화통합의 추진내용

지난해 12월 10일 EC 12개국 정상들은 네덜란드 마스트리히트에서 EC설립조약인 로마조약을 개정하여 유럽동맹조약(일명 마스트리히트 조약)을 체결키로 합의함으로써 유

3 한국은행, 주간해외경제(1992) 참조

럽은행제도의 창설과 EC단일통화의 창출을 목표로 하는 유럽금융통합원칙에 합의하였다. 동 조약은 금년 2월 EC 12개국 외무·재무장관들에 의해 정식으로 조인되었으며 1993년 1월부터 발효될 예정으로 현재 각 회원국에서 비준절차가 진행중에 있다.

동 조약은 통화통합을 3단계로 나누어 추진하고 있다.⁴ 통화통합 제1단계는 1989년 6월 마드리드 정상회담의 결의에 따라 1990년 7월부터 이미 추진중에 있는데 제1단계에서는 자본이동의 자유화와 금융시장통합, 역내공동시장 완성, 전회원국의 ERM가입 등을 목표로 하고 있다.

1994년 1월부터 시작되는 제2단계에서는 회원국 중앙은행으로 구성된 유럽통화기구(European Monetary Institute; EMI)가 설립되며 EMI는 중앙은행간 협력 및 통화정책조정기능과 제3단계로의 이행을 위한 사전준비업무를 담당하게 된다. 또한 이 기간중에는 ECU의 가치변동을 막기 위해 ECU바스켓 구성비율이 동결되며 과도한 재정적자의 축소는 물론 관련법규의 정비를 통한 각국 중앙은행의 독립성이 확보되어야 한다.

제3단계는 빠르면 1997년 1월, 늦어도 1999년 1월부터 추진될 예정인데 제3단계로의 이행을 위해서는 12개 회원국중 7개국 이상이 인플레이, 재정, 환율, 금리 등 4가지 경제변수의 일정조건을 충족해야 한다. 마스트리히트 조약에서 규정하고 있는 구체적인 조건은 다음과 같다. 먼저 소비자물가상승률은 과거 1년이상 물가가 가장 안정된 3개 회원국수준+1.5% 이내, 환율은 여타 회원국에 대한 기준환율을 2년간 평가절하하지 않고 유럽통화제도(EMS)내 환율조정메카니즘(ERM)의 환율변동허용폭 범위를 $\pm 2.25\%$ 내로 유지한다. 금리는 과거 1년이상 평균장기명목금리(장기정부債 기준)가 가장 낮은 3개 회원국 평균금리수준의 +2% 이내로 유지한다. 재정은 재정적자규모가 GDP의 3%이내 또는 정부부채가 GDP의 60%이내로 유지한다. 이 조건이 충족되면 EMI를 모태로 유럽중앙은행이 설립되고 ECU가 EC전역에 통용되는 단일통화로 발행됨으로써 통화통합의 최종단계가 마무리될 예정이다.

2. 유럽중앙은행제도의 의미

현재 영국을 제외한 11개국은 유럽중앙은행의 창설에 동의하고 있다.

유럽중앙은행제도(European System of Central Banks; ESCB)는 각국 중앙은행의 중앙은행이라 할 수 있는 유럽중앙은행(European Central Bank; ECB)과 회원국 중앙은행으로 구성되며 역내 물가안정을 최우선 목표로 삼고 있는데 체제상으로는 미국의 연방준비제도(FRS)와 유사하다.

ECB는 EC역내의 단일통화인 ECU를 독점적으로 공급하며 단일통화정책을 수립·집행할 뿐만 아니라 지급결제시스템의 원활한 운영과 가맹국이 이전한 대외지급준비자산의 보유 및 관리를 담당하게 된다. 또한 EC각료이사회가 위임한 권한내에서 환율정책을 총괄하며 통화금융정책 및 제도 전반에 관해 EC 각료이사회, 회원국 금융당국 등에

4 Macedo (1990) 표 9-1 참조

의견을 제시하거나 자문을 제공하며 보험기관을 제외한 금융기관 전체의 감독업무를 담당하는 것으로 되어 있다.

유럽중앙은행제도에서 가장 핵심적인 역할을 담당할 유럽중앙은행(ECB)의 기능과 조직을 살펴보면 다음과 같다.

유럽중앙은행제도(ESCB)의 개요

구 분	주 요 내 용
1) 구 성	· ECB 및 회원국 중앙은행
2) 목 적	· 물가안정 및 EC차원의 일반경제정책 지원
3) 기 능	· 통화정책 수립·집행 · EC각료이사회의 환율정책방침에 따른 외환조작 · 대외지급준비자산의 보유 및 운영과 지급결제시스템의 관리 · 은행감독 및 금융제도에 관한 자문 등
4) 정책수단	· 공개시장조작 및 신용정책(EC기구, 회원국정부 등에 대한 대출금지) · 최저지급준비금정책 · 통화량조절을 위한 여타 정책수단장구
5) 조 직	· 최고의사결정기구: 이사회(Governing Council) · - 임원회(Executive Board)위원 및 회원국 중앙은행총재로 구성 · 정책집행기관: 임원회(총재, 부총재 및 이사 4명 등 6명)
6) 자 본 금	· 50억 ECU(EC각료이사회의 결정에 따라 증가 가능)
7) 위 치	· 1992년말까지 EC회원국 정상들간 합의에 의해 결정
8) 지 위	· 회원국정부 및 EC기구로부터 독립 · 유럽의회, EC이사회, EC각료이사회 및 EC집행위원회에 ESCB 활동 및 통화정책에 관하여 보고 · 외부 독립회계기관에 의한 회계감사

3. EC각국의 대응

유럽중앙은행제도의 창설과 EC 단일통화의 창출을 내용으로 하는 마스트리히트조약 체결에 합의함으로써 EC회원국들은 유럽의 통화통합에는 기본적으로 합의하고 있다. 그렇지만 통화통합에 따라 이해득실이 각각 다르므로 회원국들은 서로 상이한 입장을 나타내고 있다. 단일통화와 유럽중앙은행의 성립에 따라 자국화폐와 경제정책의 독립성을 포기했을 경우 각국의 이해관계가 각기 다르기 때문이다.

통화통합에 가장 적극성을 보이고 있는 국가는 프랑스와 이태리이다. 양국은 그동안 남아있던 자본자유화 제약요인들을 계획을 앞당겨 1990년초에 제거하였다. 또한 이태리는 상하 6%의 예외적용을 받던 환율변동폭을 자진해서 1990년 1월 2.25%로 줄이고 통

화통합 1단계 조치에 적극 협력하고 있다. 또한 이들은 로마조약을 수정하여 유럽중앙은행을 창설하는데 앞장서고 있다. 자본이동이 자유화된 역내시장에서 환투기를 막고 환율변동에 따른 거래비용을 줄이기 위해서도 EC전체에서 통용되는 단일통화가 필요하다는 입장이다. 실제로 양국은 환율안정을 위해 경제정책을 독일에 수렴시켰다.

그런데 이들이 경제정책을 독일의 정책에 수렴시킨 실제 이유는 이것이 경제안정에 도움이 된다고 믿었기 때문이다. 과거 노동조합 등의 힘이 강해서 높은 임금상승율과 인플레이를 겪었던 이들 국가들의 입장에서는 물가의 안정이 지속적인 경제발전의 전제조건이라는 인식을 가지게 되었다. 그런데 현실적으로 경제안정정책을 택하기 힘들었던 이들의 입장에서는 환율안정을 위한 유럽공동체간의 경제정책의 협조 내지 조화라는 '슬로건'은 국내반발을 억제하면서 경제안정정책을 택할 수 있는 좋은 구실을 제공해 주었다. 물론 이와 같은 경제협력이 가능한 이유중의 하나는 이들 국가들의 경제발전단계가 비슷하다는 점이다.

이들 국가의 입장에서 단일화폐와 유럽중앙은행 설립에 따른 경제정책 독립성의 상설은 상대적으로 큰 문제가 되지 않는다. 이들은 오히려 중앙은행 창설에 적극적으로 참여함으로써 주도적 위치를 장악하려 한다. 또한 단일통화가 창출되면 독일이나 영국의 경제적 영향력을 축소시킬 수 있다고 믿기때문에 이에 적극 참여하고 있다. 영국, 독일에 비해 상대적으로 화폐금융시장이 덜 발달된점도 이들이 통화통합에 적극성을 보이는 한 이유다. 결국 프랑스와 이태리입장에서는 통화통합에 따른 득이 실보다 크다고 판단하기 때문에 이에 적극적이다.

독일은 유럽중앙은행의 창설에는 동의하면서도 ECU에 의한 단일통화화에는 미온적인 태도를 보이고 있다. 그러나 유럽 중앙은행의 창설에는 적극성을 보이고 있다. 독일은 유럽중앙은행제도의 창설이 긴요하다는 주장을 펴고 있으며 우선 찬성하는 나라들 끼리만이라도 중앙은행을 창설하자고 주장하고 있다. 중앙은행이 창설되는 경우 통화정책의 효과적인 운영을 위해 각국의 재정정책에 관한 엄격한 원칙의 적용이 필요하다고 주장한다. 독일이 이와 같이 유럽중앙은행제도의 창설에 적극성을 보이는 것은 현재의 독일연방은행의 위치로 보아 유럽중앙은행에서 독일이 계속해서 주도권을 장악할 수 있으리라 믿기 때문이다.

한편 ECU로 통화가 단일화되면 이제까지 마르크화가 누리던 기축통화로서의 이익을 잃게 되므로 ECU에 의한 통화단일화에는 미온적이다. 최강세 통화인 마르크화를 보유하고 있는 독일로서는 가장 바람직한 통화통합은 마르크화를 단일통화로 하는 유럽중앙은행의 창설이다.

그러나 마르크화를 단일통화로 하는 유럽중앙은행에 대해 여타국들이 찬성할 리가 없으므로 독일은 유럽중앙은행 창설에는 동의하면서도 ECU에 의한 통화단일화에는 소극적 태도를 보이고 있다. 그리고 아직까지 동서독 경제통합작업이 더 우선적인 과제이므로 유럽통합에는 다소 소극적인 자세를 보이고 있다.

영국의 입장은 또 다르다. 영국은 1990년 8월 ERM에 가입하였지만 상하6%의 환율변동폭을 택하고 있다. 어느 나라보다도 자본자유화가 잘 된 영국은 경제정책의 독립성

을 유지하기 위해 환율변동폭을 넓게 잡고 있자는 입장이다. 그만큼 경제정책의 독립성을 유지하려 한다. 영국은 대륙국가에 대한 오랫동안 지녀온 의구심을 완전히 불식시키지 못하고 있으며 국가적 자존심을 내세워 유럽통화제도에 늦게 참여했으므로 금융통합에 적극적일 수 없다. 자본주의 발달과정에서 오랫동안 파운드화가 수행해오던 국제 통화로서의 위치와 세계금융시장에서 차지하는 중요성을 고려할 때 영국이 대륙국이 주도하는 통화통합에 선뜻 응하기 어렵다. 아직도 정치대국의 입장을 유지하고 있으며 미국과 특별한 경제관계를 가지고 있는 처지에 경제정책의 독립성을 포기하고 대륙국 중심의 경제정책을 따라가기도 힘든 입장이다. 영국은 경제정책의 독립성과 통화주권을 포기하는 현행 통화통합방안에 찬성하기가 힘들다. 그결과 영국은 현재의 각국 통화는 그대로 두고 역내시장에서 자연적으로 기축통화가 출현되도록 하자는 주장을 제기하고 있다.

VI. 금융통합에 대한 전망

금융통합의 핵심은 유럽중앙은행제도의 창설과 단일통화의 발행이라 할 것이다. 결국 금융통합의 결성은 조정 불가능한 고정환율제도를 택하는 것을 의미한다.⁵ 그렇다면 금융통합의 전망은 결국 EMS가 최적통화지역의 자격요건을 갖추었느냐 하는 문제로 귀결된다. 다시 말하면 EMS가 최적통화지역의 요건인 ① 금융시장의 통합 ② 금융·재정정책상의 긴밀한 협조체제 구축 ③ 생산요소의 자유로운 이동등의 요건을 갖추었느냐 하는 문제로 귀결된다. 이와같은 요건이 갖추어지면 커다란 비용을 지불하지 않고 환율의 변동없이 대외불균형을 해소할 수 있기 때문이다. 여기에 대하여 미국의 웰스타인은 부정적인 견해를 가지고 있다. 그의 기본적인 시각은 주요국들의 경우 국가이익에 반하여 조약의무를 충실히 이행하기 힘들다는 것이다. 그는 유럽의 금융통합이 경제적 입장에서보다 정치통합을 우선하는 사람들에게 의해서 추진되고 있다고 본다. EC가 최적통화지역으로서의 요건을 갖추기 위해서는 경제적 교란요인이 각국에 미치는 영향이 비슷하고 국가간 노동의 이동이 자유로워야 하는데 과연 EC가 이와 같은 조건을 갖추고 있는지 묻고 있다.

웰스타인은 환율의 변동이 결코 국제교역을 저해하는 요인이 아니며, 환율변동에 따른 위험증대는 선물시장을 통해서 헷징(Hedging)될 수 있다는 입장이다. 통화통합지지자들은 단일화폐가 거래비용을 줄이고 커다란 금융시장을 창설, 경제규모의 혜택을 누릴 수 있다고 하지만, 영국, 불란서, 독일, 이태리등 대국들은 국제적으로 포트폴리오를 다양화하고 있으며 헷징을 통해서 환위험을 제거시킬 수 있어서 별로 혜택을 보지 못한다고 주장하고 있다. 한편 단일화폐를 사용 특정재화생산에 전문화할 경우 수효변화에 크게 피해를 볼 수 있지만 국가가 독자적인 화폐를 갖고 있을 경우에는 이에 대처

5 여기의 논의는 최근 Economist 지 각호에 실린 유럽금융통합에 대한 논의를 정리 종합한 것이다.

할 수 있다고 주장한다.

무엇보다도 통화통합에 따른 혜택이 독립화폐와 금융·환율정책의 상실이라는 비용을 상쇄하고도 남는가를 생각해 봐야 한다는 입장이다. 일례로 재화에 대한 수요가 떨어질 경우, 금융정책을 사용 이자율을 낮추고 경기를 활성화시킬 수 있지만 단일통화를 사용할 경우 이와같은 정책대응이 불가능하다는 것이다. 웰스타인은 환율을 고정시킴으로써 각국의 외부의 교란요인에 대한 대응능력이 약화되는 것도 큰 문제라고 지적하고 있다. 경쟁력을 유지하기 위해서는 생산성이 높은 국가의 실질환율은 평가절상되어야 하며 그렇지 않은 국가의 실질환율은 평가절하되어야 한다. 그런데 단일통화사용에 따라 명목환율이 고정된다면 생산성증가가 낮은 국가의 임금과 가격이 떨어져야만 경쟁력이 회복된다. 그런데 임금과 가격이 하방경직적이면 이를 기대하기 힘들며 명목환율을 평가절하하는 편이 유리하다는 입장이다. 결국 독립적인 통화를 유지하는 것이 국내 가격수준을 변화시키지 않고 실질환율을 변화시킬 수 있기 때문에 필요하다는 입장이다. 웰스타인은 독립적인 금융정책의 채택과 환율변동의 제거가 교역을 증대시키는데 필요조건이 아니며 이는 오히려 소득과 고용의 불안을 증대시킬 수 있다는 입장이다.

웰스타인은 금융통합을 원하는데는 좀더 정치적인 이유가 있다고 보고 있다. 불가안정을 위한 경제정책을 사용하는데 유럽전체로써 하는 것이 국가차원에서 하는 것보다 쉽다고 생각한다는 것이다. 그러나 그는 마스트리히트조약의 유럽중앙은행제도가 이와같은 목적을 과연 달성할 수 있을지 의문을 제기한다. 그는 각국들로 유럽중앙은행제도가 구성될 경우, 오히려 인플레이 유발적인 경제정책이 채택될 우려가 있다고 지적하고 있다. 그것은 각국이 독일의 독주를 허용하지 않을 것이기 때문이다. 단일화폐와 유럽중앙은행제도가 인플레이를 줄이기 위해서 필요하다고 하지만 실제로 일부 국가들은 이를 독일의 중앙은행이 타국가에 강요한 反인플레이정책을 오히려 완화시키는 방법으로 생각하고 있다는 것이다.

물론 단일화폐를 사용하는 것이 그들의 EC에 대한 귀속감을 증대시키겠지만 일반적으로 상당한 규모의 국가가 그들의 독립화폐를 사용하지 않았던 경우는 없다고 주장한다. 웰스타인은 금융통합이 단일시장의 이익을 얻는데 결코 필요하지 않고 오히려 국가들간의 교역을 줄일 가능성도 있으며 시간이 흐르면 실업수준을 증가시킬 것이라 한다.

여기에 대한 유럽 통화통합 찬성론자의 반론도 만만치 않다.

우선 단일시장을 거치면서 단일화폐를 갖을 필요가 없다는 것은 미국도 단일통화가 필요없다는 이야기냐고 반문한다. 단일통화를 사용, 환율변화를 막으면, 환위험과 거래비용을 크게 줄일 수 있으며 이에 따른 혜택은 소규모 개방경제일 수록 크다는 주장이다.

물론 노동의 이동이 제약되고 가격이 신축적이지 않을 경우 경기후퇴를 막기 위해서 환율정책의 필요성을 주장할 수 있겠으나 환율평가절하에 따른 비용도 만만치 않다는 이야기이다. 외부교란요인에 대응하기 위해서 실제로 환율을 평가절하한 경우, 종종 이의 효과는 미미한 한편 오히려 인플레이션을 유발한 경우가 많았다고 주장한다.

한편 경제통합에 따라 특정재화생산에 특화할 경우 외부교란요인에 의한 피해가 클

수 있다는 켈스타인의 주장에 대해서는 EC내교역이 산업간 교역(Inter-Industry Trade)이 아니라 산업내 교역(Intra-Industry)이기 때문에 특화에 따른 외부교란요인의 피해는 크지 않다고 주장한다.

한편 유럽의 금융통합에 따라 환율이 고정되면 남부유럽국가들의 경기침체를 조장하게 된다는 주장에 대해서는 실제로 환율이 안정적이었던 80년대에 이들 국가들의 경제성장률이 70년대에 비해 못지않다는 데이터를 가지고 이와같은 주장을 일축한다. 또한 EC의 노동시장은 비교적 문화, 언어적 이유 때문에 분리되어 있어서 금융통합이 남부 유럽국가들의 급격한 임금인상을 가져오지는 않는다고 보고 있다. 물론 남부유럽국가들의 임금상승율이 생산성증가율을 초과하며 경쟁력을 저하시킬 수 있지만 금융통합이 그 원인이 되지는 않는다는 입장이다. 그렇지만 이와같은 우려때문에 이들 국가들에 대해서는 유럽금융통합가입에 대한 유예기간을 주고 있고 이는 마스트리히트 조약에서도 명시되었다고 주장한다. 그리고 노동의 이동력이 상대적으로 낮기 때문에 통합적인 재정정책의 필요성은 미국보다는 상대적으로 적다는 입장이다.

한편 유럽통합이 가격안정을 달성하는데 꼭 도움이 될 것이냐 하는 주장에 대해서는 가격안정의 중요성은 이미 EC국가들이 합의를 본 사항이고 유럽중앙은행제도가 이를 실천하는데 보다 유리한 입장에 있다고 주장한다.

그리고 EMS가 자본자유화와 환율안정을 달성했다는 점에서 사실상의 금융통합이라고 볼 수 있으며, 유럽금융통합은 이를 제도화하고 단일화폐사용에 따른 이익을 일반화하는데 불과하다고 주장한다. 물론 유럽금융통합의 어려움도 있겠지만 유럽통화제도도 문제가 있으므로 유럽금융통합은 한번 시도해 볼만한 가치가 있다는 주장이다.

결국 이와같은 유럽금융통합이 성공할지 여부는 유럽이 얼마만큼 최적통화지역으로 여건을 구비하고 있으나, 그리고 각국들이 독립적인 화폐, 금융정책 그리고 환율정책을 포기하는데에서 오는 혜택이 비용보다 크다고 보느냐에 달려 있다고 할 것이다.

Ⅷ. 결 론

우리는 자본자유화가 금융통합에 미치는 효과를 중심으로 EC의 금융통합과정을 살펴 보았다. 80년대에 걸쳐 자본자유화가 美·獨·日간의 환율안정을 저해했으나 EC의 경우에는 독일 통일전까지는 경제정책의 협력을 더욱 촉진하는 촉진제역할을 하였다. EC 내에 자본자유화가 본격적으로 실시된 이후 오히려 환율이 안정적으로 유지된 것을 보면 알 수 있다.

물론 이와 같은 환율안정은 프랑스, 이태리등 주요국가들이 그들의 경제정책을 독일의 경제안정정책에 수렴시키므로써 가능하였고 이는 결국 EMS가 非대칭적으로 운영되는 결과를 가져왔다.

한편 그리스, 포르투갈등 EMS 신규가입국들의 이자율은 타국에 비해서 매우 낮게 억제되었기 때문에 자본자유화는 이들 국가들의 급격한 자본유출과 더불어 환율을 매우

불안하게 만들고 경제를 교란할 가능성이 크다. 따라서 이들 국가들에게는 재정적자를 줄이고 국내금융자유화를 도모할 시간적 여유를 주는 것이 필요하다. 그러나 이 경우에도 환율변동폭을 넓게 설정하여 환율을 안정시키고 단계적인 자유화를 하도록 권장해야 할 것이다.

EC국가들은 EMS성공적 운영에 따라 단일통화와 유럽중앙은행제도를 근간으로 하는 유럽금융통합으로 나아가고 있다. 그렇지만 최근들어 동서냉전의 붕괴와 동서독통일이 라는 새로운 여건에 직면하여, 각국이 자국 위주의 경제정책을 채택함으로써 환율불안이 가속되고 있다. 특히 인플레이의 재발을 우려한 독일의 고금리정책이 마르크의 강세를 가져오면서 환율불안을 가속시키는 요인으로 작용하고 있다. 1992년 덴마크의 마스트리히트 조약에 대한 국민투표 부결후에 9월 20일 프랑스는 마스트리히트조약을 찬성 51%, 반대 49%로 통과시켰다. 그러나 국민투표로 야기된 유럽금융혼란은 영국과 이태리의 환율조정 메카니즘 자체를 크게 흔들고 있다. 이와 같이 금융통합에 대한 전도는 순탄한 것만은 아니다. 최근 EC는 통화강세국과 약세국이 나뉘어진 가운데 독자적인 경제정책을 쓰려는 경향이 강해지고 있다. 그렇다면 이들 국가들이 어떻게 단일경제정책을 채택, 단일 통화 사용을 향해나아갈지 주목된다. 결국 유럽금융통합의 성공여부는 EC가 얼마나 최적통화지역으로 적합한가, EC각국들이 유럽의 경제·금융통합을 위해, 독립화폐와 금융·환율정책을 포기할 자세가 되었는지의 여부에 달려있다고 본다.

EMS운영은 우리에게 몇가지 시사점을 준다. 첫째는 자본자유화의 적극 추진이 우리의 경제체질을 선진화시키는 자극제가 될 수 있을 것이라는 점이다. 두번째는 우리의 경우 이자율이 외국보다 낮은 것이 아니라 높은 것이 문제가 된다는 점이다. 따라서 자본자유화에 따른 자본유입과 이것이 환율, 국제수지, 가격, 산출에 미치는 교란요인에 대하여 미리 대처하여야 한다. 마지막으로 앞으로 일본의 경제적 영향력이 東아시아권에서 점점 커짐에 따라 국내금융시장은 뉴욕금융시장뿐만 아니라 동경금융시장에 의해서도 영향을 받게 될 가능성이 크다는 점이다. 美·日간 경제정책협력이 잘 이루어질 경우는 큰 문제가 없겠지만 그렇지 않을 경우에 우리 경제는 양쪽 요인들에 의해서 교란을 받을 가능성이 클 것이며 여기에 대한 대비가 필요하다.

〈참 고 문 헌〉

김세원

1990 『EC의 경제·시장통합』, 한경문고.

대외경제정책연구원

1990 『EC통합과 정책대응』.

민충기편

1991 『EC통합과 우리의 대응방안』, 대외경제정책연구원.

이재웅

1992 『유럽금융통합과 EC금융시장진출방안』, 대외경제정책연구원.

한국은행

1992 『주간해외경제』, 제92-31호.

Fair, D.E. and C. de Boissieu(eds.)

1988 International Monetary and Financial Integration - The European Dimension, Kluwer Academic Publishers.

Giavazzi, Micossi and Miller(eds.)

1988 The European Monetary System, Cambridge University Press.

Grauwe, P.D.

1990 "The Liberalization of Capital Movements and the EMS," in Piero Ferri(ed.), Prospects for the European Monetary System, New York, St. Martin's Press.

IMF

1990 The European Monetary System: Developments and Perspectives, Washington, D. C., Nov.

Macedo, J.B.

1990 "Financial Liberalization and Exchange Rate Policy in the Newly Integrating Countries of the European Community," in Piero Ferri(ed.), Prospects for the European Monetary System, New York, St. Martin's Press.

Tokyo Club Papers No. 1

1988 Tokyo Club Foundation for Global Studies.

Tokyo Club Papers No. 2

1989 Tokyo Club Foundation for Global Studies.

Young, S. and M. Kang(eds.)

1991 The Single European Market and Its Implications for Korea as an NIE, KDI & FES, Dec.

Liberalization of Capital Movements and Monetary Integration in EC

In June Kim

European Monetary System was established by European Community in 1979, to create European Currency Unit and Exchange Rate Mechanism which have been two pillars of European Monetary System.

Recently European Community concluded Maastricht treaty to realize the economic and monetary union in three stages by the end of this century. The final goal of monetary

union is to build European Central Banking System and to create a single currency which will replace all the existing national currencies.

The purpose of this article is to clarify the impacts of liberalization of capital movement on the establishment of European monetary union. Under the financial liberalization, the success of stabilizing exchange rates depends upon the macro-economic policy coordination among member countries.

There have been debates between 'monetarists' and 'economists' over the impacts of liberalization of capital movements on the stabilization of exchange rates. The 'economists' argued that the abolition of capital controls jeopardize the success of stabilizing exchange rates. On the other hand, the 'monetarists' insisted the commitment toward stable exchange rates become more credible with the liberalization of capital movements.

With capital flow in late 1980s, the exchange rates among member countries had been more stabilized than in early 1980s. Liberalization of capital movements proved to be more conducive to the convergence of macro-economic policies among member countries.

After the unification of Germany, however, exchange rates have fluctuated widely since Germany have pursued its own independent economic policies to cope with the new economic difficulties after the unification.

At this moment, the prospects for monetary integration in EC is not so bright as expected in late 1980s. Success of the monetary integration in EC will depend upon whether EC can nurture necessary conditions for Optimum Currency Area.

김인준, 서울대 국제경제학과 교수

Tel : 880-6389(O), 582-3532(H)