

# 경제발전과 국제금융시스템의 새로운 질서: 라틴아메리카의 시각\*

로베르도 프렌켈, 마르틴 라베띠\*

## I. 개 괄

신흥시장경제권은 2002년에 이르러 이미 70년대 중반부터 발전을 거듭해오던 국제금융체제에 본격적으로 편입되기 시작하였다. 그러나 이러한 조류는 이들 국가에 있어 경제성장에 과부하로 작용함은 물론이거니와, 경우에 따라 불안요소로까지 여겨지고 있다. 심지어 이들 신흥시장경제권의 성장전망과 관련하여 낙관주의가 발붙일 여지가 없는 것처럼 보인다. 이러한 비관적 견해는 아래와 같이 정리해 볼 수 있다.

우선 신흥시장경제권의 금융·통화위기는 전에 없이 빈번해졌으며, 그 강도 또한 강해졌다. 90년대 초반<sup>1)</sup> 이후의 주요한 사건만 열거하더라도, 1995년의 멕시코와 아르헨티나, 1997~98년의 동아시아 5개국, 1998~99년의 러시아와 브라질, 2001년의 아르헨티나와 터키 사태 등이 있다. IMF의 총재처럼 금융의 세계화에 앞장서는 인물들조차도 이러한 일련의 사태와 신흥시장경제권에서 파생된 새로운 위기의 등장을 글로벌금융체제의 본질이라 여기게 만들었다 (Camdessus, 2000 & Köhler, 2002).

두 번째로 자본유입의 불안정성과 경제위기의 국제적 확대전과 경향에 대한

---

\* 본 논문의 초고는 메사추세츠대학교 브룩스 세계빈곤연구소(Brooks World Poverty Institute)에서 2008년 7월 1~2일에 걸쳐 개최된 금융시장규제에 관한 태스크포스 정책좌담회(The Initiatives for Policy Dialogue Meeting of the Task Force on Financial Market Regulation)에서 발표되었다.

\*\* 로베르도 프렌켈은 CEDES의 전임연구원이자 부에노스아이레스대학교의 교수이며, 마르틴 라베띠는 CEDES의 연구원이자 메사추세츠대학교의 박사과정생이다.

1) 기실 라틴아메리카에서의 일련의 경제위기는 이보다 좀 더 일찍 시작되었다. 이들 대부분의 국가들이 1970년대 후반부터 금융세계화에 참여하였다. 이 무렵 아르헨티나, 볼리비아, 브라질, 칠레, 콜롬비아, 멕시코, 우루과이, 베네수엘라 같은 대부분의 국가들이 세계금융시장에 편입되었고, 1981~2년 사이 이른바 라틴아메리카 외채위기로 인해 대외외가와 금융위기를 경험하였다. 볼리비아, 콜롬비아, 칠레와 같은 작은 국가들은 수년 후 이를 극복하였으나, 아르헨티나, 브라질, 멕시코 등 큰 국가들은 90년대 초반이 돼서야 회복될 수 있었다.

강력한 증거가 존재한다는 점이다. 이러한 특징들은 1995년 멕시코 위기 및 그 파급 과정에서 처음 관측되었으며, 아시아와 러시아 위기가 글로벌금융에 강력한 영향을 미친 경험을 통해 폭넓게 인식되게 되었다.

세 번째로 아르헨티나와 브라질과 같이 과다한 대외채무를 보유한 국가의 극단적인 사례가 표본 집단의 분석을 왜곡시키고 있다는 점이다. 90년대 후반 이후, 양국은 모두 높은 국가위험리스크를 동반한 저성장(브라질의 경우)과 경기침체(아르헨티나의 경우) 및 심각하게 취약한 대외금융이라는 이른바 파이낸셜트랩(financial trap)에 갇혀 버리고 말았다(Frenkel, 2008). 아르헨티나 위기는 2001년에 이르러 폭발하고 말았고, 결국 대외채무불이행 사태로 이어졌다. 브라질은 1998~99년에 이르러 대외채무불이행은 간신히 면하였지만, 결국 통화위기를 경험하고 말았다. 이러한 금융위기 이후 브라질의 환율정책이 좀 더 유연하게 변모하였으나, 2000년대까지도 경제정책과 경제성장률은 여전히 파이낸셜트랩에서 벗어나지 못하고 있는 양상을 보여주었다.

네 번째로 대부분의 신흥시장경제는 분절된 형태로 글로벌금융체제에 편입되었다는 점이다(Frenkel, 2008). 채무과다국의 경우 이러한 현상은 더욱 명확해 보인다. 그러나 파이낸셜트랩과 과다채무를 피하기 위해 그들 나름의 정책을 추진하였던 몇몇 신흥시장경제국가 역시 분절된 형태로의 편입과정을 피하지 못하였다. 라틴아메리카의 경우 거의 30년 이상, 다른 신흥시장경제국들도 상당히 오랜 기간 금융글로벌화과정에 참여하였음에도 여전히 국가위험 프리미엄에서 자유롭지 못하다. 신흥시장경제국가의 국가위험 프리미엄은 태국 통화위기 직전인 1997년에 최저에 달했다. 그러나 그 후 국가위험 프리미엄은 2000년대 초반까지 여전히 높은 상태를 유지해왔다. 무위험자산에 대한 국제금리와 국가위험 프리미엄이 더해져서 국가별 국내금리가 형성 되는 것을 고려할 때, 국제적 금융통합은 신흥시장경제국에게 선진국보다 시스템적으로 높은 이자율은 물론 성장과 소득분배에 부정적인 영향을 가져왔다고 볼 수 있다.

2000년대 초에는 90년대 말 경제위기에 이어 등장하였던 국제공조계획에 역행하는 부적절한 상황이 발생한 바 있다. 그 당시 몇몇 계획들은 금융위기의 확산을 억제하여 위기를 방지하며, 미래의 잠재적 위기에 대한 국제적 관리를 목적으로 국제금융구조(international financial architecture)를 개선하기 위해 시행되었다. 그러나 2001년부터 미국 신행정부와 IMF의 고위관리들은 이러한 다국간 공조체제가 채무과다국에게 잘못된 인센티브를 제공하고 위기의 가능성

을 증대시킬 것이라고 우려하였다. 동시에 IMF는 채무재조정(Sovereign Debt Restructuring Mechanism) 작업을 시작하였다(Krueger, 2002). 그러나 미국 신행정부에 의해 발의된 이러한 정책들은 오래지 않아서 폐기되고 말았다. 동시에 국제금융구조에 대한 관심이 희미해지고 만다. 즉, 2000년 초에 이르러 신흥시장경제의 국제금융시장과의 결합안정성이 과거 어느 시점보다 더 시장의 자율적 행동에 의존하게 된다.

전체적으로 보았을 때, 금융의 세계화는 금융자유화와 개방의 촉진에 따른 안정과 성장이라는 장밋빛 약속과는 달리 대부분의 신흥시장경제에 불안정성과 성장의 집만을 남겨준 것 같다. 금융세계화로 인한 변동성 문제를 다루기 위해 이들 국가들은 국제금융기구로부터 아무런 도움(경우에 따라 이들 기구들은 오히려 방해요소로 작용했다)없이 그들만의 대책을 시행해야 했다. 이미 언급된 바와 같이, 이러한 상황은 낙관주의가 설 땅이 없게 만들었다.

본고의 저자 중 한명은 다음과 같이 신흥시장경제가 당면하고 있는 어려움들을 종합해 본 바 있다.

지속불가능한 금융통합과정을 피하기 위해 자금 및 자본시장규제 도입을 원하는 국가들은 IMF와 금융시장의 압력과 맞서 싸워야 했다. 이는 결코 쉬운 일이 아니지만, 몇몇 국가들은 이 대결에서 그럭저럭 승리를 거두었다. 우리는 IMF나 다른 국제기구들의 용자조건과 규제에 적절한 변화를 촉구하기 위한 노력을 기울여야 한다(Frenkel, 2002).

반면에 채무과다국의 경우에는 국제공조의 중요한 노력 없이 대안을 도출하기 어려운 것으로 보인다. 일반적으로 보아도 분절된 통합을 완화시킬 수 있는 능력을 지닌 제도를 준비하는 것은 어려워 보인다. 문제의 핵심은 국가와 국제금융시스템 간에 일치하는 부분이 그다지 없다는 것이다. 국가는 업무방법과 안정성을 개선하기 위해 장기간에 걸쳐 발전되어 온 반면에, 대부분의 국제금융시스템은 그렇지 못한 것이 사실이다.

우리가 2002년에 가졌던 증거들을 고려할 때, 우리의 진단은 틀리지 않았지만 비관주의가 들어맞은 것은 아니었다. 사실 신흥시장국들은 그 후 수년에 걸쳐 IMF와 대결하지 않고도 과다채무의 파이낸셜트랩과 지속불가능한 경로를 회피할 수 있는 새로운 방법을 찾아냈다. 다시 말해서, 국제기구의 별다른

개선된 조치 없이도 신흥시장의 자산분절문제(선진국에 비해 평가 절하된 개도국의 자산 가치 및 안정성 등을 의미함 -역주)가 해결된 것이다. 이러한 예견되지 못한 새로운 경향은 글로벌시스템 내 신흥시장경제가 경험한 금융통합형태의 획기적인 변화와 결부되어 있다. 특히, 개발도상국들의 외부자본의존도가 완화되었다는 사실과 심지어 그들 대다수가 자본공급국으로 변모하였다는 점이 중요한 변화이다. 이러한 변화는 2002년에 조금씩 대두되기 시작하였으며, 2003년에 이르러 좀 더 명확하게 관찰되기 시작했다.

본고는 글로벌금융시장에 참여하기 위해 신흥시장경제가 발견해낸 새로운 방법의 주요한 성격에 대하여 기술하고 논하며, 또한 그 새로운 방법이 그들의 경제에 대한 함의를 살펴볼 것이다. 다음 장에서는 글로벌금융시장에 참여하는 국가들의 변화된 방법론이 이들 국가의 최근 경제성과에 어떠한 영향을 미쳤는지에 대하여 논할 것이다. 또한, 해외저축, 외환보유고, 경제성장 간의 관계에 대한 실증연구를 살펴볼 것이다. 세 번째 장에서는 발전에 있어서의 RER의 역할을 논하고, RER과 경제성장 간의 관계에 대한 실증연구를 확인할 것이다. RER과 경제성장 간의 관계가 실증자료를 근거로 언급되어 있다. 마지막 장에서는 국제금융시장 개혁아젠다가 어떻게 최근의 경험에서 얻은 교훈을 포함해야 하는지에 대해 논의하겠다. 이 장에서의 주된 논의는 근본적인 개혁을 통해 개발도상국이 수출주도형 성장경로를 따르는데 실질환율수준과 환율체제가 도움이 될 수 있도록 하자는 것이다.

## II. 글로벌 금융시장의 새로운 조류

앞서의 조류와 관련한 글로벌 금융체제의 변화는 두 가지 사실로 잘 대변된다. 우선 신흥시장경제에는 더 이상 새로운 위기가 없으며, 최근 수년간의 위기 전이에 따른 몇몇 자금경색 사례에도 불구하고 어떠한 신흥시장경제에도 금융 위기가 촉발된 바 없다. 이는 미국의 서브프라임모기지 사태의 경우에도 마찬가지여서 어떠한 신흥시장국도 지금까지는 별다른 위기를 겪지 않았다(이 논문이 처음 발표된 시기는 2008년 7월임을 유의해야 한다 -역주). 두 번째로 국가위험 프리미엄은 2003년 초부터 하락하고 있으며, 2005년 중반이후로는 아시아통화 위기 이전 수준으로 떨어졌다는 점이다. 2007년 초 이후 국가위험 프리미엄은

역사상 가장 낮은 수준으로 떨어졌으며, 이는 아시아통화위기 이전의 최저수준보다도 낮고 심지어 미국 고수익채권(high yield bond, 신용등급이 낮은 주체가 발행한 고위험 고수익 채권을 의미함 -역주)의 스프레드보다도 현저히 낮은 수준이다. 국가위험 프리미엄은 서브프라임모기지 사태 이후 증가하였으나, 최근 신흥시장의 가장 높은(최악의 -역주) 위험프리미엄이 아시아통화위기 이전의 최상의 상황과 비슷한 수준에 불과하다. 마지막으로 국제금융체계의 발전에 있어 반드시 언급되어야 할 측면은 바로 개발도상국의 경제성장률이 분명히 증대되었다는 점이다. 2002년부터 2008년까지 개발도상국의 GDP는 연평균 6.7%씩 성장하였으며, 이는 1991~2001년의 4.7%와 비교할 때 상당히 높은 수치임이 분명하다.

이러한 두 가지 변화는 신흥시장경제권의 변화된 환율정책과 연관되어 있다. 이들 국가들은 공통적으로 유연한 환율정책을 채택하고 있다. 전통적으로 유연한 환율정책이란 환율이 국제환시장에서 결정되며, 더불어 통화당국의 어떠한 환율시장개입도 효과가 없음을 의미한다. 그러나 최근 개발도상국에서의 유연한 환율정책이란 (완전한 변동환율제가 아닌 -역주) 통화당국이 빈도에 관계없이 임의의 방식으로 외환시장에 개입할 수 있는 가능성을 유지하는 것을 의미한다. 따라서 어떤 측면에서는 유연성이란 명목환율의 행태를 의미한다. 그러나 다른 한편으로는 외환시장에서의 통화당국의 행태를 의미하기도 한다.

이러한 정책의 장점중 하나는 그것의 방어적 역할로 인해 투기적 공격의 희생양이 되지 않는다는 점이다. 즉, 변동환율제의 장점과, 맥락에 따라 반응하며 경제정책의 변화하는 요구에 따라서 환율과 통화정책을 조정하려는 통화당국의 자율적 의지가 결부된 것이다. 실제로 최근 대부분의 신흥시장경제에서는 관리변동환율제도가 가장 보편적이다(Williamson, 2000; Bonfinger and Wollmerhauser, 2003).

많은 개발도상국의 환율변동성 확대는 앞서 언급한 최근의 경제성장에 일조하였다. 그러나 우리가 보기에 금융 세계화 과정의 주된 변화는 자금이동방향의 역전이다.<sup>2)</sup> 자본 유입을 통해 경상적자를 메워 왔던 많은 개발도상국들이

2) 80년대의 경우에도 저소득 국가로부터 고소득국가로의 자금이전이 있었다. 그러나 이는 라틴아메리카의 경제위기 이후 대외부문조정에 따른 과도기적 결과였을 따름이다. 1982년부터 1990년까지 진행된 라틴아메리카국가들의 대외채무불이행에 대한 재협상 결과 민간부문으로부터 어떠한 자발적 지원도 얻어내지 못하였으며, 이들 국가들은 연체이자율의 일부라도 지불하기 위하여 경상계정 조정절차에 들어가게 된다.

최근에는 경상흑자를 이룩하거나 또는 기존의 경상적자를 현저하게 감소시키는 것은 물론, 더 나아가 지속적으로 외환보유액을 증가시키고 있다.

29개 신흥시장경제<sup>3)</sup>에서 1997년의 경우 오직 4개국만이 경상흑자를 나타냈다. 그러나 2001년에는 14개국이 흑자를 달성하였으며, 2004년에는 18개국, 2006년에는 14개국에 달하게 된다. 앞서 말한 29개 국가 전체의 총 경상흑자 대비 총 경상적자의 비율은 1997년에는 0.35, 2001년에는 1.4, 2004년에는 3.93, 2006년에는 4.64였다. 중국을 제외하면 그 비율은 1997년에는 0.04, 2001년에는 1.13, 2004년에는 2.73, 2006년 2.15였다.

이들 국가는 외부자본 이용자에서 축적된 국내자본의 수출국이자 국제자본 흐름의 중계국으로 변모하는 등 국제금융 참여에 있어서의 대전기를 맞이하였으며, 이 대변환을 통해 이들 신흥시장국가들은 세계금융체제 내에서의 자신의 지위를 변경할 수 있었다.

해외저축에 대한 의존도 감소가 어떤 경로를 통해서 이들 국가로 하여금 외부로부터의 위기에 직면할 기회를 줄이고, 국가위험 프리미엄을 하락(완화·역주)시키며, 더불어 경제성장을 촉진할 수 있게 작용하였을까?

현재의 경상흑자와 국제자본에 대한 접근성은 대외적으로 견고한 재정의 지표이며, 동시에 외부요인에 의하여 해당국이 위기에 직면할 가능성이 매우 낮다는 것을 가리킨다. 이러한 지표들은 국제투자자들이 자신의 포트폴리오를 구성하는데 이용된다. 연구결과에 따르면, 재정위기를 예측하는 데에도 유용한 것으로 보인다(Kaminsky, Lizondo, and Reinhard, 1998). 따라서 경상수지의 흑자전환이 어떻게 위험과 위험프리미엄의 감소로 이어졌는지를 어렵지 않게 추정할 수 있다.

경상흑자를 시현하는 국가의 등장과 증가는 경상적자가 여전히 존재하며 전체 국가시스템에 악영향을 감내하고 있는 국가들에게도 긍정적인 효과를 가져왔다. 다수의 국가들이 경상흑자를 시현하며 소수의 경상적자국만이 남게 되었고, 이로 인하여 위험의 확대전이나 균중심리에 따른 행동의 위험을 축소할 수 있게 되었다. 신흥시장의 자산집단(asset class)은 상당히 비균질적이며, 이러한 자산은 경제안정성의 상징이다. 다양한 자산구성은 경상적자국의 위험인지

3) MSCI Barra의 신흥시장지수를 구성하는 25개 국가 중 아르헨티나, 브라질, 칠레, 중국, 콜롬비아, 체코, 이집트, 헝가리, 인도, 인도네시아, 이스라엘, 한국, 말레이시아, 멕시코, 모로코, 파키스탄, 페루, 필리핀, 폴란드, 러시아, 남아공, 태국, 터키 등 24개국에 추가로 불가리아, 에콰도르, 파나마, 우크라이나, 베네수엘라를 포함했다.

능력에 긍정적 영향을 미치며, 모든 자산집단의 위험 인지능력에도 동일한 영향을 미친다.

브라질과 아르헨티나의 사례를 통해 재정의 신조류가 개발도상국이 2000년대 초기의 어려운 제약들을 극복하는데 어떠한 영향을 미쳤는지 알아보자. 브라질은 최근 개선된 재정상황을 통해서 21세기 초 족쇄로 작용했던 파이낸셜 트랩(한계적 금융상황을 지칭 -역주)을 벗어날 수 있었다. 이처럼 개선된 재정상황은 대외금융의 취약요소와 국가위험 프리미엄을 감소시켰다. 국제금리 하락은 대외 및 공공채무를 억제하며 지속가능성을 개선하려는 정부에게 큰 보탬이 되었다. 즉, 재정흑자로의 전환은 파이낸셜트랩에 의하여 구조화된 악순환의 고리를 선순환의 고리로 이끄는데 일등공신의 역할을 수행했다고 볼 수 있다.

아르헨티나의 채무재조정은 경상흑자 국가그룹의 등장에 따른 긍정적 영향을 잘 보여주고 있다. 아르헨티나는 국제자금상황이 개선되기 전인 2001년 12월 대외채무불이행을 선언하였다. 2003년 초에 정부는 현존하는 부채의 75%를 탕감해 달라는 요지의 제안서를 발표했다. 채권단은 디폴트 선언아래 있던 총채권의 76%에 달하는 채권의 스왑(채무스왑 -역주)을 수용하였다. 채무재조정안의 성공적 타결은 채무재조정 대상이 된 채무의 면면이나 감면의 정도 모두에서 최근 세계화 시기 이후에 이루어진 가장 놀라운 성과였다. 양호한 국제자금상황이 이러한 결과를 이끌어내는데 중요한 역할을 했음은 주지의 사실이다. 채무스왑은 신흥경제권의 국가위험 프리미엄이 하락하는 상황에서 이루어졌다. 불과 몇 달 전만 해도 도저히 받아들일 수 없는 안이었으나, 이제는 제안 자체가 충분히 매력적으로 변모한 것이다.

경상흑자의 도래와 외환보유고의 증가는 국가위험 프리미엄의 감소와 경제위기의 위험인자라는 측면 모두에서 개발도상국의 경제성과에 지대한 영향을 미쳤다. 최근의 증가하는 국제비교연구들은 이러한 변수와 다른 몇몇 주요 요인들은 급격히 가속되고 있는 개발도상국의 경제성장률을 잘 설명한다. 이런 실증연구는 경상계정과 외환보유고 모두가 경제성장과 양의 상관관계를 가지고 있음을 입증하고 있다. 예를 들어서, Prasad, Rajan, Subramanian(2007)의 영향력 있는 연구결과에 따르면, 1970~2004년간 비산업국가(non industrial country)에 있어서 경상수지 균형과 경제성장 간에 양의 상관관계가 존재한다. Bosworth & Collins(1999)와 UNCTAD(2008)도 이와 유사한 결과를 보여준다. 또한, Polterovich & Popev(2002)와 Levi Yeyati & Sturzenegger(2007)는 외환보유고와

경제성장 간의 양의 상관관계를 입증한 바 있다.

비록 이러한 변수들 간의 양의 상관관계가 비교적 잘 실증되었으나, 아직까지 이들 변수들이 경제성장에 작용하는 메커니즘은 명확하게 밝혀진 바가 없다. 위에서 논의된 바와 관련하여 한 가지 작용채널을 상정해 볼 수 있기는 하다. 국제금융시장은 개발도상국의 갑작스런 금융변동 등으로 인해 발생하는 불안정성에 매우 취약하다. 자본의 대규모 국외유출은 장기간 지속되는 부정적인 효과로 인한 외부위기를 야기하며, 장기성장률이 침체될 수 있다(Stiglitz, 2000). 설혹 금융위기를 모면할 수 있더라도 불안정한 자본흐름은 투자결정이나 성장에 악영향을 미칠 수 있다. 즉, 불안정성과 위기 발생가능성이 감소하게 되면, 경상흑자나 채무의 감소, 외환보유고 증대가 실현되고, 이를 통해 경제성장을 이룩할 수 있는 것이다. 이러한 메커니즘은 상당히 타당해 보인다. 사실 Prasad와 그의 동료들은 대외부채 의존도가 낮은 국가에서 경제성장률이 높은 것은 외부충격으로부터 고통 받지 않았기 때문이라고 언급하였다(Prasad, Rajan, and Subramanian, 2007). 또한, 이들의 연구에 따르면, 경제성장과 경상흑자의 결합은 위험을 회피하는데 뿐만 아니라, 위험이 없는 시기에도 경제성장과 양의 상관관계를 보인다. 이러한 결과는 경상흑자와 외환보유고가 불안정성과 경제위기를 감소시키는 형태 이외에도 다른 방식으로 경제성장에 작용함을 나타내는 것이다.

### III. 해외저축, 실질환율, 경제성장

우리는 앞선 장에서 개발도상국이 순자본공급자로서 국제금융시장에 참여하는 상황을 살펴보았다. 이들 국가는 개선된 경상수지를 통해 해외자산축적률(rate of foreign assets accumulation)을 제고해 왔다. 이는 경쟁력 있는 실질환율을 유지하거나 최소한 과대평가를 피하려고 하는 의지의 반영이라고 볼 수 있다. 위에서 살펴본 논문들에 따르면, 경상수지 흑자와 높은 외환보유고는 경쟁력 있거나 과소평가된 실질환율과 매우 큰 양의 상관관계를 보인다(Prasad, Rajan, and Subramanian(2007) 등). 경상흑자와 높은 외환보유고는 경쟁력 있는 RER 덕분이라는 가설이 최근 많은 지지를 받고 있다. RER과 경제성장 간의 관계에 대한 최근 일련의 연구결과도 이러한 시각을 뒷받침하고 있다.



Razin & Collins(1997) 등의 초기연구에 따르면, 1975년부터 1992년까지 92개 국가의 샘플로 미뤄볼 때, 경쟁력 있는(또는 과소평가된) 실질환율이 고도성장의 주된 요인이다. Aquirre & Calderon(2005)은 다이내믹 패널 데이터 분석기법(dynamic panel data techniques)을 이용하여 1965년부터 2003년까지 60개 국가의 자료를 분석한 결과 적절하게 저평가된 실질환율이 경제성장을 촉진하는 것으로 밝혀냈다. Rodrik(2008)은 1950년부터 2004년까지의 184개국의 패널 데이터를 이용한 최근 연구에서 위의 두 요인이 양의 상관관계를 가지는 것을 발견하였다. 이 연구에서 추정된 상관계수는 모든 기간에 걸쳐 통계적으로 유의하였으며, 이를 통해 특정기간에만 이러한 양의 상관관계가 존재한다는 일부의 견해를 일축했다. Rodrik은 two-stage panel growth regression을 이용하여 경쟁력 있는 실질환율은 산업경제활동의 성장과 관련되어 있으며, 이 부분의 확장은 전체 경제성장과 밀접하게 양의 상관관계를 보이는 것을 밝혀냈다. 이 연구결과에 따르면, 실질환율은 교역제를 생산하는 산업 활동의 확장을 통해서 경제성장에 최소한 부분적으로라도 영향을 미친다. 이러한 결과는 역인과문제(reverse causation problems)로 부터도 자유롭기에 매우 중요하다고 하겠다. 즉, 개별기업수준에서 볼 때, 실질환율은 일종의 외생변수로 해석될 수 있으며, 이는 국가 간 분석에서는 불가능하다. Eichengreen(2007)도 비슷한 목적으로 1985년부터 2003년에 걸친 28개 산업, 40개 신흥시장샘플을 바탕으로 저평가된 실질환율과 산업고용의 성장 간에 양의 상관관계가 있음을 밝혀냈다. Bhalla(2008), Gala(2007), Hausman, Pritchett & Rodrik(2005), Prasad, Rajan, Subramanian(2007) 등도 저평가된 RER과 경제성장률 간의 관계에 관한 비슷한 결과를 도출한 바 있다.

지금까지 살펴본 바에 따르면, 경상수지 흑자와 높은 외환보유고를 통해서 국제금융시장에 참여하는 방법은 외부위험과 불안정성을 감소시키고 실질환율에 영향력을 행사하는 등의 수단을 통해서 경제성장에 일조한다. 이러한 견해는 학계와 정책입안자들 사이에 이미 널리 알려진 바이다. 다만, 어떤 경로를 통해서 실질환율이 경제성장을 촉진하는지의 논쟁만이 진행 중이다.

거시경제적 관점에서 보았을 때, 개발도상국의 경제성장이 공급부문과 수요부문 중 어느 쪽 때문인지가 가장 중요한 논점이다. Solow(1956) 등 신고전학파의 성장모델에 뿌리를 둔 기존의 견해는 경제성장률을 강화하기 위해서는 저축률을 제고하여야 하며, 이를 통해서 더 높은 수준의 투자와 자본축적에

도달할 수 있다고 한다. 이상적으로 보았을 때, 개방경제는 저축의 근원이 국내이건 해외이건 중요하게 생각하지 않는다. 더불어, 만일 신고전학파의 생산함수가 현실경제를 적절하게 묘사하고 있다면, 자본노동비율이 높은 부국의 저축이 자본노동비율이 낮은 빈국으로 움직여야 한다. 하지만 실증연구에 따르면, 이러한 예상은 빗나갔다. 이러한 역설(Lucas, 1990)에 대한 가장 일반적인 설명은 국내, 국제자금시장의 다중불완전성의 존재이다. 앞서 언급한 바와 같이, 국제자본시장의 불완전성 때문에 개발도상국으로의 자본유입은 불안정하며 언제든지 중단될 수 있다고 알려져 있다. 이와 유사하게, 충분히 발달하지 못한 국내금융시장은 해외저축을 증개하고 생산적인 용도로 자본을 공급하는 업무를 적절하게 수행하지 못한다. 만일 이러한 전제가 충분히 합리적이라면, 공급제약을 옹호하는 견해는 국내저축이 높은 국가의 경제성장률이 높을 것이라고 기대할 것이다. 이와 관련된 문제 중 하나는 더 경쟁력 있는 실질환율이 더 높은 국내저축률로 이어진다는 점이다.

Levi Yeyati & Sturzenegger(2007)는 이미 잘 알려진 표준 칼레키안 구조모형(standard Kalekian structuralist model)의 결과에 따라서 평가절하의 재분배효과를 지적한다. 좀 더 경쟁력 있는 실질환율로의 이행은 실질임금의 감소를 통한 노동자로부터 기업으로의 소득이전을 의미한다. 자본조달에 제약이 있는 기업들로 이루어진 경제에서는 높은 저축률, 자본축적, 경제성장을 수반하게 된다.

Doodley, Folkerts-Landau & Gaber(2004a & 2004b)는 최근 중국의 경험에 영감을 얻어 또 다른 경로를 제안한 바 있다. 저평가된 실질환율은 수입에 비해 수출을 보조하는 것을 의미하며, 이를 통해서 국내저축률을 제고하고 경상흑자를 창출하게 된다. 수지 균형을 맞추기 위해서 국내이자율을 높여야 한다. 위축된 금융상황을 수반하는 경제에서 정부는 자금흡수와 저축률 제고를 위해서 국내이자율을 조정할 수 있다. 이를 통하여 경상흑자와 외환보유고를 제고하고, 이는 FDI의 유입과 높은 경제성장률의 유지로 이어진다.

이론의 타당성 여부와 무관하게 실질환율과 저축 간의 관계와 관련된 실증연구에 기반한 근거는 부족한 형편이다. Montiel & Serven(2008)은 1975~2005년 간 94개국의 자료를 바탕으로 두 변수 간의 상관관계를 연구한 바 있다. 실질환율의 추정치로서 Penn World Table에서 얻은 로그 GDP 디플레이터(log GDP deflator)를 이용한 상관관계분석에 따르면, 높은 저축률은 고평가된 실질환율과

강한 상관관계를 지닌 것으로 밝혀졌다. 그러나 일인당국민소득을 통제한 분석에서는 이와 반대로 높은 저축률이 저평가된 실질환율과 양의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 그러나 상관계수가 매우 작았으며, 30년이 아닌 10년간의 자료에서만 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 저자는 “저축은 실질환율이 경제성장에 작용하는 메커니즘과 다른 메커니즘을 지닌 것”으로 결론 낸 바 있다.

수요제한설의 지지자들은 효과적인 수요가 실업자가 존재하는 경제의 성장에 있어서 가장 중요한 요소라는 케인즈의 견해에서 영감을 얻는다. 개방경제에서 경쟁력 있는 실질환율은 수출과 수입대체수요 증대를 이끌며 추가적인 소득과 국내생산에 대한 추가적인 수요를 창출한다. 생산이 증대된 세계는 더 높은 투자와 성장으로 이어진다. 부수적으로 이는 Kaldor-Verdoorn 법칙 (Frenkel & Taylor, 2007)이라고 알려진 바와 같이, 총수요증가는 노동생산성을 제고한다. 더 나아가, 케인즈의 프레임워크 속에서 실질환율의 저평가가 높은 저축률, 투자율과 수지 개선을 유도함을 증명하는 것은 어렵지 않은 일이다. 이러한 결과는 정형화된 사실에 정확히 들어맞는다.

폐쇄경제에서는 개방경제와는 다른 방식으로 총수요가 증가한다. 이러한 차이는 외환부족으로 경제성장에 제약을 경험한 여러 사례를 통해 잘 알려져 있다. 이것이 바로 수출주도형 성장전략의 핵심이다. 수요확대는 외부제약의 감경과 동시에 이루어진다. John Williamson(2003, 2006)과 같은 수출주도형 성장론자는 외환부족을 극복하기 위한 발전전략의 핵심요소로 경쟁력 있는 실질환율을 오랜 기간 지적해 왔다.<sup>4)</sup> 흥미롭게도, 수지 균형 제약을 주장하는 케인즈학파는 경쟁력 있는 실질환율이 외부제약을 완화하는데 기여할 수 있다는 점을 인정하려 들지 않았다. 이러한 결론의 핵심가정은 수출입의 소득탄력성이 장기적으로 고정되어 있다는 것이다(Thirwall, 1979). 이 가정은 균형상태로부터 실질환율이 비교적 장기간 괴리되기에는 너무 엄격한 것이 사실이다. Barbosa-Filho(2006)는 실질환율의 변화에 따라 교역의 탄력성이 변할 수 있게 함으로써 가정에 합리성을 보완했으며, 표준모델에서 제시된 수지 제약은 더 이상 불변이 아니게 되어 버렸다.

Levi Yeyati & Sturzenegger(2007)는 경쟁력 있는 실질환율과 경제성장 간의

4) 이와 관련하여서는 Bella Ballasa(1971), Carlos Díaz Alejandro(1975), UNCTAD(2008)도 중요한 저작이다.

양의 상관관계를 설명하는데 수출증대와 수입대체가 중요한 설명변수라는 점에 대해 회의적이다.

교역재의 생산과 관련하여 양의 외부효과가 존재한다는 점이 세 번째 논점이다. 여러 가지 논의가 가능하겠으나, 일시적인 실질환율의 저평가가 표준적인 개인 대 공공이익의 딜레마를 해결하는데 중요한 역할을 한다는 점은 부인하기 어려운 것이다. 이윤폭이 클수록 교역재를 생산하는 기업은 투자의 유인을 갖게 된다. 자본축적과 생산성향상은 양의 외부효과를 가져온다. 만일 이러한 과정이 충분히 길게 유지된다면, 교역재 생산부문은 최초의 상대가격에서 이윤을 낼 수 있는 수준의 생산성을 달성할 수 있을 것이다. 이런 종류의 사고는 발전경제학에서 그 전통을 찾을 수 있다. 예를 들어서, 유지산업을 보호하기위한 경쟁력 있는 실질환율의 유지는 이런 맥락에서 이해될 수 있다. 화란병도 이와 유사한 논리로 설명되나, 다만 화란병은 실질환율의 고평가와 교역재 부문의 침체로 이와는 반대의 경우일 따름이다.<sup>5)</sup> Rodrik(2008)은 이 세 번째 맥락의 대표적인 예이다. Rodrik은 경쟁력 있는 실질환율이 교역재를 생산하는 기업이 양의 외부효과를 독점할 수 있도록 하고, 이에 따른 시장의 실패를 보상하는 차선의 정책으로 작용할 수 있음을 보여준 바 있다. 그러나 그의 설명에 따르면, 이러한 시장의 실패가 왜 비교역재 부문보다 교역재 부문의 활동에 더 큰 영향을 미치는지는 분명하지 않다. 아마도 Rodrik과 이러한 전통의 지지자들에게 더 어려운 문제는 실증연구들이 교역재 생산과 관련된 활동의 양의 외부효과 존재를 실측하는데 곤란을 겪고 있다는 사실일 것이다(Eichengreen, 2007).

경상수지 흑자와 외환보유고가 실질환율을 좀 더 경쟁적인 수준으로 유지시킴으로써 경제성장을 촉진한다는 사실을 확인하는 수준에서 이 장을 마치고자 한다. 그러나 우리는 실질환율과 경제성장 간의 연관이 어떻게 작용하는지 그 경로를 밝히는데 더 많은 연구가 필요함을 주지해야 한다.

5) 이와 같은 특성을 지닌 화란병(Dutch disease) 모델은 대차정부하의 영국(Krugman, 1987), 1990년대의 라틴아메리카(Ros & Skott, 1998) 등지의 산업부문 경쟁력 저하를 설명하는데 사용되었다.

#### IV. 유보된 개혁의제의 확장

지금까지 보아온 증거들을 고려할 때, 상당수의 개발도상국이 경상수지 흑자, 튼튼한 재정, 높은 경제성장률을 시현하고 있는 작금의 현황은 역사적 패턴의 놀라운 변화로 볼 수 있다. 최근 들어 좀 더 많은 개발도상국들이 경상수지 흑자와 높은 경제성장률을 시현하고 있다. 몇몇의 경우에 이러한 결과들은 경쟁적 실질환율의 관리를 통해 성장을 가속화하는 정책 덕분이다. 물론, 이러한 실질환율은 동시에 높은 경제성장률, 경상수지 흑자, 외환보유고 증대를 야기한다. 다른 경우에 이러한 결과들은 낮은 국제이자율, 미국 경제의 확장, 1차산물가격의 상승과 같은 외생변수로부터 기인하기도 한다. 그러나 많은 국가에서 경제성장의 결과물이 국내 정책에 기여할 수 없는 경우조차도 정책들은 잉여의 증대를 목표로 시행되었다. 따라서 여러 개발도상국이 추종하고 있는 최근의 패턴은 위에서 언급된 연구에서 지적한 정책의 교훈에 대한 사후적 확인이라고 볼 수 있다.

개별국가수준에서의 새로운 패턴을 뛰어 넘어 최근 국면의 중요한 특징은 국제금융체제와 신흥시장경제국 전체의 새로운 관계 정립의 긍정적 효과이다. 최소한 새로운 관계 정립은 2000년대 초반까지 금융국제화가 보여주었던 대부분의 부정적인 측면을 유의미하게 경감시켰다.

국제금융기구는 아직 국제금융시스템의 재구조화로 인한 개발도상국의 이득을 인지하지 못하고 있다. 공식 입장에 따르면, IMF는 금융의 강화와 성장이라는 새로운 맥락에서 별다른 긍정적 측면을 찾지 못하는 것 같다. 예를 들어, 각 기관들은 여전히 공식적으로 인플레이션 타겟팅과 변동환율제에 기반한 거시정책을 추천하고 있다. 최근 변동환율제는 환율의 평가절상을 가져왔고, 외환보유고 확대를 방해하였다. 결과적으로 경상수지 흑자와 경제성장률의 감소를 야기하였다.

이는 유보중인 국제금융체제의 제도개혁이 확대되어야 함을 의미한다. 유보중인 아젠다는 전체 금융국제화 기간 중 최초 30년간의 가장 명백한 실패만을 고려하고 있다. 아젠다는 불안정성이 개발도상국에 있어서 가장 중요한 부정적 특징이기에 체제의 안정을 제고하고, 관리하고, 위험을 방지할 수 있는 능력을 갖추는 것을 골자로 하고 있다. 이 아젠다는 여전히 유효하며, 일차상품가격의 급락과 같은 현재의 재구조화 속에서 급격한 변화를 소화하는데 긍정적 효과가

있음이 분명하다. 그러나 현재 불안정성은 더 이상 개발도상국의 가장 큰 위협요소는 아닌 것 같다.

최근 국제시스템 발전의 중요한 교훈은 개발도상국의 수출에 대한 시장의 중요한 역할에 있다. 금융세계화의 경험은 자본유입과 해외저축이 결코 수출을 통한 성장을 대체할 수 없음을 알려준다. 따라서 개발도상국에 대한 국제금융체제의 안정적 작용을 목표로 한 제도개혁과 더불어서, 이들 국가는 새로운 역학구조의 긍정적 특징들을 확고하게 하기위한 좀 더 근원적인 개혁을 요구해야 한다. 예를 들어서, 개발도상국들은 그들이 수출을 근간으로 한 고성장 경로를 따를 수 있도록 보장하는 실질환율과 환율정책에 관한 국제협약을 주창해야 한다.<sup>6)</sup>

이런 종류의 근본적인 개혁은 결코 쉬운 일이 아닐 것이다. 이런 주장을 기반으로 한 국제무대에서의 활동은 개발도상국들이 국제금융기구 내에서 더 이상 가지고 있지 못한 비중과 목소리를 다시 찾아야 한다는 브레튼 우즈 정신의 부활과 직결되어 있다. 그러나 천릿길도 한 걸음부터이다. 이 경우 첫걸음은 역사에서 얻은 금융세계화와 개발도상국 및 선진국 모두를 아우르는 외환협약의 긍정적 효과에 대한 교훈들을 확고하게 인식하는 것일 것이다.

(심용주 번역)

---

6) John Williamson(2006)은 최근에 실질환율에 대한 국제협약의 시행을 제안한 바 있다.