



국제환율제도 논의 동향과 향후 전망

왕윤종

대외경제정책연구원 국제거시금융실장

금본위제도 이후 최근까지 국제환율제도의 변천 과정은 국제금융질서의 안정을 가져다 줌으로써 각국의 안정적인 거시경제 여건을 조성할 수 있는 환율제도가 무엇인가라는 질문에 대한 해답을 찾는 과정이었다고 볼 수 있다.

환율은 국가간 상대적 통화 가치로 정의되며, 이러한 가격변수의 급격한 변동은 안정적인 교역 및 자본거래를 위축시킬 수 있다. 특히 각국이 환율을 조작하여 인위적으로 평가절하시킴으로써, 이러한 경쟁적 평가절하의 폐해가 양차 세계대전 기간 국제교역질서의 혼란을 가져왔다는 점은 주지의 사실이다. 이에 제2차 세계대전을 마감하면서 미국을 중심으로 달러 본위의 고정환율제도를 채택하였고, 동 브레튼우즈체제는 1970년대 초반까지 국제교역의 신장과 세계경제 성장을 가져다 주었다.

1970년대 미국을 필두로 주요 선진국들의 환율제도는 변동환율제도로 이행하였고, 개도국들도 국제금융시장과의 통합이 진전됨에 따라 고정환율제도로부터 이탈하는 현상이 나타났다. 그러나 1992년 유럽의 유럽환율조정체계(ERM : Exchange Rate Mechanism) 붕괴, 1994~95년 멕시코 페소화 위기 그리고 1997년 아시아 금융위기로 이어지는 외환·금융 위기는 국제환율제도의 개편에 대한 관심을 새롭게 고조시켰다. 특히 동아시아 외환위기가 경직적 환율제도에

그 원인이 있다는 지적과 함께 바람직한 신흥시장국가의 환율제도에 대한 논의가 활발하게 진행되고 있다.

아시아금융위기 이후 신흥시장국가의 환율제도에 대한 논의 활발

미 재무부의 입장은 기본적으로 환율의 시장기능을 강조하면서 변동환율제도를 지지하고 있으나, 환율변동에 대한 불안감을 갖고 있는 신흥시장국가에 대해서는 안정적인 국제기축통화에 자국통화를 고정시킴으로써 대외신인도를 확보하는 통화위원회제도를 아울러 대안으로 제시하고 있다. 서머스 미 재무장관은 극단적인 변동환율제도와 고정환율제도의 중간 형태(inter-mediate type)는 환투기에 노출될 가능성이 높다고 지적하면서, 이러한 경우에 외환위기를 경험하고 있는 국가에 대해서 국제기구의 지원이 이루어져서는 안된다고 최근 상원외교위원회(99. 11. 15)에서 증언한 바 있다.

물론 미국의 모퉁이 해법(corner solutions)에 대한 거부감도 만만치 않다. 유럽의 프랑스·독일 등과 일본은 달러·유로·엔 등 주요 기축통화간의 안정적인 환율운용을 위해 목표환율대(target zone)를 도입하자고 주장하였고, G7 회의에서 논의된 바도 있다. 그러나 미국은 기축

통화로서의 달러 입지가 약화될 것을 우려하여 강력히 반대하였고, 유럽중앙은행(ECB)도 이에 동조함으로써 사실상 주요 기축통화간 목표환율대의 도입은 무산되었다.

이후 1999년 6월 G7 보고서를 보면 최근 환율제도에 대한 논의는 주로 신흥시장국가의 환율제도 및 운용에 초점이 맞추어지고 있다. 동 보고서에서는 신흥시장국가의 잘못된 환율제도의 선택은 자국의 경제위기뿐만 아니라, 전염효과를 통해 여타 국가로 파급된다는 점에서 경직적 환율제도 운용의 문제점을 지적하였다. 다만 신흥시장국가에 적합한 환율제도는 일률적으로 정의될 수 없으며, 각국의 경제상황 특히 국제금융시장과의 통합정도에 크게 의존한다는 입장을 피력하고 있다.

신흥시장국가의 환율제도, 국제금융시장과의 통합 정도에 크게 의존

IMF를 비롯하여 폴 크루그만 등 경제학자들

〈표〉 IMF 분류에 따른 각국의 환율제도

	달러라이제이션	통화위원회 제도	고정환율 제도	환율밴드 제도	크로울링 페그제도	크로울링 밴드제도	관리변동 환율제도	완전변동 환율제도
1999년 1월 1일 기준	파나마, 도미니카 및 유로지역국가 등	아르헨티나, 불가리아, 홍콩 등	중국, 이집트, 엘살바도르, 이란 등	덴마크, 베트남, 크로아티아, 사우디 등	볼리비아, 터키, 니카라과 등	온두라스, 헝가리, 이스라엘, 콜롬비아 등	이디오피아, 크로아티아, 싱가포르 등	한국, 영국, 캐나다, 미국, 일본 등
	총 37개국	총 8개국	총 39개국	총 12개국	총 6개국	총 10개국	총 26개국	총 47개국
1999년 9월 30일 기준	파나마, 도미니카 및 유로지역국가 등	아르헨티나, 불가리아, 홍콩 등	중국, 이집트, 엘살바도르, 이란 등	덴마크, 베트남 등	볼리비아, 터키, 니카라과 등	온두라스, 헝가리, 이스라엘 등	이디오피아, 크로아티아, 싱가포르 등	한국, 영국, 캐나다, 미국, 일본 등
	총 37개국	총 8개국	총 44개국	총 7개국	총 5개국	총 7개국	총 26개국	총 51개국

註: 달러라이제이션은 자국통화로서 달러를 사용하는 경우뿐만 아니라 기타 다른 기축통화를 사용하는 것도 포함함.

자료: IMF, *International Financial Statistics*, 1999. 5월 및 12월

국제금융시장과의 통합이 진행될수록 변동환율제도로 이행하는 국가의 수가 증가할 것으로 예상된다. 어떤 특정 환율제도를 선택하든지 국내 금융시스템이 건전한 국가의 경우에는 거시경제정책의 일관성이 유지되는 한 외환위기로부터 상당히 자유로울 수 있을 것이다.

의 일관된 입장을 보면 거시경제의 안정을 포기하면서까지 환율안정을 도모하는 것은 바람직하지 않다는 입장을 표명하고 있다. 즉 통화정책의 유효성을 지지하는 크루그만의 경우, 경기침체기에는 확대통화정책을, 경기활황기에는 긴축통화정책을 펼쳐야 하는데 이러한 정책의 선택은 고정 또는 준고정환율제도와 양립할 수 없다는 입장을 견지하고 있다.

그는 브라질과 아르헨티나의 예를 들면서 브라질의 경우 악성 초인플레이션의 경험을 갖고 있음에도 불구하고, 레알화의 평가절하가 오히려 금융시장의 안정을 가져왔으며 성장도 회복되고 있다고 평가하고 있다. 반면에 아르헨티나는 환

율안정을 위해 달러화에 고정시킨 고정환율제도를 유지함으로써 남미 국가 중 경제적으로 가장 어려움에 처해 있다고 지적하면서, 아르헨티나의 선택은 달러화(Dollarization)가 아니라 호주와 같은 변동환율제도로의 복귀라고 강조하고 있다.

특히 아르헨티나와 브라질과 같은 자원집약적 산업구조를 갖고 있는 나라가 전혀 경제구조가 다른 미국에 통화주권을 포기하는 것은 경제적으로 합리적 근거를 찾아 보기 힘들다고 주장하고 있다. 이러한 논리는 비록 산업구조는 다르지만 홍콩의 경우에도 적용될 수 있을 것이다. 아시아에서 국제금융센터로 기능하고 있는 싱가포르의 경우 변동환율제도를 운용하면서도 대외신인도를 유지하고 있다는 점에서 홍콩이 달러에 고정시킨 통화위원회제도를 유지하는 것은 논리적 타당성이 미약하다.

변동환율제도로 이행하는 국가 증가할 듯

그렇다면 과연 어떤 환율제도가 바람직한가? 그 해답을 찾기 위해서는 향후에도 많은 국제경제학자들의 탐구가 지속적으로 진행되어야 할 것이다. 그러나 현 시점에서 분명한 사실은 국제금융시장과의 통합이 진행될수록 변동환율제도로 이행하는 국가의 수가 증가할 것이라는 점이다.

또한 중요한 사실은 국내 금융시스템이 건전한 국가의 경우에는 어떤 특정 환율제도를 선택하든지 거시경제정책의 일관성이 유지되는 한 외환위기로부터 상당히 자유로울 수 있을 것이라는 점이다.

실제로 브라질의 레알화 평가절하에도 불구하고 브라질의 외환위기가 극심한 경기둔화로 치달지 않은 것은, 브라질의 대외채무는 민간부채의 규모가 작을 뿐만 아니라 대외부채의 통화불

사실상 어느 국가에나 적용되는 이상적인 환율제도는 없으며, 환율제도의 선택은 외환위기의 강도를 완화하는 하나의 필요조건에 불과할 뿐이다. 보다 중요한 것은 국내 금융시스템의 건전성 확보, 대외부채의 효과적 관리, 일관성 있는 거시경제정책의 운용이다.

일치 문제도 심각하지 않았기 때문이다. 이와는 반대로 아르헨티나는 고정환율제도하에서 헤지(hedge)되지 않은 달러표시 부채가 많다는 점에서 통화위원회제도의 포기는 현실적으로 아시아 금융위기와 유사한 사태를 촉발할 가능성이 있다.

1990년대 외환위기의 교훈은, 환율안정성을 유지하려는 일련의 정책이 민간경제주체들로 하여금 환위험 헤징에 대한 유인을 감소시킴으로써 오히려 외환위기를 심화시킬 수 있다는 역설에서 찾을 수 있다. 따라서 고정환율제도에서 변동환율제도로 이행하는 신흥시장국가의 경우 환위험 헤징수단의 적극적인 개발을 통해 환위험을 적절히 해소하는 정책이 병행되어야 할 것이다.

한편 유로화의 출범 이후 유럽지역뿐만 아니라 아시아·중남미 지역 등에서도 지역통화협력의 가능성에 대한 논의가 점진적으로 활성화되고 있다. 체제전환국을 포함하여 유로화 참여를 희망하는 유럽국가들은 강력한 수렴조건을 충족하여야만 유로권에 가입할 수 있다는 측면에서 역내 경기변동의 동조화 현상이 강화될 것이다.

그러나 이러한 단일통화의 추진은 경제적 효과에 대한 기대에 의한 것이라기보다는 사실상 정치적 프로젝트라는 점을 인식해야 할 것이다. 통화통합은 통화주권의 포기, 다시 말하면 거시경제정책의 중요한 수단인 통화정책을 포기하는 것을 의미한다는 점에서 이해의 조화(harmonization of interests)라는 정치적 동기가 크게 작용한다.

따라서 여타 지역에서 추진되는 통화통합도 단 순히 경제적 이익에 의해 고려되기보다는 고도의 경제통합이라는 정치적 결단이 전제되어야 할 것이다. 이런 측면에서 ASEAN 국가들간의 통화 통합 그리고 동아시아 국가들간의 통화통합 등은 단기적으로는 실현가능성이 극히 희박하다고 할 수 있다. 따라서 21세기의 동아시아 중장기 프로젝트로서 검토의 필요성은 있지만 논의에 있어서 신중을 기해야 할 것이다.

각국 환율제도의 운영경험에 비추어 볼 때 환율제도의 평균수명이 불과 10개월에 불과하였다. 이러한 사실은 바람직한 환율제도의 선택은 수많은 시행착오의 결과일 수도 있다는 점을 시사한다. 사실상 어느 국가에나 적용되는 이상적인 환율제도는 없으며, IMF의 환율제도 분류표 상에 나와 있는 국가의 분포가 보여주 듯이 환율

제도는 수없이 다양하다.

아시아 외환위기의 경험이 시사하는 것은 환율 제도 자체의 문제보다는 환율을 인위적으로 고정 시키려는 정부의 정책이 민간경제주체들로 하여금 잘못된 유인체계를 가져와, 환위험을 충분히 헤지하지 못하는 과오를 범하게 했다는 점이다. 만약 우리나라 금융기관과 기업이 대외채무의 만기불일치와 통화불일치의 문제에 주의를 기울였다면 태국·인도네시아로부터 전염된 외환위기는 가볍게 스쳐지나갈 수도 있었을 것이다.

환율제도의 선택은 외환위기의 강도를 완화하는 하나의 필요조건에 불과할 뿐이며, 보다 중요한 것은 국내 금융시스템의 건전성 확보, 대외부채의 효과적 관리, 일관성 있는 거시경제정책의 운용이라는 점을 명심해야 할 것이다. ■

경제상식

다시 생각해 봅시다

투자는 소비보다 바람직하다

저축 및 투자는 현재의 소비를 포기하는 대신 생산 능력을 확장시켜 미래의 성장을 촉진시키는 역할을 한다. 이와 같은 성장 촉진의 궁극적인 목적 또한 미래의 소비생활을 보다 윤택하게 하고자 하는 것이다.

우리 경제의 경우 투자의 '量'이 부족하였다기보다 오히려 파다하였던 측면이 있었던 반면, 투자의 '質' (혹은 효율성)이 크게 저하됨으로써 부실채권이 누적 되고 경제위기가 발발하였음에 유의해야 할 것이다.

지식수준 및 경영기법 등 제약조건을 개선시키지 않고서는 한 나라의 경제가 '효율적인 투자'를 지속적으로 유지하기는 어렵다. 즉 이와 같은 제약조건을 개선함이 없이 투자의 양만을 인위적으로 증가시키는 정책은 결국 부실채권의 누적만 초래한다.

비효율적인 투자를 증대시키기 위해서 여러 가지 인위적인 수단을 동원하거나 정부가 금리인하 등 지원책을 강구하는 것은 금융시장의 불안을 야기하는 부작용 이외에도, 자원의 효율적인 배분이라는 가장

기본적인 조건에 비추어 볼 때 소비증대보다 바람직 하지 않다. 또한 (경상수지 흑자 = 국내저축-국내 투자)라는 항등식을 고려할 때, 경상수지 흑자 확대 와 투자확대를 동시에 추구하는 것은 상호 모순된 정책일 가능성을 배제할 수 없다.

따라서 중기적으로 절약만을 앞세우는 것보다는 소비와 투자의 적절한 균형을 유지하면서 투자의 효율성을 증대시키는 것이 바람직한 정책기조라고 할 수 있다.

저축률 및 투자율이 아직도 30%에 달하는 일본이 장기침체에 있는 반면, 20%를 크게 하회하는 미국은 효율적인 투자를 통하여 장기간 호황을 지속하고 있음을 상기할 필요가 있다.

아울러 투자효율의 증대를 위해서는 금융기관 등 자본시장의 발전이 필수적이며, 투자가 스스로 투자의 결과에 대하여 명확히 책임질 수 있도록 법적·관례적 사회풍토가 뒷받침되어야 할 것이다.