



# 멕시코 금융 위기와 개도국 환율 정책의 문제점

최근 멕시코 페소화의 폭락은 개도국 금융 시장에서 국제 투자 자금의  
철수를 야기하고 있다. 이처럼 국제 금융 시장의 위기를  
초래한 개도국의 전반적 환율 정책의 문제점은 곧 우리나라 정책의  
시시점이 된다. 향후 우리나라는 독자 재정, 인플레이 억제에 의한 금리의  
하향 안정화와 국내 자본의 해외 유출 규제 완화를 통해 환율 안정을  
추구하는 데에 정책의 목표를 두어야 할 것이다.

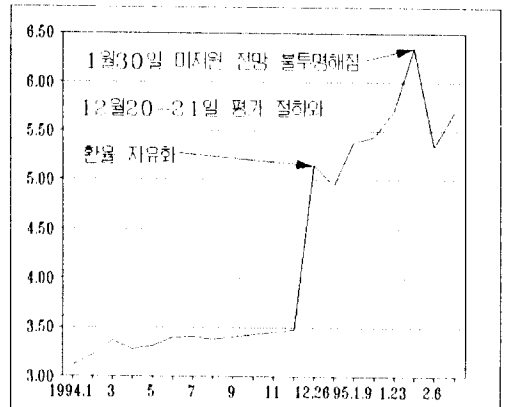
전상준 / 현대경제사회연구원, 국제경제학(經博)

## ■ 멕시코의 금융 위기

최근 멕시코 페소화의 가치가 폭락하면서 그  
여파로 중남미, 아시아 및 유럽의 금융 시장에  
연쇄적인 혼란을 초래하였다. 페소화 환율은 작  
년 12월 19일 달러당 3.47 페소에서 올해 2월 16  
일에 6.08 페소로 약 3 개월 동안에 75%나 폭락  
하였다. 멕시코 페소화의 폭락은 멕시코, 아르  
헨티나, 브라질 등 중남미 국가들뿐만 아니라  
한국을 비롯 홍콩, 싱가포르, 대만, 태국 등 아  
시아 개도국 증시에서도 주가 폭락을 야기했다.

페소화의 폭락이 중남미 및 아시아의 개도국  
금융 시장에 연쇄적으로 과급되어 혼란을 초래  
한 것은 국제 투자자들이 다른 개도국들도 외  
채와 경상수지 적자 규모 등에서 유사한 위험

<그림 1> 페소/달러 환율의 최근 변동 추이



성이 있다고 생각해서 미국, 독일, 일본 등 안  
정된 선진국 금융 시장으로 투자 자금을 이전  
해왔기 때문이다.

상당수의 국제 금융 전문가들은 멕시코 이후  
에 아르헨티나, 브라질, 러시아, 헝가리, 필리핀,



심지어는 태국과 홍콩에서도 금융 위기의 가능성이 크다고 진단하고 있다.

### 멕시코 금융 위기의 원인

멕시코 폐소화 폭락의 원인은 표면적으로는 멕시코 정부가 작년 12월 20일에 단행한 폐소화의 15% 평가 절하 및 동월 21일의 환율 자유화 조치가 직접적인 도화선이 되었다. 그러나 근본적으로는 인플레이 억제와 외자 유치를 위해 정책적으로 과대 평가된 폐소화 때문에 경상수지 적자(94년에 280억 달러 추정, GDP의 8%)가 누적되어 왔고, 주로 단기 투기성 자금(총외채의 40% 이상)으로 구성된 거액의 외채(94년말 현재 1,408억 달러 추정, GDP의 39%)로 인해 멕시코의 경제 구조가 취약한 데 있다. 그 밖에 지속적인 政情 불안, 94년 이래 美聯準(FRB)의 7차례 금리 인상으로 인해 외국 투자자의 단기 투기성 자금이 美금융 시장으로 유출된 것도 원인으로 작용하였다.

### 멕시코 금융 위기의 시사점

우리나라의 경제 구조는 경제성장률, 인플레이션, 국내총생산(GDP) 대비 경상수지 적자 및 외채 비율 등에서 멕시코에 비해 매우 견실한 편이다.

그러나 급격한 금융 시장 개방으로 인한 단기 투기성 외자인 핫머니의 유입 증가(올해 50억 달러 이상 예상) 등에서 멕시코와 유사한 점도 있어, 멕시코의 금융 위기는 우리에게 다음과 같은 몇 가지 중요한 정책적 시사점을 제공한다. 첫째, 핫머니의 유입을 줄이기 위해 외국인 주식투자 한도의 확대를 연기하고, 기업의 장기 상업 차관 도입을 확대 실시하며, 외국인 직접 투자를 촉진해야 한다. 둘째, 경상수지 적자의 축소를 위해서 부품·기계류 등 자본재의 국산화로 무역 적자를 줄이고, 저축률 증대로 외채 의존을 감소시키는 정책의 추진이 필요하다. 셋째, 우리의 외환 보유고가 94년말 현재 257억 달러로, IMF가 권장하는 적정 수준(월평균 경상 지급액의 3 배)인 288억 달러에

<표 1> 멕시코와 한국의 주요 경제 지표 비교

(%, 억 달러)

	1991		1992		1993		1994	
	멕시코	한국	멕시코	한국	멕시코	한국	멕시코	한국
GDP 성장률	3.6	9.1	2.8	5.1	0.4	5.5	2.6	8.3
소비자물가 상승률	22.7	9.3	15.5	6.2	9.8	4.8	6.9	5.6
경상수지	-149	-87	-248	-45	-234	4	-280	-47
경상수지적자/GDP	5.2	3.0	7.5	1.5	6.5	-0.1	7.7	1.3
총외채액	1,166	396	1,176	430	1,302	448	1,408	528
총외채/GDP	38.3	13.4	36.0	14.0	33.2	13.3	38.5	14.0
순외채/GDP	34.4	8.8	29.9	8.4	29.1	7.4	31.3	2.7

자료: WEFA, World Economic Outlook, 1994. 10.

미달하므로, 단기 투기성 외자의 유출에 대비하여 외환 보유고의 증액이 바람직하다.

멕시코 페소화의 폭락은 잘못된 환율 정책의 시행에서도 우리에게 他山之石이 된다. 즉, 외자 유입 촉진과 인플레이 억제를 위해 정책적으로 페소화의 과대 평가를 유지해 경상수지 적자와 외채가 누적되어 왔고, 외환 준비금의 고갈로 더 이상 페소화 가치 방어가 불가능하여 지자 긴축적인 금융·재정 정책의 보조없이 환율만을 급격히 자유화시켰던 것이다.

### ■ 최적 환율 제도의 선택

이하에서는 우리나라를 포함한 개도국 전체의 환율 제도 및 정책 선택의 문제점과 대안을 생각해 보고자 한다.

조정 가능 고정환율제도로 특징 지워지는 브레튼우즈 체제(Bretton Woods System)가 70년대 초반에 무너진 후 미국, 일본 등 주요 선진국들은 관리 변동환율제도로 이행하였다. 이와 함께 개도국들도 70년대와 80년대에 걸쳐 單一通貨連動制에서 벗어나 通貨群連動制<sup>1)</sup>와 변동환율제도로 이행하였다. 1976년에 환율을 단일 통화에 연동시킨 국가는 전체의 62.6%에서 1989년에는 38.2%로 감소한 반면 통화군에 연동시킨 국가는 23.4%에서 28.2%로 증가

했고 변동환율제를 채택한 국가도 14.0%에서 33.6%로 증가했다.

많은 개도국들이 고정환율제에서 변동환율제로 이행한 이유는 첫째, 국내 인플레이의 급등으로 인해 실질 환율이 절상되고 수출 경쟁력이 약화되어, 이를 해결하기 위해서는 자국 통화의 신속한 평가 절하가 필요했기 때문이다. 둘째, 선진국들의 변동환율제 채택으로 주요국 환율의 변동이 심화되어 자국 환율의 빈번한 조정이 필요해졌다. 셋째, 고정환율제 하에서 평가 절하를 단행하는데 대한 국제 사회에서의 정치적 오명을 피하기 위해서도 변동환율제는 중요한 수단이 되었다.

그렇다면 개도국이 채택할 수 있는 최적의 환율 제도는 어떤 것인가? 이 의문에 답하려면 우선 최적 환율 제도를 정의해야 한다.

최적 환율 제도는 실질 총생산, 물가 수준, 금리 등 주요 거시 경제 지표의 변동을 극소화하고 국제 수지의 균형을 이루어 거시 경제적 안정을 달성할 수 있는 환율 제도라고 정의할 수 있다.

결론부터 말하자면, 한 국가에게 최적의 환율 제도로서 고정환율제가 좋은지 변동환율제가 좋은지는 일률적으로 말할 수 없다. 일반적으로 완전한 고정환율제나 완전한 변동환율제의 양극단은 거시 안정화 정책에 부적절하다고 말할 수 있다. 최적의 환율 제도는 특정 국가의 경제 정책 목표, 경제 교란 요인(충격)의 원천 및 경제의 구조적 특성에 따라 달라지기 때문이다.

Friedman(1976), Johnson(1969), Turnovsky(1976) 등은 외국의 물가 수준 변동과 같은

1) 통화군 연동제란, 자국 통화의 대외 가치를 미달러 화 등 단일 통화에 연동시키는 단일 통화 연동제와는 달리, SDR (IMF의 특별인출권) 등 주요국 통화 집단의 가치에 연동시키는 환율 제도이다.

해외의 명목 충격에 대해서는 신속적인 환율 조정에 의해 국내 물가의 안정을 달성할 수 있는 변동환율제가 적합하다는 것을 증명했다.

Boyer(1978) 등은 국내의 경제 교란 요인이 금융 시장에서 나오는 통화 충격일 때는 고정 환율을 유지하는 것이 산출(국민 총생산) 안정에 더 효과적이고, 재화 시장에서 발생한 실질 충격일 경우에는 수입 수요를 증가, 혹은 감소 시킴에 의해 산출을 안정시키는 변동환율제가 더 유리하다고 한다.

이러한 이론적 연구 결과의 실제 시행에 있어서의 문제점은, 실물 경제에 끊임없이 영향을 주고 있는 갖가지 교란 요인의 원천을 구별하기가 현실적으로 매우 힘들다는 데 있다.

### 환율 제도와 물가 안정

정부는 최근 물가 안정을 위해 환율 절상을 용인할 방침임을 천명하고 있다. 또한 과거에 멕시코 정부의 환율 절상 용인 정책도 물가 안정을 주요 목표로 삼았기 때문에, 이제 환율 제도와 인플레이 사이에는 어떤 관계가 있는지 고려해 볼 필요가 있다.

<표 2>의 자료에 의하면 1980년대에 변동환율제를 채택했던 개도국들의 인플레이율이 고정 환율제를 사용했던 개도국들보다 훨씬 높았다는 것을 알 수 있다.

그러나 이 통계치는 고정환율제가 인플레이를 억제하는 데 항상 더 효과적이란 것을 의미하

지는 않는다. 왜냐하면 전체적인 평균치와는 달리, 고정환율제를 채택했던 아프리카와 중동의 여러 국가들이 높은 인플레이율을 경험하여 평가 절하를 단행한 반면, 변동환율제하의 많은 아시아 국가들은 낮은 인플레이율을 기록하였기 때문이다.

<표 2> 개도국의 환율 제도에 따른 환율과 인플레이 변동 추세

		(%)		
		1982~85	1986~89	1982~89
고정 환율제	상대가격	4.2	-19.8	-15.6
	명목실효 환율	9.0	-35.6	-26.6
변동 환율제	실질실효 환율	4.7	-15.8	-11.1
	상대가격	-72.9	-101.8	-174.7
변동 환율제	명목실효 환율	-88.3	-123.4	-211.6
	실질실효 환율	-15.3	-21.6	-36.9

자료: IMF, *Exchange Rate Policy in Developing Countries*, 1991.

주: 선행로그 형태로 상대가격변동률 = 해외인플레이율 - 국내인플레이율, 실질실효환율 = 명목실효환율 - 상대가격변동률, 환율=외국통화/국내통화, 해외 인플레이율과 실효환율은 교역량을 가중치로 사용.

고정환율제 하에서 자국 통화 가치의 방어를 위해서는 국내 통화 공급량의 일정 부분이 외환 보유고에 의해 태환 보장이 되어야 한다. 따라서 외환 보유고가 일정 수준 이하로 감소하면 고정환율제의 유지가 불가능해 진다.

국내 통화 증가율이 통화 수요 증가율을 초과하게 되면, 인플레이에 의해 초래된 자국 통화 가치 하락을 방어하기 위해 외환 보유고가 감

소하므로, 이러한 상태가 영구히 지속될 수는 없다. 그러므로 고정환율제가 지속되려면 국내 통화 증가율이 해외 인플레이율, 실질 소득 성장을 및 통화 수요의 소득 탄력성에 의해 결정되는 통화 수요 증가율이라는 상한을 능가해서는 안된다. 고정환율제의 이 제한은 장기적인 통화 증가율에만 해당되는 것으로서 단기적으로는 통화 공급 증가율이 통화 수요 증가율을 능가할 수도 있다. 이러한 불균형 상태의 지속 기간은 실제의 외환 보유액이 환율 고정에 필요한 최소 외환 보유액보다 클수록 더 길어진다. 따라서 이 경우 고정환율제가 물가 안정에 도움을 주는 정도는 더 약해진다.

만약 정부가 해외 차입에 의해 외환 준비금을 보충할 수 있다면 국내 통화 증가율은 더욱 높아질 수 있다. 해외 차입의 가능성은 이론적으로, 정부의 예상된 미래 재정 흑자와 화폐 주조 수입의 현재 가치가 최소한 정부의 순부채 가치 이상이어야 한다는 지급 능력 조건(solvency condition)에 의해 결정된다. 지급 능력 조건은 고정환율제의 지속에는 긴축 재정에 의한 정부 재정 적자의 감소가 필수적이라는 것을 암시한다.

고정환율제도하의 물가 안정은 정부가 주기적인 평가 절하를 단행할 때 위협받게 된다. 왜냐하면 정부는 평가 절하로 인플레이를 유발하여 실질 부채를 감소시키려는 유혹을 받을 수 있기 때문이다. 실제로 많은 개도국들이 높은 인플레이율에도 불구하고 명목 환율이 고정되어 있어 대외 경쟁력의 약화를 경험하였다.

대외 경쟁력의 약화를 방지하기 위해서는 실질 환율이 균형 수준에 가깝게 유지될 수 있도록 명목 환율이 계속 조정되는 「實質 換率 規則」이 사용될 수 있다.

실질 환율 규칙은 관리 변동환율제도하에서, 실질 실효 환율 지수의 변동을 지표로 하여 중앙 은행이 외환 시장에 개입하여 실제의 실질 환율이 목표가 되는 균형 실질 환율에 가까워지도록 명목 환율을 조정하는 방식으로 시행될 수 있다. 그러나 Adams와 Gros(1986) 등에 의하면 통화 당국이 실질 환율 규칙에 따라 명목 환율을 조정할 경우 인플레이에 대한 통제력을 상실하기 쉽다. 특히 목표 실질 환율이 균형 수준보다 지나치게 절하된 수준에서 책정되면 수입 물가의 상승에 의해서 인플레이의 위험이 커진다.

실제로 균형 실질 환율을 산출하기가 어렵고<sup>2)</sup> 국내외 교란 요인이 빈번히 변동하기 때문에, 실질 환율 규칙을 시행한 여러 개도국들은 높은 인플레이를 경험한 경우가 많았다.

#### ■ 우리나라 환율 정책의 과제

최근 경상수지 적자의 확대에도 불구하고 외국인 주식투자 한도의 확대 등 급격한 자본시장 개방으로 외자 유입이 급증하여 원화의 절상 추세가 가속화되어 왔다. 이에 대해 정부는

2) 이 점은 최근 KDI와 KIET가 계산한 실질 실효 환율 지수가 서로 달라서 원화 가치가 각각 저평가, 고평가 되어 있다고 상반된 주장을 한 데에서도 드러나는 사실이다.

물가 안정과 환율의 가격 기능 제고를 위해 환율 절상을 허용할 방침인 것으로 알려져 있다. 외자 유입을 원화 절상으로 흡수하지 못할 경우 총통화 증가율이 목표치를 상회하여 물가가 크게 오를 가능성이 있기 때문이다.

그러나 원화 가치의 상승은 우리 기업의 수출 가격 경쟁력을 약화시켜 경상 수지의 적자를 악화시키므로 환율 절상의 속도를 늦출 필요가 있다. 우리나라의 경우 원화의 對美달러 환율이 작년에만 2.3% 절상된 데 이어 올해에는 3~5% 절상될 전망이다, 이는 GDP의 2.7~3.5%로 예상되는 외자 순수입(100~130억 달러)의 결과로서 너무나 급속한 환율 절상이 우려되고 있다. 원화 절상 속도를 늦추기 위해 한은이 빈번히 외환 시장에 개입해 원화를 매각해 달러를 매입하는 것은 외환 시장의 자유화 정책에 역행하고 통화량 증가를 통해 인플레이의 원인이 되므로 바람직하지 못하다.

그렇다면 외자 유입에 대처해서 환율을 안정화시키기 위한 효율적인 정책 조합에는 어떠한 것이 있는가?

첫째, 국내의 고금리는 해외 자본 유입의 유인이 되어 환율 절상을 초래하므로 국내의 금리차를 해소하기 위한 금리 안정화 정책이 필요하다.

이를 위해서는 우선 6% 가까이 되는 인플레이율을 선진국 수준인 3% 정도로 낮추어 명목 금리 상승 요인을 제거해야 한다. 인플레이의 억제를 위해서는 긴축 재정 정책과 같은 총수요 관리 정책 외에도 물류 체계의 개선 등으로 비용 감소를 유도하는 공급 측면에도 역점을 두어야 한다.

특히 흑자 재정 정책은 稅收를 통한 통화 흡수와 그에 따른 물가 안정뿐만 아니라 국채 발행의 감소를 통한 금리의 하향 안정화에 공헌하므로 환율 안정을 위해 중점적으로 시행되어야 한다. 태국의 경우, 자본 시장 개방에도 불구하고 흑자 재정 정책을 통해 금리 하락과 그에 따른 외자 유입의 감소로 환율의 급격한 절상없이 성공적인 경제 성장을 달성할 수 있었다. 태국은 개방 후 외자 순수입액이 GDP의 4%에 달했으나, 對美달러 환율은 85년부터 93년까지 단지 4.3% 절상되었다.

또한 금리 안정을 위해서는 종래의 총통화량 위주의 직접 규제 방식에서 공개 시장 조작 및 재할인을 정책의 활성화를 통한 통화의 간접 규제 방식으로의 신속한 전환이 필요하다.

이외에도 금리의 안정에는 국내 저축자에 의한 투자 자금의 풍부한 공급이 바람직하므로 국내 저축률을 높이기 위한 세제·금융상의 유인 정책도 요구된다.

둘째, 외자의 급속한 유입이 환율 절상 압력으로 이어지고 있으므로 국내에 들어온 외자를 다시 해외로 유출시키기 위한 정책의 적극적인 시행이 필요하다. 이를 위해서는 관련 규제를 과감히 철폐·완화하여, 기업의 해외 직접 투자와 기관 및 개인 투자자의 해외 증권 및 부동산 투자를 촉진하는 정책을 실시하여야 한다. 우리는 멕시코의 정책 실패를 교훈 삼아 효율적인 재정·금융·환율 정책의 배합으로 금융 위기없이 개방 경제 하에서의 안정 성장을 달성하는 지혜를 발휘해야 하겠다.♣