



국제 외환 시장 불안에 따른 국제통화제도의 개편 논의

최근 국제 외환 시장에서 미달러화의 폭락 사태는 현행 국제통화제도의 위기감과 그에 따른 개편 논의를 유발하고 있다. 이 개편 논의의 핵심인 환율 변동대는 주요국 환율이 일정한 변동폭 안에서만 변동하게 하자는 것이다. 이 제도가 도입될 경우 우리 정부는 IMF의 요청에 따라 금리를 조정해야 하는 등, 정책 운영의 선택폭이 크게 좁아질 것이다. 이에 대비해 우리는 금융 시장의 개방, 금리 및 물가 안정, 재정 적자 감소 등 기초적 경제 체질 강화에 힘써야 하겠다.

전상준 / 현대경제사회연구원, 국제경제학(經博)

최광석 / 현대경제사회연구원, 국제경제학

■ 국제통화제도 개편 논의의 배경

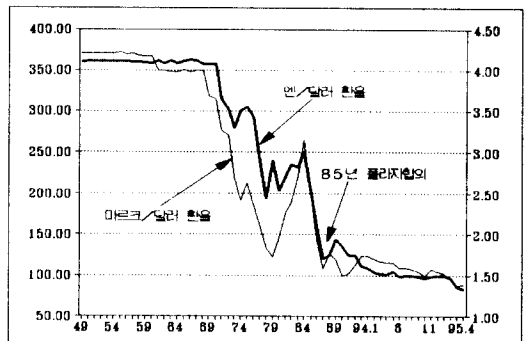
최근 국제 외환 시장에서 미달러화 가치의 폭락 사태는 현재 미달러화를 기축으로 변동환율제를 채택하고 있는 국제통화제도가 위기를 맞고 있다는 우려를 자아내면서 이에 따른 국제통화제도의 개편 논의가 활발해지고 있다.

국제 외환 시장의 불안과 관련하여 미국 쉐던 메써디스트 대학의 국제경제학 교수인 라비 바트라(Ravi Batra) 박사는 그의 최근 저서 「1995~2010년 세계 대공황」에서 달러화 폭락, 엔화 폭등 및 그에 따른 일본 및 미국 주식 시장의 폭락 사태는 1995년부터 세계적인 금융·경제 대공황을 초래하게 될 것이라고 예측하고

있다. 그는 또한 최근 영국 베어링스 금융 그룹 및 미국 오렌지 카운티의 파산 등으로 문제가

<그림 1> 엔/달러, 마르크/달러 환율의 변동 추이(1949~95)

(엔/달러) (마르크/달러)



되고 있는 파생금융상품 시장에서 헤지 펀드 등에 의한 투기가 달러화 가치 및 주가 폭락으로 인한 세계 금융 공황의 도화선이 될 것이라고 한다.

이처럼 세계 금융 공황의 우려마저 초래하고 있는 국제통화제도의 위기와 그에 따른 통화제도의 개편 논의는 이번이 처음은 아니다.

1차 대전 이후 유럽 각국은 무역 흑자를 얻기 위해 경쟁적으로 자국 통화의 평가 절하를 단행, 국제통화제도의 불안과 교역 위축 및 경기 침체로 각국 경제의 침예한 대립을 초래하였다. 이로 인해 국제 환율 안정과 교역 증진을 위한 국제통화제도의 개편이 필요하게 되어 고정환율제도인 브레튼우즈 체제가 탄생하게 되었다.

브레튼우즈 체제는 1944년 미국과 영국의 주도하에 국제 기축 통화인 달러화의 금 兌換과 기준 환율의 상하 1% 범위 내의 변동만을 허용하는 조정 가능 고정환율제도로 출범했다. 그러나 브레튼우즈 체제는 71년 미국 닉슨 대통령의 달러-금 태환 중지 선언 이후 주요국의 스미소니언 협정 등 고정환율제를 유지하려는 노력이 실패함에 따라 73년 주요국들이 변동환율제를 채택하면서 종언을 고했다.

변동환율제도는 환율의 자유로운 변동으로 각국의 국제 수지 균형 달성 및 국제 교역 증진에 기여할 것이라는 당초의 기대와는 달리, 환투기로 인한 환율의 급변과 이에 따른 환 리스크의 증가 등의 취약성을 노출하였다.

■ 환율 변동에 대한

이와 같은 현행 국제통화제도의 문제점을 해

결하기 위해 볼커 前美聯準(FRB) 議長이 이끄는 「브레튼우즈위원회」는 유연한 환율 변동대 (flexible exchange rate band)¹⁾의 도입에 의한 국제통화제도의 개편을 통해 환율 변동을 감소시키자는 제안을 브레튼우즈 체제 탄생 50주년을 맞은 94년 국제통화기금(IMF)·세계은행(IBRD) 연차 총회에서 발표했다. 그러나 미국, 일본, 독일 정부는 환율 변동은 시장 기능에 맡겨져야 한다며 이 제안에 반대하였다. 올해 4월 26~27일 워싱턴에서 있을 IMF·IBRD 春季 회의에서는 작년에 브레튼우즈위원회가 제안한 국제통화제도 개편안이 중요한 현안으로 취급될 예정이다. 브레튼우즈위원회의 제안은 IMF가 주축이 되어 주요국 통화간에 환율 변동대를 설정해 환율 안정을 달성하자는 것이다. 즉, IMF가 주요국의 경제 지표를 분석해 이를 기초로 적정 수준의 중심 환율을 도출한 다음 일정폭(변동대)을 두어 그 범위 내에서만 환율 변동을 허용하자는 것이다.

환율 변동대 제안이 나온 배경은 무엇보다 현행 변동환율제도가 많은 문제점을 갖고 있기 때문이다.

현행 제도의 문제점은 크게 다음의 네 가지로 나누어 볼 수 있다. 첫째, 변동 환율제도의 가장 큰 장점은 외환 시장의 수요·공급 사정에 따라 환율이 변동하여 그 변화가 각국간의 경

1) 브레튼우즈위원회의 환율 변동대 제안은 미국 국제경제연구소(IEE)의 윌리엄슨 박사에 의해 주창됨. 참고 자료: Williamson, J. and M. Miller, 1987, *Targets and Indicators: A Blueprint for the International Coordination of Economic Policy*, Policy Analyses in International Economics no. 22, Washington, D.C.: Institute for International Economics.

제적 불균형을 조정해준다는 데 있다. 그러나 현재의 환율은 상당 부분이 투기성 단기 자본의 유출입에 의해 결정되어 실물 경제 변동과는 무관하게 움직일 때가 많다. 둘째, 현행 제도 하에서는 환율의 변동이 너무 빈번하고 변동폭이 커서 기업의 예측을 어렵게 하여 장기 투자를 위축시키고 국가간 자원 분배의 왜곡을 초래한다. 셋째, 환율 급변에 대응해서 각국은 자국 산업의 국제 경쟁력을 유지하기 위해 보호무역주의를 취하게 되며 이는 무역 전쟁과 세계적인 불황을 야기하기 쉽다. 넷째, 현행 제도 하에서 환위험을 회피하기 위해서는 파생금융상품 시장을 통한 추가적인 금융 비용을 들여야 하는데 이는 경제 성장에 부담이 되고 그러한 헤징 수단도 불완전하다는 데 문제점이 있다.

환율 변동대의 내용

환율 변동대는 주요국²⁾의 對달러 환율이 기준 환율의 상하 일정한 범위로 설정된 변동폭을 벗어날 위험이 있을 경우 각국 중앙은행이 외환 시장에 개입하여 환율 조정을 하는 準고정환율제라고 정의할 수 있다. 제안자들은 이 제도하에서 환율이 주어진 변동 허용폭 내에서만 움직이게 되므로 환율의 예측 가능성이 높아져 환투기를 억제하고 국제 무역과 세계 경제 성장에 도움을 줄 것이라고 주장한다.

환율 변동대의 내용은 고정환율제나 변동환율제도와 비교하여 아래와 같은 몇 가지 특징을 갖고 있다.

2) 환율 변동대의 대상이 되는 주요국 통화는 미국, 일본, 독일의 3 개국 통화나 선진 7 개국의 통화가 거론되고 있다.

첫째, 中期에 있어 근본적인 균형 환율(fundamental equilibrium exchange rate)에 대한 최적의 추정치를 계산하여 변동대의 중심인 중심 환율로 설정한다는 것이다. 여기서 중심 환율이란 완전 고용과 최소의 인플레이션을 달성하는 것을 의미하는 대내적인 균형과 국제 수지의 균형으로 정의되는 대외적인 균형을 동시에 충족시키는 실질 환율을 뜻한다.

둘째, 이와 같은 중심 환율에 대한 최적의 추정치가 산정되면 넓은 변동폭을 가지는 목표대를 설정한다는 것이다. 과거 브레튼우즈 체제 하에서는 중심 환율의 상하 1%의 변동만을 허용하였고 유럽통화제도(EMS)의 환율조정장치(ERM)에서는 당초에 상하 2.25%의 변동폭을 허용한 반면 환율 변동대는 상하 10% 정도의 변동폭을 허용한다는 것이다. 너무 좁은 변동대에서는 환율 이탈이 쉬워서 제도 자체가 흔들릴 수 있기 때문이다.

셋째, 중심 환율이나 목표 변동대를 각국의 인플레이 등 기초적 경제 여건의 변화에 따라 정기적으로 조정하도록 한다는 것이다. 그 외에도 예를 들어 독일의 통일과 같이 경제에 실질 충격이 발생하였을 경우에는 즉각 이를 반영하여 조정하는 내용을 포함하고 있다. 경제의 실질 충격으로 인한 환율의 급변 요인을 변동대 내에 수용하기 위해서이다.

넷째, 환율 변동대의 관리에 있어서의 특징을 지적할 수 있다. 즉, 관리는 변동 환율대의 대상이 될 선진 7 개국이 하되 각료급으로 격상한 IMF 총회(Council)가 관리 실적을 정기적으로 보고 받고 감독하도록 하자는 것이다. 현재의 IMF 집행부는 각료보다 낮은 관리로 구

성되어 있기 때문에 IMF 총회는 각국의 각료급으로 구성하여 강력한 통제력을 가질 수 있도록 하자고 제안하고 있다.

환율 변동대의 문제점

이와 같은 환율 변동대가 채택될 경우 환율 변동의 예측이 쉬워져 환위험 회피 비용을 줄일 수 있다. 따라서 환율 안정에 의한 교역 촉진과 더불어 기업들의 해외 직·간접 투자를 활성화시킬 것이다.

그러나 환율 변동대가 성공하기 위해서는 다음과 같은 문제점에 대한 해결책이 선행되어야 할 것이다.

첫째, 기술적인 문제점으로서 주요국의 경제 상황이 변할 때 그에 상응하는 근본적 균형 환율(중심 환율)의 수준을 정확히 산정하기가 매우 어렵다는 것이다.

둘째, 선진국들이 자국 경제 상황에 따라 경제 정책을 수행하는 경제적 이기주의로 인해 환율 변동대 방어를 위한 정부간의 정책 협조를 기대하기가 어렵다는 것이다. 환율 안정이라는 대외 경제 목표 달성을 위해 각국이 자국의 국내 경제 정책 목표를 희생하는 것은 쉽지 않다. 이 점은 92년 유럽 외환 시장 위기 때에 각국 중앙은행들이 유럽통화체제(EMS)하의 환율 변동대를 유지하기 위해 외환 시장에 공동 개입하였으나 금리 정책에서의 협조 결여로 영국의 ERM 탈퇴가 발생한 예에서도 알 수 있다.

셋째, 설사 협조 개입이 이루어지더라도 현재 세계 외환 시장의 하루 거래 규모가 1조 달

리에 달해 선진국 중앙은행들이 수십억 달러의 협조 개입을 해도 헤지 펀드 등 국제 투기 자금의 공세에는 역부족이라는 데 있다. 이 사실은 올해 3월 초순에 달러화 폭락이 시작되었을 때 선진 17 개국 중앙은행에 의한 외환 시장 협조 개입이 환투기자들의 파상 공세로 인해 실패한 것에서도 분명히 나타나고 있다.

넷째, 환율 변동대가 성공하기 위해서는 환율의 안정뿐만 아니라 각국의 인플레이율, 금리, 재정 수지, 정부 부채 규모 등 주요 거시 경제 지표가 어느 정도 비슷한 수준에 도달해야 한다. 그러나 각국간에 이러한 거시 경제 지표의 수렴이 어렵다는 것은 현재 궁극적으로 경제통화동맹(EMU)을 향해 나아가고 있는 유럽연합(EU)의 예를 통해서도 잘 알 수 있다.

<표 1> 유럽연합(EU)의 경제 수렴 조건 달성 현황

연도	인플레이율		재정수지/ GDP		정부부채/ GDP		장기 금리	
	'91	'92	'91	'92	'91	'92	'91	'92
수렴 조건	4.4	3.9	-3.0	-3.0	60.0	60.0	11.0	10.8
EU 평균	5.1	4.3	-4.7	-5.3	66.2	71.5	10.1	9.5

자료: EU 집행위원회, 「연차보고서」.

주: 인플레이율은 소비자 물가 상승률, 장기 금리는 만기 1년인 국채 수익률.

즉, 현재 EU 국가들의 인플레이율과 금리 수준은 수렴 추세를 보이고 있으나 재정 수지와 환율 수준은 차이가 확대되고 있는 추세이다. 환율 변동대는 79년 출범한 유럽통화체제(EMS)의 환율조정장치(ERM)에서 실제로 사용되어 왔다. EMS는 환율 변동대 산출에 회원국 통화

가치의 가중 평균인 유럽통화단위(ECU)를 이용하고 있는데, 가중치는 회원국의 경제력과 환율 변동을 반영하여 5 년마다 재조정된다. EMS는 현재 독일 마르크화의 ECU통화바스켓 비중이 30% 이상을 차지하여 독일 경제 상황 변화에 의한 마르크화의 절상이 여타 통화의 평가 절하 압력으로 작용해 환율 변동대 붕괴 위험을 높이는 구조적인 문제점을 갖고 있다.

EMS 회원국 통화간 환율의 변동 허용폭이 처음에는 기준 환율의 상하 2.25%에서 설정되었으나³⁾ 92년과 93년 유럽 외환 시장의 위기로 인해 93년 8월부터 독일 마르크화와 네델란드 길더화간에만 상하 2.25%, 그 외의 EMS 회원국 통화간에는 상하 15%로 확대되었다.

<표 2> 유럽통화단위 구성 통화의 가중치 변경 추이

	1979. 3	1984. 9	1989. 9 (%)
독일 마르크	33.0	32.1	30.3
프랑스 프랑	19.8	19.1	19.3
영국 파운드	13.3	15.0	12.1
이탈리아 리라	9.5	10.0	10.2
네델란드 길더	10.5	10.1	9.5
벨기에 프랑	9.3	8.6	8.1
기타	4.6	5.1	10.5

자료: EC위원회, *European Economy*, 1991. 9.

현재 회원국간 경제력 격차의 확대와 국제 환투기 자금의 횡포로 독일 마르크화에 대해 여타 회원국 통화가 계속 약세를 보이며 환율 변동폭이 증가, 환율 변동대를 채택한 유럽통화제도의 장래는 불확실한 실정이다.

3) 스페인 페세타화, 포르투갈 에스쿠도화 및 ERM 이탈 이전의 영국 파운드화는 상하 각각 6%였음.

국제통화제도 개편을 위한 다른 제안

우리는 지금까지 국제통화제도 개편을 위한 여러 제안중의 하나인 환율 변동대에 대해 고려해 보았다. 이제 다른 제안들을 살펴보도록 하자.

두번째 제안은 노벨 경제학상 수상자인 제임스 토빈⁴⁾ 교수에 의한 것으로 전세계적으로 단기적 외환 거래에 세금을 부과하여 단기 투기성 자금의 횡포를 막아보자는 것이다. 토빈 교수에 의하면 국제 외환 시장의 불안은 고정환율제도나 변동환율제도 등 환율제도에 있는 것이 아니라 단기 차익을 따라 국경을 넘나드는 투기성 자금인 핫머니에 있으므로 이를 외환 거래세의 부과에 의해 감소시키자는 것이다.

세번째 제안은 주요 선진국들이 무역 거래의 결제를 위해서는 고정 환율을 유지하고 자본 거래에는 변동 환율을 허용하는 이중환율제도를 채택하자는 것이다. 이 제안도 토빈처럼 단기 투기성 자금의 횡포로 인한 환율 급변을 막자는 취지에서 나온 것이다. 이 제도는 멕시코 등 개도국에 의해서는 채택된 역사가 있으나 선진국에 의해 시행된 적은 없다. 만약 환율에 대한 자본 투기적 영향이 원래 무역·재정 적자와 같은 실물 경제적 요인에 의해 촉발된 것이라면 이와 같은 이중환율제도는 환율 안정에 별 도움이 되지 않을 것이다.

넷째로 환율 안정을 위해 외환 시장 개입을 전담하는 국제 기구를 창설하자는 호소미(1985)⁵⁾ 교수의 제안이 있다. 이 기구는 주요국

4) Tobin, James, 1978, "A Proposal for International Monetary Reform," *Eastern Economic Journal* 3, 3-4(July-October).

간의 적정 환율을 산출하여 각국의 중앙은행과는 독자적으로 외환 시장에 개입하여 환율 안정을 도모하게 된다. 문제점은 현재 주요 선진국들이 IMF나 EMS 같은 국제 기구나 제도에 환율 정책의 주권을 이양하는 것을 기피하고 있는데 이러한 새로운 국제 기구에 각국이 환율 정책을 수행하는 것을 위임하려고 하지 않을 것이라는 데 있다.

우리 경제에 대한 파급 효과 및 대응책

위의 제안들은 모두 국제적인 정책 협조를 필요로 하므로 단기간에 실현될 가능성은 희박하다. 그러나 이 제안들중 현재 실현 가능성이 가장 높은 환율 변동대가 채택될 경우에 우리 경제에 미치는 영향 및 우리의 대응책을 생각해 볼 필요가 있다.

먼저 변동환율제가 도입될 경우 우리 정부는 IMF의 요청에 따라 금리 조정을 해야 하는 등 정책 운영의 선택폭이 크게 제약될 것이다. 이에 대비해 우리는 금융 시장의 개방, 금리 및 물가 안정, 재정 적자 감소 등을 통해 기초적인 경제 체질의 강화에 힘써야 하겠다.

브레튼우즈위원회의 환율 변동대 제안은 세계 경제를 달러권, 엔권, 마르크권(혹은 ECU 권)으로 나누어 이 세 통화간에 안정된 환율을 유지하고 각 통화권 내의 국가들이 세 통화를 중심으로 현행 유럽 환율 조정 장치와 비슷한

환율 변동대를 유지하도록 하는 내용도 포함하고 있다. 이 경우 우리나라는 환율을 달러화 혹은 엔화에 고정시켜야 할지도 모르며 이에 따라 미국 또는 일본과 우리나라 금융 시장의 통합과 단기 투기성 자금 유출입이 증가할 것이다. 우리는 이에 대비해 단기 투기성 자금 유출입 억제를 위한 규제 조치가 필요하다.

환율 변동대하에서는 각국 중앙은행의 환율 방어를 위한 금리 조정이 보다 빈번하여 국제 금리의 변동이 커질 위험도 있다. 이에 대해 우리는 金利 先物 등 파생금융상품의 적극적인 활용에 의한 금리 변동 위험 헤징이 필요하다.

환율 변동대가 채택되면, 현행 제도하에서 환율 결정이 투기적 요인에 의해 크게 좌우되고 있는 것에서 벗어나 실물 경제적 요인이 보다 잘 반영될 것이므로 환율을 통화 정책의 중간 목표로 사용하는 것도 바람직할 것이다.

국제통화제도가 개편되기 전까지는 환율 급변과 함께 현재의 엔고, 마르크화 강세 기조가 장기적으로 유지될 전망이다. 장기적인 엔·마르크화 강세 추세에 대해 우리는 국내 산업 구조의 재편을 가속화하고 부품 국산화, 수입선 다변화, 결제 통화 분산, 엔·마르크화 보유 확대 등으로 대처해야 한다. 또한 우리는 선물환 등 파생금융상품을 적극 활용하고 파생상품 거래에 대해 증거금 비율 인상, 장부 기록 등 규제를 강화하며 전문적인 외환 딜러의 양성과 환거래에 대한 기업 내부 감사 강화를 통해 환율 변동 위험을 최소화하는 슬기를 발휘해야 하겠다. ♣

5) Hosomi, T, 1985, "Toward a More Stable International Monetary System," in T. Hosomi and M. Fukao, *A Second Look at Foreign Exchange Interventions*, Tokyo: Japan Centre for International Finance.