

# 거시경제의 동향과 정책 방향 평가

전병유 · 현대경제연구원 연구위원

## 위기의 원인과 정책 기초

1997년 11월 이후 외환 유동성 부족으로 시작된 이른바 IMF 위기는 30%대까지 치솟았던 고금리로 나타난 금융 위기로 발전하였으며, 이는 곧 사상 최악의 수준으로 산업 생산이 위축되고 실업률 6%대의 대량 실업이 발생하는 등 실물 부문의 위기로 확산되었다. IMF에 구제금융을 신청한 지 4개월이 지난 지금, 단기 외채의 만기 연장과 외평채 조달 그리고 경상수지 흑자 등으로 4월 17일 현재 가용 외환 보유고가 303억 달러를 넘어섬으로써 외환 유동성 위기에서는 일단 벗어난 것으로 보인다. 그러나 외환 위기가 남긴 상처와 과제는 현재 우리 경제가 감당하기에는 너무 큰 것으로 보인다. 상처를 조속히 치유하고 우리 경제가 나아가야 할 과제들을 하나씩 해결해나가기 위해서는, 우선 외환 위기의 원인에 대한 정확한 진단에 근거하여 정책이 체계적으로 추진되어야 할 것이다.

현재 외환 위기의 원인으로 많은 사항

들이 지적되고 있다. 정부의 외채 및 환율 관리 능력 상실, 정부의 성급한 세계화 정책과 자본 자유화 정책, 기업의 과다한 차입에 기초한 과잉 투자, 관치 금융에 따른 국내 금융 기관의 부실화, 국제 투기 자본의 움직임 등 많은 요인들이 외환 위기의 원인으로 거론되고 있다. 특히, 이론적으로는 Sachs(1998)는 한국 경제가 근본적으로 몇가지 문제가 있다고 하더라도, 그것이 외환 위기를 촉발할 만큼 심각했던 것은 아니었고, 외환 위기는 외국 투자 자본들의 과잉 반응의 결과이고 IMF의 잘못된 대응 및 처방이 한국 경제의 위기를 더욱 가속화했다는 입장을 표명하고 있는 반면, Krugman(1998)은 경제 위기의 원인이 도덕적 해이에 따른 금융 부문의 과잉 대출, 기업들의 과다 차입에 있다고 주장하면서 아시아권의 금융시스템이 근본적으로 잘못되었음을 지적하고 있다.

이러한 위기의 원인에 대한 상반된 평가는 현재 한국 경제의 위기 극복과 구조 조정을 위한 거시경제적 정책 방향에서의

차이를 드러나게 한다. IMF는 외환 위기 극복을 위해서는 외환 시장 안정이 최우선이고, 이를 위해서는 고금리가 당분간 유지되어야 하고, 성장과 재정도 긴축적으로 운영되어야 하며, 기업 및 금융권의 구조 조정도 빠른 시일 내에 이루어져야 한다는 입장이다. 반면, 우리 정부의 경우 현재의 지나친 고금리 및 자금 경색이 우량 기업 도산 및 대량 실업을 초래하고 장기적으로 성장 잠재력을 해치며 외국 자금 도입에도 장애로 작용하고 있다는 본다. 따라서 지나친 고금리는 인하되어야 하며, 실업 및 구조 조정을 위한 재정 자금의 확충을 강조하고 있다.

이러한 논란에도 불구하고, 결국 우리의 과제는 외환 금융 시장을 안정화시키면서 기업 및 금융권이 구조 조정을 신속하게 달성하는 것이라고 할 수 있다. 이러한 관점에서 IMF 구제금융 이후 우리 거시경제의 동향을 점검해보고 거시경제의 정책 방향을 평가해보기로 한다.

### 외환 유동성 위기의 극복

1997년 12월 가용 외환 보유고가 거의 바닥에 달해 원/달러 환율이 2,000 원대를 향해 치솟던 최악의 상황은 정부의 외환

확충 노력에 의해 어느 정도 극복되었다. 1~2월에 1,600~1,700 원대를 유지하던 원/달러 환율은 3월에 1,500 원대, 그리고 4월 들어 1,300 원대까지 떨어졌다. 외환 시장 안정에 기여한 요인으로는 우선 외환 보유고 확보를 들 수 있다. IMF와 IBRD로부터의 공적 자금 조달 이외에, 3월중 217.5억 달러(대상 채무 대비 96.5%)에 달하는 단기 외채의 만기 연장, 4월중 40억 달러에 달하는 외평채의 조달 등이 성공적으로 이루어졌다. 또한 수입이 급격히 감소하면서 경상수지가 1/4분기중 109억 달러에 달하였다. 동시에 1997년 12월에 이루어진 주식 시장의 개방 확대(외국인 주식 취득 비율을 종목당 55%, 개인당 50%로 확대)와 채권 시장의 완전 개방으로 1998년 주식 및 채권 시장에 들어온 외국인 투자 자금만 50억 달러에 달하였다. 그 결과, IMF와 합의한 일정보다 빨리 목표 가용 외환 보유고를 조기 달성할 수 있었다.

그러나 금융권 및 기업의 구조 조정 지연 및 중국 및 일본 경제의 불안정이라는 대외적 불안 요인으로 제2의 외환 위기 가능성을 완전히 배제할 수는 없는 상황이다. 우선 구조 조정 지연으로 G7의 2선 지원 자금(80억 달러) 및 IBRD의 추가 자

금 지원 등이 지연될 것으로 전망되고 있고, 외국인 직접 투자도 본격화되지 못하고 있기 때문이다. 중국의 위안화의 평가절하 또는 일본 엔화 가치의 폭락 등은 외환 위기 촉발의 중요한 요인이 될 수도 있다. 따라서 외환 보유고 확보 이외에 구조 조정의 신속한 수행과 현재 투자 부적격 단계에 머물고 있는 국가 신인도 제고가 제2의 외환 위기를 방지하기 위한 중요한 정책 과제가 되고 있다.

### 고금리 유지와 자금 경색

외환 위기는 금융 위기와 실물 부문의 위기로 번져나갔다. IMF의 프로그램 자체에 금융 긴축과 구조 조정이라는 두 가지 목표가 동시에 포함되어 있어서 사실 금융 위기는 어느 정도 필연적인 것이었다고 볼 수 있다. 1997년 12월말 30%(회사채 수익률 기준)까지 치솟았던 금리는 4월 현재 18%대까지 안정되기는 하였지만, 이 수준도 부채 비율이 높은 우리 기업들의 대규모 부도·도산을 유발하기에 충분히 높은 것이다. IMF가 '先 외환 시장 안정, 後 금리 인하'라는 입장을 유지하였기 때문에, 2월 17일의 정부와 IMF와의 2차협약에서도 본원 통화량을 당초 14.9% 수준에서

15.2% 수준으로 높이는 데 그쳤다. 더욱이 IMF는 국내 은행들에게 BIS 8% 요건을 충족할 것을 주문하고 있어서, 은행들의 대출 기피에 따른 자금 회수 현상을 초래하여, '자금 경색→부도율 증가→부실채권 증가→BIS 기준 악화→자금 경색'의 악순환을 만들어내었다. 더욱이 은행이 BIS 기준을 맞추기 위해 환어음 네고를 기피하는 과정에서 무역 금융이 마비되어 수출용 원자재 수급난 및 수출 지연 등이 초래되어, 외환 위기 극복을 위한 무역수지 확대 전략에 큰 차질을 가져오기도 하였다.

이러한 IMF의 프로그램에 대해서는 제프리 삭스, 스티글리츠 등 외국 석학들의 비판이 끊임없이 제기되었음에도 현재 IMF 프로그램의 정책 기조는 크게 변하지 않고 있다. 따라서 정부는 IMF와 합의한 통화 목표 범위 내에서 고금리와 자금 경색 해소를 위해, 대출금 만기 연장을 통한 중소기업 지원, 은행 증자 및 후순위 채권 매입, 수출환 어음 매입 및 LC 개설을 위한 IBRD 차관 자금 사용 등의 대책을 내놓았다. 약 20조 원에 달하는 기업어음(CP)의 만기 연장 조치, 韓銀의 총액 대출 한도 확대 조치(4.6조→5.6조), 원화 대출(20조 원) 및 외화 표시 원화 대출(5.3억 달러) 상환 연장 조치 등은 큰 효과를 발휘하지

못하였으며, IBRD로부터 들여온 자금의 용도도 제한이 있기 때문에 금융 시장 경색을 풀기에는 역부족인 상태이다. 결국, 고금리 및 자금 경색 해소는 단기적으로는 외환 시장을 조속히 안정시킴으로써 IMF와의 협상력을 높이고, 장기적으로는 부실 은행을 조속히 정리하고 금융 기관간 인수·합병을 통해 우량 금융 기관을 만들어내고 금융 시장의 중개 기능을 회복시킴으로써 가능해진다. 이는 금융권의 구조 조정이 매우 시급한 과제임을 의미한다.

### 깊은 침체 국면으로 빠져든 실물 경기

외환 위기의 충격은 금융 시장을 강타하고 그 여파는 실물 부문으로 급속히 파급되었다. 금융 시장의 불안에 따른 기업 부도·도산의 급증, 소비 및 투자의 급속한 위축 등은 실물 경제를 최악의 상태를 끌고가고 있다. 경기지수의 변화는 공식 통계 작성 이후 가장 빠른 속도로 불황 국면으로 진입하고 있음을 보여주고 있고, 제조업 가동률은 1998년 들어 70%를 넘지 못하고 있다. 반도체, 사무용 기계, 조선 등에서 수출 증대에 따른 산업 활동이 유지되고는 있으나, 대부분의 업종에서는 극심한 내수 침체와 수출 증대의 한계에

부닥쳐 최악의 산업 활동 모습을 보여주고 있다. 특히, 10%에 달하는 소비 감소와 30%에 달하는 투자 위축 등 유효 수요 부족은 불황의 심도를 가중시키고 있으며, 부동산 및 주식 가치 등의 자산 디플레이 현상 우려도 있어서 복합 불황의 모습까지 나타나고 있다.

이러한 심각한 불황 국면의 지속은 우리 경제에 두 가지 커다란 부담을 준다. 첫째는 실업의 증대이고, 둘째는 성장 잠재력 및 수출 경쟁력의 약화이다. 현재 150만 명 선에 달하고 있는 실업자는 커다란 사회적 불안 요인으로 작용하고 있고, 내수 침체로 인한 수입 감소로 경상수지 흑자가 유지되고는 있지만, 수출용 원자재 수입의 감소, 자본재 수입의 감소 등은 향후 수출 증대에 큰 발목으로 작용할 가능성이 높다.

현재, 정부도 IMF와 건전 재정의 유지에 합의하고 있어서, 실업자 지원 재원 목적 이상으로 정부 재정을 확대시킬 수 없는 상황에 처해 있어, 유효 수요를 진작시키는 정책은 한계가 있는 것으로 보인다. 정부가 부동산 시장 전면 개방, 부동산 규제의 전면 해제 등의 정책을 내놓았지만, 큰 효과를 보지 못하고 있다. 물론, 현재의 불황의 원인이 구조적인 문제에 있기 때문

에, 유효 수요를 진작시키는 정책이 효과도 없고 가능하지도 않겠지만, 불황의 심도를 지나치게 깊게 하는 것은 향후 회복의 가능성까지 앗아갈 수도 있다. 따라서 정부는 공기업 매각과 외자 도입 등을 통해 재정 부담을 줄이면서도 경기를 진작시킬 수 있는 방안을 마련해야 할 때이다. 특히, 수출 증진은 경기 회복과 외환 보유고 확보를 동시에 달성하기 위해 가장 중요하기 때문에, 정부는 수출 애로를 해소할 수 있는 효과적인 정책을 개발해야 할 것이며, 장기적인 성장 잠재력 확보를 위해 기업의 연구 개발(R&D) 투자에 대한 인센티브의 제공, 복합 불황 가능성을 방지하고 구조 조정을 원활히 추진하기 위한 부

동산 경기 진작 대책 등이 좀 더 체계적으로 마련되어야 할 것이다. HR

**참고 문헌**

Sachs, Jeffrey and Radelet, Steven (1998), *The Onset of the East Asian Financial Crisis*.  
 Krugman, Paul(1998a), *What Happened to Asia*.  
 ————— (1998b), *Fire-Sale FDI*.  
 ————— (1997), *Currency Crises*.  
 Corsetti, G., Pesenti, P. and Roubini, N.(1998), *What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?*

〈표〉 국내 경제 지표

	1997. 10	1997. 11	1997. 12	1998. 1	1998. 2	1998. 3	1998. 4
무역 수지 (통관 기준, 억 달러)	-105.2	-103.1	-80.1	15.0	48.5	85.9	-
소비자 물가 (전년 동기비, %)	4.2	4.3	6.6	8.3	9.5	9.0	-
₩/\$ (원)	924.2.1	1163.8	1,415.2	1,688.8	1,640.1	1,387.0	1,364.0*
회사채 수익률 (%)	12.60	15.10	28.98	18.50	20.50	18.28	18.40*
실업률(%) (월별 계절 조정)	2.1	2.9	3.1	4.1	5.9	6.5	-
외환 보유고 (억 달러)	305.1 (223.0)	244.0 (72.6)	204.1 (88.7)	235.2 (123.6)	267.2 (185.4)	(240)	353.2* (303.1)

주: 1) 환율, 금리, 외환 보유고는 기말 기준임.  
 2) 외환 보유고의 ( ) 내는 가용 외환 보유고(외환 보유고 - 해외 점포 예치금)를 나타냄.  
 3) \*의 경우, 환율 및 금리는 4월 25일 기준, 외환 보유고는 4월 17일 기준임.