

II. 주요 경제 현안

1. 칠레 자본통제의 교훈

□ 자본통제의 배경

칠레는 금융위기 극복 후 경기 과열에 따른 인플레이션을 안정시키고자 금리를 인상하였으나 그로 인해 해외자본이 유입되면서 실질환율이 절상되고 수출이 감소함. 수출 증진과 물가 안정이라는 정책 목표를 동시에 추진하고자 했던 칠레 정부는 실질환율을 안정적으로 유지하기 위해 가변예치제 등을 포함하는 자본통제 조치를 도입

- **(정책적 딜레마)** 칠레는 금융위기를 극복한 이후 물가 안정과 수출 증진을 정책 목표로 추진. 그러나 물가 안정을 위한 금리 인상은 자본유입 증대 및 그에 따른 실질환율의 절상을 초래해 수출에 장애 요인으로 작용
 - 82~83년 금융위기 이후 칠레는 국내 금융부문에서는 물가 안정을, 대외 부문에서는 실질환율 안정을 정책 목표로 삼고 실질금리를 정책 수단으로 활용
 - 그러나 실질금리의 인상은 환율 안정과 물가 안정이라는 정책 목표와 상충되는 측면이 있음
 - 인플레이션을 막기 위한 고금리 정책이 자본 유입을 촉진하면서 실질환율을 크게 절상시켜 수출정책에 장애를 야기하고 국내 통화를 증발시키는 역작용을 일으킴
- ※ 금리 인상 → 해외 자본 유입 → 환율 절상,
금리 인상 → 해외 자본 유입 → 국내 통화 증발 → 물가 상승
- **(자본통제의 도입)** 따라서 과도한 자본유입을 막고 자본유출을 촉진시켜 실질환율을 안정적으로 유지하기 위한 방안으로 不胎化 정책을 비롯한 국내 여신관리 정책과 可變預置制度 등 간접적인 자본통제 방식을 도입
 - 가변예치제는 단기해외차입을 축소시키고 부채보다는 자본을 통한 자금조달방식을 유도하기 위해 이루어진 조치였음
 - 가변예치제는 요구준비금은 유입액의 30%로서 일종의 “非對稱的 Tobin稅¹⁾”로 운용되는 “가격 기준(price based)” 자본통제의 일종임

1) Tobin稅는 대출금의 민기에 관계없이 자본 유출입 금액의 일정 부분을 징수하는 것이지만, 非대칭적 Tobin稅는 유입과 유출에 대한 부과금에 차이를 두는 방식임

□ 자본통제의 효과

가변예치제는 예상과는 달리 자본유입 감소나 환율안정, 내외금리차 축소 등에 단기적인 효과만 있었을 뿐 전반적으로 그 영향이 크지 않았음

- **(자본유입에 대한 효과)** 칠레의 자본통제는 총유입규모에 있어 초기에는 어느 정도 효과를 발휘하나 1년 후에는 그 효과가 사라지는 것으로 나타났음. 그러나 단기자본 유입 억제효과는 상당히 혼합된 양상으로 나타났음
 - IMF의 추정에 의하면, 가변예치제는 1년 동안 4억 5천만~15억 달러 정도의 자본 유입을 감소시킨 것으로 나타났으나, 1년이 넘어서면서부터 자본통제로 인한 자본유입 감소의 효과는 거의 사라지는 것으로 나타났음
 - 한편 단기 자본은 가변예치제 도입 이후 약 2분기 동안 유입이 감소하는 것으로 나타났으나 그 이후에는 오히려 단기자본 유입을 소폭 증대시키는 것으로 드러났음
- **(환율에 대한 효과)** 가변예치제는 환율에도 그다지 큰 영향을 미치지 못했음
 - 칠레의 실질환율 절상 속도가 가변예치제 도입 이후 남미 다른 국가에 비해 조금 느려진 것으로 밝혀졌지만, 실질환율 절상 억제에 대한 장기적인 효과는 대단히 미미한 것으로 나타났음
- **(환율변동성에 대한 효과)** 칠레의 경우 가변예치제 도입은 환율변동성 감소에 상당한 영향을 준 것으로 보임
 - 30%의 요구준비금은 칠레 폐소화 환율변동성을 약 20% 감소시킨 것으로 나타남
 - 그러나 이 기간동안 칠레정부가 환율변동밴드를 운용하여 변동성을 감소시켰고 환율 안정을 위한 중앙은행의 개입이 지속적으로 있었으므로 이 점을 제외한 순수한 효과는 적은 것으로 판단해야 함
- **(이자율에 대한 효과)** 가변예치제는 국내금리와 국제금리간 차이를 감소시키는 데에도 큰 영향이 없는 것으로 나타나고 있음
 - 단기적으로 가변예치제가 금융당국의 국내금리에 대한 통제력을 강화시키는데 긍정적인 효과를 준 것으로 나타나고는 있으나 그 효과는 장기적이지 못함

- **(칠레에서의 종합적 효과)** 이같이 자본통제 조치로 칠레 중앙은행이 해외요인으로부터 독립된 국내 통화정책을 집행할 수 있었던 것은 아님
 - 근본적으로 내외금리차 축소나 환율안정, 자본유입 규모 축소에서 자본통제 조치가 매우 단기적인 효과만을 갖고 시간이 흐르면서 오히려 자본유입을 더욱 촉진하는 계기로 작용하기도 했음

□ 시사점

국내에서도 가변예치제의 도입이 검토되고 있으나 칠레의 경우에서 나타나듯이 투기성 자본 유입에 대한 억제력이 낮거나 오히려 자본 유입을 확대시킬 수 있음

- **(가변예치제의 실효성)** 최근 외환 자유화 조치를 시행하면서 국내에서도 가변예치제의 도입을 검토하고 있음. 그러나 칠레의 경우에서 나타나듯이 가변예치제 도입에 따른 단기 투기성 자본의 억제를 실효성이 낮거나 오히려 자본 유입을 확대시킬 수 있음
- **(자본 유입 확대의 원인)** 자본유입이 확대되는 이유는 가변예치제와 같은 제도가 국제금융시장에서 국가위험도 인식이 제때에 정확하게 이루어지는 것을 막기 때문인 것으로 보임
 - 자본 유입은 국내외 금리 차이와 국가위험도라는 두 가지 요인에 의하여 결정됨. MRF나 실제로 외환위기를 경험한 국가에서 볼 수 있듯이 해외의 신용평가기관의 국가위험도 평가가 수정되는 것은 위기 상황이 발생한 사후에 이루어지는 경우가 많음.
 - 반면, 자본유입에 대한 제한 조치가 오히려 칠레 상황에 대한 긍정적인 인식을 제고시켰음. 즉 국제금융시장에서는 자본유입 과다를 우려할 정도로 경상 수지 여건과 환율 안정성이 높다는 신호로 해석되어 가변예치제 도입 이후 일정기간이 지나자 오히려 단기자본유입이 더 늘어날 수 있었던 것임

(양 두 용 yangdy@hri.co.kr ☎724-4057, 양 성 수 yangsu@hri.co.kr ☎724-4017)