

국제금융시장의 동향과 한국자본주의의 미래

차상우

한국사회과학연구소 연구원

동 아시아의 기적(East Asian Miracle)을 대표하던 한국자본주의가 추락하였다. 지난 겨울 한국정부는 IMF 구제금융을 신청함으로써 IMF라는 미 위싱턴에 있는 약 일천명의 경제분석가에게 경제주권을 넘겨주었다. 이제 친관했던 “꽃피던 시절”은 기억 속으로 사라져버렸고, 우리에게 남겨진 것은 실업, 임금삭감, 인플레이션이다. 불과 1년 전, 아니 반년 전만 하더라도 우리는 이러한 사태를 전혀 예전하지 못하였다. 경기가 상승하지 않았지만 한국경제의 기초경제력(fundamentals)은 건강하기 때문에 곧 회복될 것이라고들 하였다. 그러나 우리는 나락으로 떨어졌다.

위기를 목도하고 있는 우리는 그것이 왜 발생하였고, 혐상의 틀 속에서 IMF가 강제하는 구조조정 프로그램은 위기를 극복하는데 충분한 것인지, 그리고 IMF 체제가 우리에게 주는 고통은 무엇인지, 그리고 그것들을 최소화하기 위해 한국정부의 개혁과제는 무엇이어야 하는지에 대한 의문이 발생한다.

지난 겨울 아래 한국의 사회과학계에서는 위기의 원인과 IMF 정책처방에 대한 연구들이 쏟아지고 있다. 이러한 논의가 많을수록 위기에 대한 적확한 인식과 그 처방책을 내울 수 있다는 의미에서 다양한 논의는 바람직하다. 한국경제의 발전에 대한 평가가 다양하듯이 현재 위기에 대한 인식들도 매우 다양하다. 그들은 대체로 한국경제의 위기가 경제구조에 기인하는 기초경제력의 위기인지와 여부에 따라 대체로 두가지로 나누어 살펴볼 수 있다.





위기에 대한 논의들

우선 첫째는 한국자본주의의 구조에서 위기의 맹아를 찾는 주장이다. 한국 자본주의는 “자체개혁능력을 상실한 사회”로 현재의 위기는 제도, 즉 구조의 위기이며, 특히 정부·기업(특히 재벌)·은행 등의 유착관계가 비효율성의 온상이라고 한다. 과거 이 유착관계는 한국의 고도성장을 뒷받침해왔지만 이제는 마치 죄고의 속력으로 질주하는 음주운전과 같다는데 것이다. 따라서 관료주의, 재벌의 차입경영 및 과잉증복투자, 무실한 은행 및 금융감독의 부재 등의

개혁 없이는 위기극복은 없다고 주장한다.

반면 한국자본주의의 위기는 경제구조, 즉 기초경제력의 위기가 아니라 일시적인 유동성부족에서 발생하였다는 주장이 있다. 한국은 균형잡힌 재정, 시장개방, 수출주도형 구조, 높은 민간부분의 투자 및 저축률 등의 장점이 있고, 이 장점들은 아직도 그대로 남아 있어 위기극복의 열쇠가 된다는 것이다. 즉 한국의 위기는 기초경제력의 위기가 아니라 다른 모든 투자자들이 돈을 회수하고 있다는 판단에 따라 단기투자자들이 자금을 한국에서 철수했기 때문에 일시적으로 유동성이 부족하여 발생한 것이다. 다만 이 입장에서도 금융부문의 실패는 지적되고 있다. 즉 정부가 금융부문을 제대로 감독하지 못하였고 따라서 경제성장기에 무분별한 대출로 인해 도덕적 해이(moral hazard)가 발생하였으며 자본 및 토지같은 실질자산의 거품(bubble)이 형성되었다. 따라서 이 입장에서는 지난 겨울 단기적 정책실패에 초점을 맞추고 있다. 그렇지만 금융부문의 구조개혁은 어느 정도 받아들인다.

이러한 입장은 정부의 강력한 시장개입, 강제적 구조조정에 어느정도 합의를 하고 있는 듯 보인다. 현재의 기업 및 은행의 퇴출방식이 한국자본주의의 장기 경제발전에 도움을 줄 것이지만, 그 결과가 실업이라는 형태로 노동자에게 귀착되는 것은 문제로 지적하지 않을 수 없다.

종합해 본다면, 한국자본주의의 현 위기는 국내의 부실한 경제구조, 재벌의 과다한 차입경영, 은행의 부실여신, 금융감독의 부재 등에 기인하고 있으며 따라서 이에 대한 정부의 대응도 기업 및 은행의 구조조정과 외국인자본유치로 일관되고 있다. 그러나 이러한 원인들은 오래전부터 지적되어 왔다. 그리고 미진한 개혁 탓에 구조적 원인들이 누적되어 작용하여 폭발할 수도 있지만, 이것은 시점의 문제 - 왜 97년 하반기에 위기가 발생하였는가 - 를 해결해주지 못한다. 사후 설명은 개연성만을 보여줄 뿐이다.

세계경제의 불안정성에서 파생된 위기

따라서 우리는 조금 다른 시각으로 한국자본주의의 위기를 살펴보고자 한다. 지금까지 일국적 요인에 초점을 둔 설명과는 달리 90년대 이후 세계경제의 변화가 한국자본주의가 추락한 것에 일정한 역할을 해 왔다는 시각을 가질 필요가 있다. 90년대 이후 세계경제의 가장 특징적인 면은 자본이동이 최고조에 달했다는 점이다. 자본이동이 작금의 위기와 맷는 관계를 분석함으로써 우리

는 현 위기가 우리만의 잘못이라기 보다는 세계경제 구조 속에서 터져나올 수 밖에 없는 예정된 사태라는 점을 인식할 수 있을 것이다. 이러한 시각은 과거 한국자본주의의 협약 체질을 전면 부정하는 것은 아니다. 한국자본주의가 위기를 맞은 원인이 고유한 경제구조의 협약함에 기인하는 것은 인정하지만, 그것이 국제화(Globalization)라는 세계경제의 변화와 맞물려 위기로 분출되었다는 것이고, 따라서 위기에 대한 대응책도 국내의 경제구조의 개혁이 필수불가결하지만 세계경제의 불안정성에 더 이상 노출되지 않도록 장기 대책을 강구하는 것도 필요하다는 점이다.

금번 한국경제의 위기는 외환위기를 동반하였다는 점이 특징이다. 이제까지 한국자본주의의 위기가 몇차례 있었지만, 외환위기를 동반한 것은 이번이 처음이다. 주식시장에서 외국인자본의 이탈이라는 것에서부터 출발하여 외환시장에서 자본이 원화로부터 지속적으로 이탈하여 원화가치는 달러당 900원 수준에서 한때는 2000원대에 육박하기도 하였다. 한국정부는 시장중심평균환율제도라는 일종의 관리통화제도에서 완전한 변동환율제를 채택하게 되었다. 이렇게으로써 원화가치는 완전히 외환시장에서 결정되게 되었다. 많은 경제학자들은 변동환율제는 환율이 신축적으로 변동하여 국내 경제정책의 자율성을 확보 할 수 있는 이점이 있다고 주장한다. 즉 환율의 결정을 시장에 맡겨두면 시장의 작동으로 인해 안정적인 균형을 찾아간다는 것이다. 그러나 금번 위기에서도 보았듯이 환율은 시장의 작동에 의해 결정되도록 그냥 놔둘 수 있는 거시변수는 아니다. 실물의 운동을 환율이 반영해서 결정된다는 교과서 설명과는 달리 환율의 결정은 실물과 꾀리되었고 오히려 환율의 운동이 실물을 억누르는 측면이 나타나게 되었다. 따라서 환율은 잔차로서 결정되는 것이 아니라 조심스럽게 관리되어야 할 거시경제 변수인 것이다.

그러나 환율이 외환시장의 수요와 공급에 의해 결정되고 수요와 공급이 안정적이라면 환율도 안정적일 것이다. 그러나 최근 국제금융시장의 움직임을 본다면 그 수요와 공급은 매우 불안정하다. 그러한 불안정적인 요소로 우선 들 수 있는 것이 단기투기자본의 움직임이라고 할 수 있다. 금번 한국경제의 위기에는 과거 우리가 이들의 유입을 허용하지 않아 자본의 유입이 그리 크지 않았던 것은 사실이나 최근 증권 및 채권 시장을 완전히 개방함으로써 이들의 활동 영역에 한국도 포함되게 되었다.

세계를 휘젓고 다니는 국제 자본들

헷지펀드로 지칭되는 단기투기자본들은 단기의 자본수익률을 목적으로 매우 빠르게 이동하는 자본으로 헷징(어떤 자산의 가격변동성으로 인해 생겨날 수 있는 이익과 손실을 서로 반대편으로 투자함으로써 상쇄시켜 위험을 제거하는 자본운용전략)을 주요 투자수단이나 위험관리 수단으로 활용하며 지속적으로 증가하여 왔다. 특히 헷지펀드는 80년대 들어서 85년 플라자합의에 의한 엔화 가치 폭등, 87년 미국 중시 폭락 등으로 성장을 거듭하였다. 이에 따라 88년에 전세계적으로 1374개에 불과했던 헷지펀드는 95년에는 무려 4000%가 증가한 4700여개에 달했으며, 투자자금 규모도 520억 달러에서 95년에는 3000억 달러로 급증하였다. 이러한 헷지펀드는 전세계를 대상으로 자금을 빠르게 움직이며 다양한 투자전략을 구사하고 있다. 그들이 사용하는 투자전략은 매우 다양하기 때문에 이를 일반적으로 설명하기는 매우 어려운 일인데, 그것들 중에서 최소한의 공통점을 추출한다면, 첫째 높은 레버리지(부채/자산비율)의 활용, 둘째 광범위한 파생금융상품의 활용, 셋째 웃세일 기법(가격이 떨어질 것이라고 생각하는 주식을 다른 투자가로부터 차입한 뒤 이를 시장에서 매도하고 이 주식을 실제 가격이 떨어졌을 때 다시 매입하여 상환하는 기술)의 활용, 넷째 평균이상의 고수익추구성향 등이다. 또한 이들이 주요 투자대상으로 삼는 파생금융상품은 5~10%의 증거금만으로도 거래가 성사되기 때문에 헷지 펀드들은 종종 자신의 자본금의 20배에 달하는 자금을 움직일 수 있게 된다. 따라서 현재 이들의 자본금 규모가 3천억 달라고 가정하고 20배의 레버리지 비율을 가정할 경우에는 이들이 실제로 통제할 수 있는 자금은 6조 달러에 달하게 된다. 헷지펀드의 규모가 이러한다면 이들의 어느 한 국가를 집중 공략했을 경우에 그들의 투자를 상쇄하여 자신의 통화 및 외환시장을 지킬 수 있는 국가는 어디에도 없다고 할 수 있다. 실제로 IMF가 우리에게 빌려주기로 합의 한 자금의 규모도 570억 달러정도이며, 94년 멕시코 위기 시에 멕시코가 IMF 및 국제사회로부터 빌려온 자금도 대략 500억 달러 정도에 불과하다. 따라서 헷지펀드의 운동으로부터 자유로울 수 있는 국가는 어디에도 없다. 결국 국제 금융시장에서 자본의 운동을 규제할 수 있는 국가 및 국제기구는 없는 반면, 자본운동의 속도와 규모는 더욱 빠르고 거대해지고 있다. 따라서 조금의 허점을 가지고 있는 국가는 필경 국제 자본의 사냥감이 되곤 한다.

한편 헷지펀드 이외에 국제적인 민간상업은행이 대출한 자본도 국제 자본이 동의 한 부분을 차지하고 있다. 이것은 헷지펀드와는 달리 비교적 장기적으로

묶여 있는 자금으로서 우리가 일본의 상업은행으로부터 빌려온 것, 우리가 동남아시아에 투자한 것 등이 대표적이다. 지난 80년대 말부터 세계경제는 소위 '개발의 시대'라고 할 수 있다. 80년대 말의 동구권의 시장경제체제로의 전환, 90년대 초부터 동남아시아의 고성장 등으로 인한 평균이상의 자본수익율로 인해 선진국의 거대 은행들은 이들에게 대규모로 투자했던 것이다. 실제 통계를 보면, 96년의 경우 이번 외환 및 금융위기를 겪은 동남아시아 5개국(한국, 인도네시아, 말레이시아, 태국, 필리핀)의 자본유입규모는 928억 달러로 94년의 474억 달러에 비해서 95%이상 증가하였다. 일본의 저금리와 동아시아지역의 고수익으로 인한 자본유입으로 동아시아 지역의 자본유입은 매년 큰 규모로 늘어났었다. 이와같이 이 지역의 대출이 급격히 증가한 것은 직접투자나 포트폴리오 투자에 의한 주식투자보다 상업은행의 이 지역 대출이 크게 증가했기 때문이다. 실제로 금번 동아시아의 외환 및 금융위기를 겪은 국가들은 위의 헛지펀드에 의한 것보다는 상업은행에 의한 대출로 인한 자본유입규모가 더 크고 따라서 이들 자본의 만기연장이 어떠한 사정에 의해서든(국내 상황이든 국제 상황이든) 어렵게 되자 외환위기가 발생한 것이라고 할 수 있다.

구멍 많은 국제통화제도

종합해 보면, 최근 국제금융시장에서 자본은 대규모로 매우 빠르게 움직이고 있으므로 한 나라가 통화가치를 지키려는 노력은 실패로 돌아가기 십상이다. 이러한 자본국제화 현상은 실상 금융시장의 통합과 많은 관련이 있다. 세계화(globalization)로 표상되는 이러한 현상은 1971년 브레튼우즈 체제의 붕괴와 함께 자유주의 정책의 일환으로 나타났다. 즉 자유로운 무역, 자유로운 자본거래는 자원배분의 효율성을 보장해 준다는 논리이다. 따라서 정부의 규제를 없애고 모든 것을 시장에 맡겨야 한다는 주장이다. 위에서도 지적했지만 환율에 관련해서 그것은 변동환율제로 귀착되었다. 그러나 1971년 이후의 경험은 시장에서의 안정적인 통화가치의 결정과는 거리가 멀다.

그러나 한편 현재보다 금융시장의 통합도가 더 높았다는 1차 세계대전 이전의 경험은 금융시장의 통합경향이 반드시 불안정한 자본운동을 동반하는 것은 아니라는 점을 보여준다. 많은 연구들은 1914년 이전에 금융시장의 통합도가 매우 높았으며, 자본이동도 지금보다 상대적으로 더 많은 규모로 이루어졌지만 매우 안정적으로 운용되었음을 보여준다. 그 원인은 무엇보다도 금이라는

절대적인 가치와 각국통화의 금태환성의 고수에 기인한다고 할 수 있다. 이러한 경험을 반추해 보면 현재의 국제통화제도는 많은 허점을 가지고 있는 것이 사실이다.

첫째 달러가 금태환성이 포기된 1971년 이후에도 지속적으로 국제통화로서 기능한다는 점이다. 혹자는 이 때문에 최근의 국제통화제도를 달러본위제라고 지칭하기도 한다. 문제는 달러는 국민통화임과 동시에 국제통화로서 사용된다 는 것이다. 달러가 국제통화라는 사실은 각국이 달러로 무역결제를 한다는 것과 동시에 각국 통화가 달러를 기준으로 통화가치가 설정된다는 것이다. 그러나 달러가 기초로 하는 그 어떤 것, 즉 과거의 금과 같은 통화기초단위는 없다. 따라서 미국은 인플레이션이 문제가 되지 않는 한 달러를 찍어서 거래에 사용하면 된다. 이럴 경우에 미국은 화폐주조차익(seigniorage)을 누리게 된다. 따라서 달러가치를 뒷받침해 줄 수 있는 그 어떤 것이 존재하지 않는 상황에서 국민통화인 달러가 국제통화로 사용되면 달러가치는 항상 불안정할 수밖에 없다.

둘째 세계경제는 세계화라는 통합화경향과 함께 지역경제통합이라는 지역주의 경향도 있다. 유럽의 경우 유럽연합이 출범하였고 내년 1월부터는 유로(Euro)라는 공동통화가 발행된다. 이에 따라 세계는 달러와 유로로 양분되거나 혹은 달러, 유로, 엔화로 나뉠 가능성이 크다고 할 수 있다(물론 유로화가 국제통화기능을 수행하는 데에는 보다 정밀한 검토가 필요하다). 따라서 국제 통화의 기능이 달러에 집중되었던 것보다 달러, 유로, 엔 등으로 분산된 경우에는 이를 주요통화간에 자본이동은 더욱 심해질 수밖에 없다. 그럴수록 달러 가치는 더욱 불안정해질 수밖에 없다.

아시아 시장에 제도를 복원해야

이처럼 기축통화인 달러의 가치가 불안정하면 세계의 금융질서 자체가 불안정할 수밖에 없다. 그러나 현재 세계금융시장에는 그러한 불안정성을 제어할 어떤 제도적 장치도 없다. 변동환율제라는 모든 것을 시장에만 맡겨두는 제도 아닌 제도만이 존재할 뿐이다. 따라서 우리에게 주어진 문제는 시장에 제도를 복원시키는 임무이다. 그 방법으로는 몇 가지를 생각해 볼 수 있는데 자본이동성을 제약하는 것, 환율 변동을 억제하는 것 등이 그것이다.

먼저 자본이동성을 제약하는 것으로 자본거래세를 설치하자는 제안이 있다.

일명 토빈세로 불리우는 이 방법은 자본이 국경을 넘어 이동할 경우에 자본수입국이 거래에 대해 세금을 부과하는 방식으로 세율에 따라 효과는 달라지겠지만 어느 정도 자본이동을 억제할 수 있다. 그러나 개도국에서 성장에 필요한 자본을 국내에서 조달하기 어려운 경우에 외자에 의존하는 수밖에 없음을 감안한다면, 그러한 자본거래세를 채택할 수 있는 국가가 거의 없음을 추측할 수 있을 것이다.

둘째의 방법은 환율의 변동을 억제하는 것이다. 지난 94년에 브레튼우즈체제 50주년을 기념하여 각국의 금융전문가들이 모인 자리에서 현재의 변동환율제를 보완해야 할 필요성이 제기되었고, 그것은 목표환율제로 합의가 된 바 있다. 목표환율제란 일정한 벤드를 설정하고 그 벤드 안에서는 환율이 자유롭게 변동할 수 있지만, 환율변동이 벤드를 넘는 압력이 생길 경우 각국이 시장개입을 하도록 하는 정책협조를 의무화하여 그러한 압력을 상쇄시키자는 제안이다. 그러나 이 방법의 핵심은 그러한 정책협조를 의무화할 수 있느냐의 여부이며, 현재의 자본이동을 상쇄할 수 있을 정도의 규모로 각국의 시장개입이 이루어질 수 있는지의 여부이다. 여기에서 최근 중국의 위안화 평가절하를 고려해 볼 수 있다. 위안화의 평가절하가 국제금융시장에 미칠 영향은 재론할 필요가 없을 것이다. 현재 중국 금융당국은 위안화의 평가절하가 없을 것이라고 수시로 공언하고 있지만, 98년 상반기 중국의 수출이 감소하는 추세인데, 만일 수출감소가 중국 경제에 상당한 영향을 미칠 정도로 감소한다면 중국은 평가절하를 고려하지 않을 수 없을 것이다.

따라서 국제자본이동을 억제하고 세계경제의 불안정성을 조금이라도 줄이려는 노력은 매우 어려운 일이다. 이렇듯 현실성있는 대안이 별로 없는 상황에서 우리는 무기력증에 빠져들고, 그러한 불안정성을 있는 그대로 인정하자는 채념론이 고개를 드는 것이 사실이다. 실상 현재의 연구상황도 이런 상태에서 크게 벗어나 있지 못하다. 그렇지만 우리는 유럽통화동맹이라는 참고할 만한 뛰어난 예를 가지고 있다. 비록 유럽의 질서가 아시아의 경제구조와는 매우 달라 그 경험이 곧바로 우리의 대안이 될 수는 없겠지만, 그 경험은 우리에게 많은 것을 시사하고 있다. 전세계적인 고정환율제의 채택이 불가능할 경우에 특정 지역에서 고정환율제를 제도로서 복권하는 것은 현재 우리에게 남은 유일한 대안이라고 할 수 있다. 물론 그것이 아시아 지역의 이질성으로 인해 매우 오랜 시간이 걸릴 수도 있고 어쩌면 불가능에 가까울 수도 있지만, 우리는 장기적으로 조심스럽게 이에 대비해야 할 것이다. ♦