

자본개방의 거시경제적 성과 :

중남미와 동아시아

김경수(성균관대 경제학과)¹⁾

글의 순서

- I. 머리말
- II. 자본유입의 현황
- III. 자본유입의 경제적 성과와 정책교훈
- IV. 자본유입의 요인
- V. 맺는말

I. 머리말

지난 80년대 말 이후 다수 개도국으로의 대규모 자본 유입이 일어나고 있다. 80년대 초 외채위기로 중단되었던 선진국과 개도국 사이의 자본이동은 1989년 동아시아 국가에 대한 투자로 재개되었으며 90년대에

1) 본 논문은 1996년 상반기 한국라틴아메리카학회주최 라틴아메리카 학술대회에서 발표한 것을 수정·보완한 것임. 학회참여자들의 유익한 논평에 감사드립니다. 특히, 영산국제산업대학교의 선우건 교수, 한국외국어대학교의 김기현 박사, 한림대학교의 김우택 교수님께 감사드립니다.

들어와 중남미 그리고 구공산권 국가로 확산되어 투자대상국 시장을 지칭한 이른바 開途國證市國家(emerging market economies)라는 신조어가 유행하게 되었다.

선후진국간 자본이동성에 관한 고전파 경제학의 시각은 마치 물이 높은 곳에서 낮은 곳으로 흐르듯이 자본이동에 아무런 장애요인이 없다면 자본은 수익률이 낮은 지역에서 높은 지역으로 이동하는 것이다. 즉, 자본의 한계생산력으로 정의되는 자본의 수익률은 인구에 비해 자본이 풍부한 선진국보다 자본이 부족한 후진국에서 월등히 높기 때문에 당연히 선진국에서 후진국으로 막대한 규모의 자본의 이동이 기대된다. 따라서 개도국의 실질금리는 선진국과 동일하게 되어 더 이상 자본의 이동은 없으며 개도국에서 선진국으로 배당금, 이자지급 등 이전지출이 발생하고 같은 크기만큼의 개도국은 선진국에 대하여 무역흑자가 실현될 것이다.

그럼에도 불구하고 왜 선진국에서 후진국으로 자본이동이 원활히 일어나지 못하는 것인가. 국가간 자본이동에 어떤 장애 요인이 존재하고 있기 때문인가. 고전파 경제학은 개도국의 地代追求行爲에서 찾고 있다. 즉, 자본잠식에 대한 경계 등 개도국의 정치경제적 동기에 의한 규제가 선진국에서 개도국으로 충분한 자본이동이 일어나지 못하게 하는 장애 요인인 것이다(Lucas, 1990).

그러나 많은 개도국의 경우 해외자본유입에 대한 규제가 대폭 완화되었거나 전무한 실정임을 감안한다면 적어도 개도국의 규제가 중요한 장애요인이 될 수는 있다 하더라도 유일한 요인이 될 수는 없을 것이다. 현실은 오히려 고전파 경제학의 예측과는 반대로 선진국의 경기침체와 같은 개도국이 통제할 수 없는 외부적 요인이나 과도한 자본유입으로 인하여 통화위기나 채무상환 불이행의 가능성을 높이는 거시경제적 불균형에서 찾고 있다.

앞서 지적한 바와 같이 개도국에서 선진국으로부터의 자본유입은 부족한 자본의 문제를 해소함으로써 빠른 경제성장과 함께 수출산업의 생

산성을 높여 무역수지가 개선되고 개선된 무역수지를 통하여 채무상환이 이행된다. 그러나 이와 같은 예측과는 반대로 자본개방을 추진하였던 많은 개도국에서 자본유입에 따른 심각한 부작용을 경험하고 있다. 즉, 과도한 자본유입은 경제성장을 촉진하기보다는 국내 유동성의 팽창, 주식, 부동산 가격의 급등, 저축률의 감소, 과도한 실질환율의 절상 등 심각한 경제적 불균형의 양상을 보이고 있다.

물론 이와 같은 경제적 불균형이 언제까지 지속될 수는 없다. 항구적 붐에 대한 낙관론이 불확실한 미래에 대한 비관론으로 대체될 때, 또 국제금리의 인상 등 경제 외적인 요인으로 자본의 유입이 차단되거나 역류할 때, 자산가격의 폭락과 유동성의 부족은 과열된 국내 경기를 단기간에 반전시킨다. 총수요의 감퇴로 소득수준 자체가 감소하거나 소득의 장기추세를 밀도는 결과를 가져온다. 뿐만 아니라 투기적 동기에 의한 자본의 유출은 통화위기의 원인을 제공할 수 있다. 특히, 유입된 자본이 소비지출의 재원 조달을 위해 경상수지적자로 유출될 때 채무불이행 사태로 발전할 수 있다. 최근 멕시코의 폐소화 위기에서 그 전형을 찾아볼 수 있을 것이다.

자본개방은 개방국의 금융 부문에도 심각한 후유증을 초래할 수 있다. 과도한 해외자본의 유입이 국내 금융기관의 신용을 통하여 증개될 때 유입된 유동성은 증폭되어 신용공급은 크게 늘어난다. 이때 늘어난 신용이 전략산업에 공급되기보다는 여신기관의 신용기준이 하향조정되어 부동산개발, 소비자금융 등 경기변동에 민감한 부문에 대한 여신이 증가한다.

특히 대외적 자유화가 대내적 금융자유화와 병행하여 추진될 때 여신공급기관의 자산에 대한 규제완화는 시장점유를 높이기 위한 무분별한 대출활동과 함께 여신기관 자산구성의 과도한 변화는 심각한 부실화의 문제로 발전할 수 있다. 금융당국의 건전규제·감독이 금리, 여신규제 등 경제적 규제를 원활히 대체할 수 없을 때 그리고 묵시적, 명시적 예금

보험이 존재할 때 역선택, 도덕적 위험과 같은 시장의 실패가 일어날 수 있다.²⁾

이와 같이 과도한 해외자본의 흐름으로 인하여 일어나는 경기 사이클 인 이른바 스페니시 질병은 정도의 차이는 있겠으나 선후진국을 막론하고 자본개방을 추진한 거의 모든 나라에서 관찰되고 있다.³⁾

그러나 개도국의 특성상 작은 경제규모, 다변화되지 못한 수출산업구조, 취약한 금융시장, 정부의 규제, 감독역량의 부족 등으로 인하여 선진국에 비해 외부의 쇼크에 경제가 쉽게 노출되고 있다는 점에서 차이가 있다. 따라서 자본개방으로 초래된 경제적 불균형이 개도국에서는 채무 불이행이나 통화의 붕괴와 같이 단기적으로는 치유되기 어려운 상황으로 발전되기도 한다. 94년 멕시코 폐소화와 92년 EMS 위기의 두 사건은 좋은 대조를 이룬다. 투기적 자본의 흐름이 두 지역 모두 통화위기를 가져왔으나 통화위기로 경제가 손상받은 쪽은 개도국 멕시코였다.

한편 같은 개도국이라 할지라도 자본개방에 따른 스페니시 질병과 그에 따른 채무상환 불이행의 문제는 개별 국가에 따른 차이는 있지만 동아시아보다는 중남미 지역에서 일관적으로 심각한 것으로 나타났다. 즉, 자본개방으로 동아시아 지역에서는 투자가 중남미 지역에서는 소비가 각각 크게 신장하였고 일국 경제의 대외경쟁력의 중요한 지표인 실질환율도 동아시아 지역보다 중남미 지역에서 크게 절상되었다.

직관적으로 두 지역간 해외자본유입의 거시경제적 성과의 차이는 두

2) 아마도 1978~81의 칠레와 80년대 후반 북구 4국에서 대표적인 사례를 들 수 있을 것이다. Vittas(1992)에서 자본개방 등으로 인하여 초래된 과도한 해외유동성의 유입이 각국의 금융시스템에 미치는 영향이 소개되고 있다.

3) 한편 스페니시 질병은 해외유동성의 유입에 그 배경이 있다는 점에서 자본개방뿐 아니라 과도한 경상수지 흑자에도 기인하고 있다. 급격한 교역조건의 개선으로 실현된 대규모 무역수지 흑자 역시 자본유입의 경우와 매우 유사한 경제적 불균형의 원인이 될 수 있으며 'Dutch Disease' 또는 'Japanese Problem'으로 불리우기도 한다.

지역간 경제성장률의 차이를 설명하는 것과 같은 맥락에 기인하는 것으로 볼 수 있을 것이다. 그리고 자본유입 규모가 중남미 지역에 과다하게 일어났을 수도 있을 또 다른 가능성이 있다. 그 어느 경우든 이들 국가에 대한 자본유입이 어떤 경제적 여건과 동기에서 비롯되고 있는지 밝혀야 할 필요가 있다. 이를 근거로 향후 이들 지역에 대한 해외자본이동의 패턴을 전망하고 이에 대응한 안정적 거시경제정책의 운용이 가능하기 때문이다.

본 논문은 이와 같은 관점에서 중남미와 동아시아 지역에 대한 해외 자본유입의 현황과 거시경제 성과, 자본유입의 요인, 지속성 등을 기존의 문헌을 중심으로 논의하고자 한다. II절에서는 자본유입의 현황을, III절에서는 거시경제 성과를, IV절에서는 자본유입의 요인 및 지속성을 논의하고 V절에서 맺는말로 본 논문을 마무리하고자 한다.

II. 자본유입의 현황

80년대 채무불이행 사태로 상당 기간 크게 위축되었던 개도국으로의 자본유입은 89년을 전환점으로 재개되었다. <표 1>에서 확인할 수 있듯이 1990~93년 기간중 개도국에 대한 연간 순자본유입 규모는 3배를 초과하고 있으며 93년을 정점으로 선진국으로부터의 자본유입은 하향곡선을 그리고 있으나 80년대와 비교할 때 여전히 높은 수준을 유지하고 있다.

이와 같은 자본유입의 증가로 개도국의 경상수지 적자 폭은 크게 증가하게 되었고 일부에서 개도국의 외채문제는 다시 제기되고 있다. 즉, 1990~93년 기간 동안의 연평균 자본의 순유입규모가 수출 또는 GNP를 기준으로 할 때 1978~81년의 외채위기 시기와 비슷한 수준에 이르고 있음은 이 기간 동안의 자본유입이 과다한 것이 아닌가 하는 의구심을 갖기에 충분한 것이다.

〈표 1〉 개도국에 대한 순자본유입(연간)

		1978~1981	1982~1989	1990	1991	1992	1993	1990~1993
Long Term	US\$bil.	53.5	34.5	44.5	57.5	98.9	157.6	89.6
	%Exports	12.3	5.9	5.4	6.5	10.9	16.6	10.1
	%GNP	2.7	1.2	1.1	1.4	2.4	3.7	2.2
Short Term	US\$bil.	22.5	5.3	13.0	23.4	28.8	33.5	24.7
	%Exports	5.2	0.9	1.6	2.7	3.2	3.5	2.8
	%GNP	1.1	0.2	0.3	0.6	0.7	0.8	0.6
Total	US\$bil.	76.0	39.9	57.6	80.9	127.8	191.2	114.4
	%Exports	17.5	6.8	7	9.2	4.1	20.2	12.8
	%GNP	3.8	1.4	1.4	2	3.1	4.5	2.8

자료 : Fernandez-Arias and Montiel(1995)에서 정리.

한편 90년대에 들어와 사적 자본의 흐름은 과거와 다른 패턴을 보이고 있다. 제1, 2차 오일 쇼크기간(1973~81)동안에 자본유입은 개도국 공공 부문에 대한 중장기 신디케이트은행대출이 큰 비중을 차지하였다. 그러나 90년대에는 FDI, 증권투자와 같은 장기자본이 훨씬 큰 비중을 차지하고 있으며 단기자본은 장기자본에 비하여 상대적으로 크게 위축되었다〈표2〉. 공공 부문 대신 민간 부문이 해외자본유입의 대상으로 부각되었음은 물론이다.

장기자본의 구성도 큰 차이를 보이고 있다〈표 3〉. FDI와 함께 증권투자 특히, 주식투자의 비중이 크게 늘어났으며 은행을 대신해서 새로운 유형의 투자자를 중심으로 개도국에 대한 투자활동이 전개되고 있다. 그러나 지역에 따른 투자형태에 차이가 있다.

중남미지역에서는 증권투자가 절대적인 반면 동아시아에서는 자본구성내용이 보다 다양하다. 특히 중남미 국가의 경우 자본유입의 17%를 차지하고 있을 뿐이나 동아시아 지역에서 FDI는 자본유입의 44%로 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 나아가 태국보다는 말레이시아, 말레이시아보다는 인도네시아에서 장기자본의 비중이 더 큰 것은 같은 지역이라

하더라도 국가에 따른 차이가 있음을 반영한다.

〈표 2〉 장기자본의 구성과 유입부분(%)

	1978~1981	1982~1989	1990	1991	1992	1993	1990~1993
FDI	18.0	38.7	55.9	61.1	46.0	41.3	47.6
Portfolio equity flows	0.1	2.3	8.5	13.1	14.2	29.7	20.1
Portfolio debt flows	3.3	7.6	7.2	17.9	10.7	25.2	17.8
Other debt flows equity	78.7	51.4	28.5	7.8	29.1	3.8	14.5
debt	18.1	41.0	64.3	74.3	60.2	71.0	67.7
to the private sector	81.9	59.0	35.7	45.7	39.8	29.0	32.3
to the public sector	38.3	40.7	85.4	89.4	81.5	82.0	83.4
	61.7	59.3	14.6	10.6	18.5	18.0	16.6

자료 : Fernandez-Arias and Montiel(1995).

다음 이 시기 자본유입의 두번째 특징은 유입 대상국이 20여 개의 국가에 집중되었으며 유입시점도 지역별 그리고 국가별 차이가 있다. 우선 대규모 자본의 유입은 동아시아, 중남미 등 중간소득 국가 그룹에 집중적으로 일어났다. 1989~93년 기간중 동아시아 지역에 대한 증권투자의 85%가 중국, 인도네시아, 한국, 태국에 집중되고 있으며 중남미 지역은 아르헨티나, 브라질, 베네수엘라가 95%의 비중을 차지하고 있다. 한편 자본유입은 중남미보다 아시아 지역에서 먼저 일어났으며 태국('88), 말레이시아('89), 인도네시아('90), 그리고 중남미 국가('91)의 차례로 확대되었다.

마지막으로 주목할 것은 유입시기이다. 개도국에 대한 자본유입이 집중적으로 일어난 1989~93년 동안은 선진국의 경기침체로 인하여 실질,

명목금리수준이 모두 낮은 시기이었다.⁴⁾ 선진국의 자국 자본시장에 대한 외국인 증권발행에 다른는 규제완화 조치가 역시 이 기간에 걸쳐 이루어졌다. 이와 같은 개도국 외적 환경의 변화는 이 기간 동안의 자본유입을 설명하는 주요 요인이 될 수 있을 것이다.

그러나 한편 개도국의 구조개혁, 재정개혁, 사유화, 수출다변화 등 경제개혁과 함께 외국인 투자규제 완화 등 대내적 여건의 개선도 자본유입에 중요한 기여를 하였을 가능성이 있다. 특히, 중남미 지역에 대한 자본의 유입이 1989년 브래디 플랜이 발표된 이후에 일어났으며 자본유입의 형태, 시점이 지역별, 국가별로 차이가 있음은 이와 같은 가능성을 뒷받침하고 있다.

III. 자본유입의 경제적 성과와 정책교훈

1. 자본유입에 대응한 정책대응⁵⁾

개도국 증시에 대한 대규모 자본의 유입은 비록 인플레이를 동반하고 있다는 증거는 없으나 유입국의 실질환율이 절상되는 일반적인 추세를 보이고 있다. 자본유입 압력을 완화하기 위하여 광범위한 정책수단이 도입되고 있으나 대략 자본유입 규모를 줄이고자 하는 정책과 총수요를 억제하고자 하는 정책으로 구분될 수 있다. 전자의 경우 자본통제, 이자평형세, 자본유출에 대한 규제완화·철폐, 무역자유화, 환율의 변동폭 증

4) 1989년 미국의 단기금리가 9.1%로 절정에 달하였으나 1993년 3.2%로 하락하였다.

5) 최근 개도국 증시국가의 자본개방에 정책대응은 Oks and Van Wijnbergen (1994), 김경수 (1995), Fernandez-Arias and Montiel(1995), Sachs, Tornell and Velasco(1995)에 의하여 보고되고 있다.

대, 외채의 조기상환의 예에서 찾을 수 있다. 한편 중화정책, 지준의 인상, 긴축적 재정정책, 상업은행 자산을 축소하는 정책은 후자의 범주에 들 수 있다.

그러나 이와 같은 정책 수행에는 유효성과 함께 효율성도 문제가 될 수 있다. 자본통제의 경우 자본개방의 정도에 따라 유효성 자체가 문제가 될 수 있거나 자본유입이 충분하지 않게 일어날 수 있는 비효율성의 문제가 있다. 그리고 자본유출에 대한 규제완화는 오히려 자본유입에 대한 인센티브를 제공할 수 있는 측면이 있다.

중화외환시장 개입은 실질환율의 절상을 방지하는 효과적 수단이 될 수 없다. 특히 지속적인 자본의 유입으로 균형 실질환율이 절상하는 경우 중화외환시장 개입은 아무런 효과 없이 단지 부작용만 초래하게 된다.⁶⁾ 더욱이 자본이동성이 높을 때 추가 자본의 유입을 초래함으로써 단지 일시적 효과만을 기대할 수 있다. 한편 중화정책은 국내외 금리차로 인하여 초래되는 부채의 증가로 중앙은행의 準재정 비용이 증가하게 됨으로써 본원통화 증가의 압력과 함께 환투기의 잠재적 위험이 따른다.

지준의 인상도 자본의 유입이 주식, 부동산, 비은행 금융기관 등 비은행권을 경유하여 국내 경제에 파급될 가능성이 있어 중·장기적 정책대응으로는 미흡하다고 볼 수 있다. 나아가 지준의 인상이 긴축신용을 초래할 때 기업의 활동이 위축되는 문제가 있다. 한편 비은행 부문이 클수록 공개시장 또는 지준을 통한 중화정책의 효과는 떨어질 것으로 기대된다.

긴축재정정책은 강력한 정부가 아니라면 적어도 단기정책으로는 실행 불가능한 측면이 있다. 환율변동폭의 확대 역시 한국과 같이 대외의

6) Elbadawi and Soto(1994)는 칠레의 경우 대규모 자본유입이 실질환율 절상의 원인인지 또는 과대평가된 페소화 즉, 실질환율의 절상이 해외자본유입의 원인이 되는지의 여부를 1960~92년 연간자료를 이용하여 분석하였다. 이들의 연구결과는 단기자본, 장기자본, FDI, 금융투자로 자본을 분류하였을 때 장기자본 흐름과 FDI만이 경제기초변수를 반영하는 장기균형 실질환율에 영향을 주는 것으로 나타났다.

존도가 큰 나라에서는 환리스크 증가로 인한 환손실, 무역 위축의 위험이 있는 것이다.

이상 자본유입에 대응한 정책효과의 양면성은 한 가지 정책을 남용하기보다는 정책의 결합을 통해서 기대되는 부작용을 보완하는 것이 바람직하다는 결론을 내릴 수 있다. 예를 들어 핫머니의 성격이 있는 증권투자의 유출입은 재정정책을 경제의 기초변수와 조화롭게 운용하는 것을 중·장기적으로 어렵게 한다. 그러므로 단기적으로 통화정책이 재정정책의 경직성을 보완하는 것이 필요하다. 그리고 중화개입이 긴축재정정책을 동반할 때 효과적일 것임은 자명한 것이다.

탄력적인 긴축재정정책은 과도한 자본의 유입과 중앙은행의 준재정손실을 줄이고 실질환율의 과도한 절상을 피할 수 있다는 점에서 매우 유용한 정책수단이 될 수 있다. 정부지출의 규모가 감소하는 나라가 상대적으로 낮은 실질환율의 절상률을 보이는 추세는 이를 뒷받침하고 있다. 만성적인 공공 부문 적자는 안정적 실질환율의 운용에 장애가 되며 따라서 공공 부문의 저축을 확대하는 것이 장기적으로 실질환율을 안정화할 수 있는 정책인 것이다.

2. 자본유입의 경제적 성과

앞서 지적한 바와 같이 유입된 해외자본은 경상수지 적자를 통하여 다시 해외로 리사이클링된다. 이 때 유입된 해외자본의 일부는 리사이클링되지 않고 중앙은행의 외화자산의 형태로 국내에 잔류할 수 있게 된다. 이는 유입국의 통화당국이 자국의 환율이 고평가 되는 것을 억제하기 위하여 외화표시 자산을 매입하는 형태의 외환시장개입을 하기 때문이며 외환시장 개입의 결과 중앙은행이 보유하는 외화자산이 증가하게 되고 그 증가분 만큼 국내에 잔류하게 되는 것이다.

〈표 3〉은 주요 자본유입국에서 유입된 해외자본이 어떤 용도로 쓰이

는가를 보여 준다. 첫째 열은 유입된 자본이 중앙은행의 외화자산의 형태로 잔류된 비율을 표시한다. 둘째 열은 채무국으로서 해외 투자가들에 대하여 이자, 배당금 등과 같이 채무이행시 발생하는 지출이며 국제수지 표상 경상수지에 포함된 무역외수지 중 해외수익 계정을 나타낸다. 셋째 열은 무역수지 적자로 유출된 부분이다. 그러므로 둘째와 셋째 열이 유입된 자본 중 경상수지 적자로 리사이클링된 비율을 표시한다. 넷째 열과 다섯째 열은 국민소득 계정에서 무역수지 적자의 상대적 요인을 나타내고 있다. 무역수지의 불균형은 저축과 투자의 괴리에서 비롯되며 무역적자는 소비의 증가 즉, 저축의 감소와 투자의 증가로 설명된다. 여섯째 열은 투자의 재원으로 조달되는 유입된 자본의 비율을 표시하고 있다.

〈표 4〉는 중남미 국가와 동아시아 국가간에 국내에 잔류된 자본유입의 비율에 따른 차이는 없으나 경상수지적자의 내용 면에서 큰 대조를 보여 준다. 즉, 칠레를 제외한 아르헨티나, 멕시코 등 중남미 국가에서 자본의 유입으로 투자보다는 소비가 증가하는 추세이나 반대로 한국, 말레이시아와 같은 동아시아 국가에서는 투자가 늘어나고 있다. 간단히 요약하자면 중남미 지역에서는 해외자본을 소비의 재원으로 충당하고 있음에 비하여 동아시아 지역에서는 투자조달로 쓰이고 있는 것이다.” 가장 성과가 좋은 칠레의 경우도 동아시아 국가의 기준에서 보자면 필리핀보다 나을 뿐이다. 이는 중남미 지역의 향후 경제 성과가 동아시아보다 열악한 것을 시사하고 있으며 향후 채무불이행의 가능성을 높게 함으로써 지속가능한 해외자본의 유입이 그만큼 어려울 것이라는 전망을 하게

7) 예를 들어 1994년 폐소화 위기를 경험한 바 있는 멕시코의 경우 자본의 유입은 1988~92년 민간 저축의 감소를 초래하여 89.3~92.4 소비자 금융이 실질가치로 연간 50% 성장하였다. 그 결과 93년 국내저축률 수준으로 1989~92년 기간의 성장률은 불가능하였다. 94년 3월 Colosio의 암살 후 민간 자본유입 대신 보유외환으로 경상적자를 충당하였으며 94년 2, 3, 4분기에 경상수지적자의 86.3%가 보유외환으로 충당되었다.

한다.

〈표 3〉 주요 개도국 중시국가에 유입된 해외자본의 용도와 내국인의 국내지출(%)

	Allocation of Capital Account			Use of Domestic Absorption		Marginal Investment
	Reserve Accumulation	Net Factor Payments	Trade Deficits	Consumption	Investment Deficits	Impact of Capital Inflows
Argentina (91~93)	40	37	23	73	27	16
Chile (89~93)	57	71	-28	21	79	34
Mexico (90~93)	21	24	55	69	31	24
Venezuela (91~93)	5	136	-41	40	60	57
Turkey (90~92)	14	-44	130	117	-17	-14
Thailand (88~92)	41	10	48	-196	296	174
Portugal (89~92)	66	-118	152	196	-96	-33
Philippines (89~93)	26	4	69	49	51	38
Malaysia (90~93)	70	37	-7	13	87	26
Korea (91~93)	31	35	34	-6	106	73
Indonesia (90~92)	35	91	-27	-59	159	103
Colombia (92~93)	425	241	-567	68	32	-103
Bolivia (90~93)	10	31	59	20	80	72

Brazil						
(91~93)	143	149	-193	b/	b/	b/

자료 : Fernandez-Arias and Montiel(1995).

이와 같은 차이는 다음의 자본유입의 거시경제적 성과를 보여 주는 <표5>에서 보다 잘 드러난다. 대외지수를 결정하는 가장 중요한 지표가 되는 물가수준의 차이를 감안한 실질환율이 중남미 국가에서 그 절상 폭이 두드러지게 나타난다. 수출 성장률도 동아시아 국가가 중남미보다 높은 추세를 보이고 있다.⁸⁾

Corbo and Hernandez(1994)에 따르면 중남미 지역에서 칠레와 동아시아에서는 한국, 필리핀을 제외하고는 일반적으로 동아시아 국가가 상대적으로 긴축적 재정정책을 수행하고 있는 것으로 보고되고 있다. 자본유입시 중남미에서는 저축률의 감소가 동아시아에서는 투자율의 증가가 관찰되며 실질환율, 수출증가율 등 다른 거시지표에서도 지역에 따른 차이가 나타난다.⁹⁾ 여기에는 앞에서 지적한 자본유입의 부작용을 방지하는 중앙은행의 통화정책의 수행능력에 따른 차이에 그 배경이 있을 수 있다. 그러나 보다 근본적인 것은 통화정책의 수단보다도 경제의 기존 조건이 자본유입에 대응한 성과를 결정하는 중요한 요인으로 이들은 보고 있다.

8) 독자들은 중남미 지역의 더 높은 실질 GDP 증가율에 큰 의미를 부여할 필요는 없다. 짧은 표본 기간은 높은 성장률이 경제의 기초변수에 의하여 결정되는 장기 추세보다는 호불황의 경기변동을 반영하는 경향이 있기 때문이다. 예를 들면, 한국의 경우 -0.9%의 성장률은 200만 호 주택건설 등 경기과열을 진정하기 위한 긴축정책에 기인하고 있다.

9) 이와 같은 차이를 근거로 개도국 중시 국가의 유형을 중남미 스타일과 동아시아 스타일로 분류·정의하고 있다.

〈표 4〉 자본유입의 거시경제적 성과(유입 전 시기 대비)

	Cumulative Real Exchange Rate Appreciation	Real Exports Growth	Real Imports Growth	Real GDP Growth	Monetary Base Growth	Money Multiplier (M1)	Money Multiplier (M2)	Domestic Inflation
Argentina (91~93)	107.2	-12.7	55.1	11.8	-3949.9	47.4	61.7	-2631
Chile (89~93)	7.3	2.0	-2.1	0.4	19.8	39.6	35.7	1.3
Mexico (90~93)	39.5	0.2	-8.4	1.4	-5.0	96.2	39.9	-7.2
Venezuela (91~93)	15.5	-6.3	42.7	8.9	-53.3	-29.9	-13.6	-28.0
Thailand (88~92)	-1.9	-1.2	4.7	3.0	0.0	-0.1	16.0	2.7
Portugal (89~92)	21.1	-1.9	-9.2	-1.5	15.9	-38.7	-38.3	2.0
Philippines (89~93)	13.1	-4.5	-13.6	-3.4	6.5	-10.1	0.3	6.0
Malaysia (90~93)	-6.3	-2.7	-10.6	-0.3	-0.3	-4.4	-6.0	1.1
Korea (91~93)	-5.8	11.3	-4.9	-0.9	-0.8	16.1	6.9	-0.3
Indonesia (90~92)	-2.0	8.0	17.6	0.1	2.2	6.9	41.0	1.1
Colombia (92~93)	28.0	-2.3	37.9	0.7	5.6	8.4	8.4	-4.6
Bolivia (90~93)	-13.8	-16.0	1.4	0.3	-21.8	20.2	51.2	-0.8
Brazil (91~93)	-4.5	-11.6	-23.2	0.4	-628.6			-913.8

자료 : Fernandez-Arias and Montiel(1995).

경상수지 적자가 지속적으로 유지할 수 없을 정도로 그 규모가 큰 개도국의 경우 적절한 정책대응이 필요하다. 자본시장과 은행 부문에 대한 건전 규제·감독을 강화하는 제도의 도입과 예상치 않은 자본의 유출에 대비하여 은행시스템의 유동성과 지불능력을 높이기 위한 차단벽 설치가 필요한 것이다. 나아가 소비자금융, 부동산 개발금융 등 여신기관의 자산운용에 대한 기존의 규제를 단기간에 완화, 철폐하는 것은 시장의 실패를 초래함으로써 스페니시 질병을 더욱 심화시킬 수 있는 위험이 있다.

실질환율의 절상 등 자본유입의 부작용을 최소화하는 효과적인 정책 대응은 현실적으로 얼마나 다양한 정책을 수행할 수 있는가에 달려 있다. 일반적으로 연기금을 대상으로 하는 광범위한 중화정책과 긴축적 재정정책의 운용이 보편적인 동아시아 국가와 달리 중남미 지역에서는 보고되지 않고 있다.¹⁰⁾

IV. 자본유입의 요인

1. 자본유입의 요인

앞에서 자본유입은 형태별, 지역별, 국가별, 시기별에 따른 차이가 있음을 지적한 바 있다. 이와 같은 차이는 80년대 말 이후 개도국 중시에 대한 대규모 자본유입의 배경은 개도국의 경제 내적 또는 외적 환경의 어느 한 요인만으로는 설명할 수 없다는 것을 시사하고 있다. 자본유입의 요인을 식별하고 식별된 요인이 어느 정도의 변동성을 가지고 있는가

10) 물론 중남미 지역이라 하더라도 개별 국가에 따른 차이는 있는 것이다 (Dornbusch et., 1995 참조).

또 예측가능한 것인가의 여부로부터 향후 두 지역의 자본 이동 패턴을 규명할 수 있는 단서를 찾을 수 있다.

자본유입의 요인으로서 선진국의 불황, 낮은 금리 등 경제 외적 요인에서 찾고자 하는 이른바 'push' 가설과 대내적 여건의 개선이 주요인이라는 입장을 내세우는 'pull' 가설로 양분되고 있다. "push" 가설에 따르면 개도국 증시에 대한 자본의 유입은 국제경제의 환경에 따라 언제든지 차단 또는 역전될 수 있으며 따라서 지속 가능하지 않다는 입장이다. 물론 'pull' 가설은 'push' 가설과 정반대의 함의가 있다.

Calvo, Leiderman and Reinhart(1992)는 자본유입을 개도국의 외적 요인에서 찾고 있다. 이들은 1990~91년 기간에 10개 중남미 국가의 외환보유고와 실질환율의 동행성이 증가하였다는 데 주목하고 있다. 나아가 외환보유고와 실질환율이 미국의 TB 등 국제금리와 높은 상관관계를 갖고 있으며 외환보유고의 증가가 실질환율 절상의 원인이 되며 해외변수가 국내변수에 영향을 주고 있다는 인과관계를 제시하고 있다.

한편 Chuhan, Classens and Mamingi(1993)는 국내적 요인을 중시하고 있다. 1988. 1.~1992. 6 기간중 중남미 9개국, 아시아 9개국의 월별 채권, 주식투자의 흐름을 국가신용도, 유통시장에서의 채권가격, PER 등 국내적 요인과 미국의 금리와 같은 해외적 요인으로 나누어 분석하였다. 이들은 중남미 국가의 경우 국내적, 해외적 요인이 비슷한 비중을 차지하고 있으나 아시아 국가의 경우 채권, 주식투자 모두 국내적 요인의 중요도가 해외요인보다 3~4배 자본유입에 더 기여하고 있음을 보고하였다.

Schadler et al(1993)는 해외요인이 중요하나 전부라고는 할 수 없다는 절충적 입장을 피력하고 있다. 이들은 그 근거로서 외부적 요인과 자본유입의 시점과 일치하지 않았으며 자본유입이 개도국 전반에 걸쳐 일어나지 않았다는 사실을 강조하고 있다. 더욱이 자본유입의 시점, 지속성, 유입규모가 국가별로 큰 차이가 있음은 해외투자가 국내적 요인에 반응을 보이고 있다는 사실을 반영하는 것으로 보고 있다.

자본유입의 요인을 내부적 요인과 외부적 요인으로 양분하고 이를 근거로 자본유입의 지속성 여부를 결론짓는다는 것은 지나친 단순 논리로 인한 오류에 빠질 수 있다. 우선 외부적 요인을 단지 선진국의 불황이나 낮은 국제금리에서만 찾는 'push' 가설은 지속성의 문제를 제대로 평가할 수 없다는 문제가 있다. 선진국에서의 해외투자에 관한 규제 철폐, 완화는 결코 무시할 수 없는 중요한 외부적 요인이 될 수 있으며 이를 고려할 때 '히스테리시스'의 가능성이 기대되는 것이다. 즉, 국제금리가 인상된다 하더라도 그 사실만으로는 자본유출이 크게 일어날 것으로 단정할 수는 없으며 해외투자자의 투자 행태가 고려되어야 한다.

다음으로 앞서 지적한 문헌에 따르면 투자자들의 중요한 투자기준인 국가신용도가 대내적 요인으로 간주되고 있으나 국가신용도와 개혁, 규제완화와 같은 국내적 요인은 구분되어야 한다. 즉, 국가신용도에는 교역조건, 외채규모, 국내지출에 영향을 주는 정책, 브래디 플랜에 따른 외채조정과 같은 대내적 요인뿐 아니라 국제금리, 선진국의 해외투자에 대한 규제완화, 국제자본시장동향과 같은 대외적 요인이 복합적으로 작용한다. 선·후진국 금리가 양의 상관관계를 가지는 현상이 구체적 증거가 될 수 있을 것이다.

세번째로 자본유입에 관한 대내적 요인이 재정개혁, 규제완화, 자유화, 물가안정화 등 경제의 불확실성을 줄이고 효율성을 높이는 것일 수만은 없다. 이와 같은 요인이 투자와 장기 수익률을 높이는 데 기여한다면 일시적 긴축적 통화정책 또는 팽창적 재정정책과 같은 단기 거시정책이나 실질환율의 절상에 대한 기대감 또는 경제의 왜곡현상은 단기적 수익률을 높이게 하여 투기적 자본유입의 원인이 될 수 있다.¹¹⁾ 그러므로

11) Fernandez-Arias and Montiel(1995)은 미시적 왜곡으로서 해외자본유입의 사적 비용과 공적 비용의 괴리로 인한 외부성, 예금보험, 자산인플레이 등 비효율적 금융시장으로 인한 과도한 금융중개, 신뢰성 없는 자유화, 개혁조치를 들고 있다. 이와 같은 미시적 왜곡은 자본유입이 기존의 왜곡을 심화

자본유입에 따른 정책의 문제는 유입의 원인, 자원분배의 효율성, 자본 유입의 압력을 완화하는 문제로 인식될 수는 없는 것이다.

마지막으로 비록 대외적 요인이 지배적이라고 해도 외부적 여건의 반전이 곧 모든 개도국으로부터 자본의 유입이 차단 또는 역류하는 것을 의미할 것으로 기대되지는 않는다. 앞서 지적했듯이 선진국의 해외투자에 대한 규제완화는 외부적 여건이 반전한다 해도 히스테리시스의 가능성이 있다는 것이다. 이때 같은 개도국이라 하더라도 상대적으로 위험부담이 적거나 수익률이 높은 지역으로 투자자금이 이동할 것으로 기대된다.

Fernandez-Arias(1994)는 위에서 논의된 두번째 문제를 제기하고 통계적 분석을 통하여 이를 구체화하고 있다. 그는 개도국에 대한 자본유입이 수익률이 보다 높을 것으로 기대되는 저소득 국가보다는 20여 중간 소득 국가에 집중적으로 일어나는 현실에 주목하여 신용도와 투자 간의 비대칭적 관계를 강조하고 있다. 즉, 수익률과 달리 개도국의 신용도가 투자에 미치는 영향은 줄어드나 반대로 신용도가 악화될 때 외국인 투자에 민감한 파급효과가 기대된다는 것이다.

그러므로 마땅히 자본유입국 신용도의 개선이 자본유입이 주요인이 되었으나 문제는 신용도의 개선에 외적 요인도 일부 기여하고 있을 가능성이 있다. 즉, 자본의 이동성으로 인하여 선진국의 금리 인하로 개도국에 적용되는 금리 역시 동반 하락하고 이는 개도국 신용도에 반영된다는 것이다. 따라서 낮은 국제금리 수준이 개도국 정부가 발행한 채권의 유통 시장에 그 영향을 미치고 있을 것으로 기대된다.

〈표 5〉 개도국에 대한 증권투자의 요인분석(1989 이후 GNP 대비 %)

	Increase in Inflows	Domestic Factors of which through Total creditworthiness	External Factors of which through Total creditworthiness
--	---------------------	--	--

하거나 왜곡의 변화가 지나친 자본유입을 가져올 수 있다고 보고 있다.

Argentina	-0.21	-0.86	-0.09	0.64	0.22
Argentina	1.76	1.11	0.46	0.64	0.22
Brazil	0.64	0.00	-0.24	0.64	0.22
Chile	-0.15	-0.80	0.14	0.64	0.22
Malaysia	0.53	0.11	NA	0.43	0.00
Korea	1.16	0.73	NA	0.43	0.00
Mexico	3.19	2.55	0.18	0.64	0.22
Panama	0.47	-0.17	0.31	0.64	0.22
Philippines	-0.23	-0.87	-0.12	0.64	0.22
Poland	0.00	-0.64	-0.71	0.64	0.22
Thailand	0.47	0.05	NA	0.43	0.00
Uruguay	0.72	0.08	-0.08	0.64	0.22
Venezuela	0.59	-0.05	0.28	0.64	0.22
Average	0.69	0.10	0.01	0.59	0.17
	100%	14%		86%	

자료 : Fernandez-Arias (1994).

Fernandez-Arias는 자본유입의 요인을 1)국내적 요인, 2)해외요인, 3)신용도로 분리하고 다시 신용도를 국내적 요인과 해외요인으로 나누어 개도국 정부가 발행한 증권에 대한 유통수익률을 이용하여 이를 계량화하여 <표 5>에 그 결과가 보고되었다. 표의 세번째 칸과 네번째 칸의 왼쪽은 국내적 요인에 의한 자본유입 부분과 해외요인에 의한 유입 부분을 각각 표시한 것이다. 예를 들어 베네주엘라의 경우 GNP 대비 0.59%의 증권투자유입이 증가하였다. 국내적 요인이 -0.05% 해외요인이 0.64% 기여하였는데 0.28%와 0.22%를 합친 0.5%가 신용도 개선이 기여한 부분이 된다.

이 연구결과에 따르면 국가 신용도의 개선이 중간소득 국가에 대한 자본의 유입이 크게 일어난 요인으로 추정되나 신용도의 개선에는 국제금리의 인하라는 대외적 요인이 내재되어 있다. 이를 감안할 때 대외적 요인이 자본유입의 86%를 설명하게 된다. 그러므로 단지 아르헨티나, 한국, 멕시코를 제외하고는 자본유입국의 경제 여건에 아무런 변화가 없다 하더라도 자본유입은 일어났을 것이다. 따라서 연구결과에 따르면 두 지

역간 자본유입의 요인을 설명하는 체계적인 차이는 없는 것으로 보인다. 그러나 지속적 자본유입의 장애가 되는 경제 외적 환경의 변화는 자본유입국 경제에 심각한 가변성의 문제를 가져올 수 있을 것으로 기대된다.¹²⁾

Gooptu(1994)는 자본유입의 요인에 관한 네번째 문제를 제기하고 있다. 즉, 개도국에 대한 자본의 흐름이 선진국의 투자자금의 확대에 기인하는 것인지 아니면 일정 규모의 자금이 개도국 경제의 여건과 수익률을 따라 움직이는 핫머니의 성격을 가지고 있는지의 여부를 실증분석을 통해 보여 준다. 그는 증권투자를 총증권투자, 주식투자와 채권투자(채권, CD, CP)로 각각 구분하여 1989.I-1992.II 기간중 아르헨티나, 브라질, 칠레, 멕시코, 인도네시아, 한국, 태국의 패널자료를 이용하여 중남미 지역국가와 아시아 지역 국가에 대한 증권투자의 행태를 검증하였다.

〈표 6〉 검증결과(총증권투자)

Panel of Levels		
Variable	Model I	Model I
	LAC	LAC
Constant	460.14 (0.04)	-621.91 (0.01)
Asia	-0.59	-1.27

12) Dooley, M. Fernandez-Arias and Kletzer(1994)도 동일한 입장을 견지하고 있다. 이들은 국가신용도가 크게 개선된 원인을 규명하기 위해 개도국 부채의 유통가격의 결정요인을 (1)채무삭감, (2)경제정책 개혁, (3)국제금리, (4)국내금리, (5)실질환율로 나누어 분석하였다. Brady Plan에 따른 채무부담의 경감, 재정개혁에 따른 채무상환, 향후 낙관적 경제전망 등 국가신용도가 향상된 측면이 있으나 자본의 유입이 강력한 재정개혁을 추진한 나라 이외에서도 일어났다는 사실을 주목하고 있다. 즉, 이 시기에서 국제금리가 국가신용도를 개선한 가장 중요한 요인이며 따라서 국제금리의 상승은 국가신용도를 악화, 현상황을 발전시킬 수 있는 문제가 상존하고 있다는 가능성을 제기하고 있다.

	(0.09)	(0.00)
Dummy	420.82	553.14
	(0.12)	(0.01)
Trend		126.18
		(0.00)
R-squared	0.06	0.44
Adj R-squared	0.03	0.41
S.E.	928.95	721.90
DW statistic	2.11	16.87
F-statistic	0.86	1.16
Prob(F-statistic)	0.13	0.00

주 : Dummy 변수는 아시아 내 지역을 표시(남아시아의 경우 d=1, 그 밖의 경우 d=0)

자료 : Gooptu(1994).

위의 실증분석 결과에 따르면 중남미 국가에 대한 총증권투자는 동아시아 국가와 부(負)의 관계가 있다. 즉, 개도국 전체에 대한 투자확대 효과보다는 투자전환 효과가 더 크다는 경제학적 함의를 주는 것이다. 이와 같은 결과는 총증권투자 대신 채권투자를 대상으로 할 때도 유사한 패턴을 보여 준다. 그러므로 개도국 국가들은 지속적인 자본의 유입을 위해서 향상된 경제성과 함께 투자여건의 개선이 필요하다는 결론을 내릴 수 있을 것이다.

2. 지속성

앞에서 논의한 자본유입의 요인에 대한 규명은 개도국에 대한 자본유입의 지속성의 정도를 예측하는 데 중요한 단서를 제공한다. 경제적 효율성과 안정성의 개선과 같은 국내적 요인은 자본유입을 보다 지속적이게 하고 따라서 대외지향적 경제성장을 향유할 수 있을 것이다. 그러나 해외요인이 자본유입에 큰 기여를 하고 있다면 그 해외요인의 지속성의 여부가 자본유입의 지속성 여부를 결정하게 될 것이며 비록 그 가능성이

회박하다 할지라도 예기치 못한 국제금리의 급등은 또 다른 외채위기를 가져올지 모른다.¹³⁾

자본유입의 형태는 자본유입의 지속성 여부를 결정하는 세번째 요인이 될 수 있다. 아래의 <표 7>은 개도국 전체에 대한 장기자본 유입추세의 변화를 보여 준다.

<표 7> 개도국에 대한 순장기자본의 유입(U.S. \$ bill)

	1990	1990
Total	102.1	209.0
Total less grants	73.6	141.2
Official	59.1	53.0
of which grants	28.5	31.3
Private loans(net) and banks	12.9	45.0
FDI	12.9	45.0
Portfolio equity(estimated)	3.8	46.9
Total private flows	43.0	157.0

자료 : Dadush and Johannes(1994).

장기자본의 형태가 은행여신에서 증권, FDI로 자본유입 형태가 전환하고 있으며 특히 FDI가 민간자본유입의 40% 이상을 점하고 있다. FDI는 일반적으로 개도국의 투자환경의 개선과 통신기술의 혁신 등으로 인하여 시장의 잠재력과 같은 장기적 요인에 보다 민감한 반응을 보인다는 사실은 자본유입이 보다 안정적인 것으로 기대된다.¹⁴⁾ 해외부채도 주요

13) Frankel and Rose(1996)는 1971~92년 105국 연간자료를 이용하여 개도국 통화의 붕괴를 예측하는 지표를 찾는 시도를 하였다. 국내 신용 증가율을 포함한 6개의 거시지표와 GDP 대비 경상수지와 같은 4개의 해외 부문 연수, FDI 등 4개의 외채종류, 단기 선진국 금리 등 2개의 해외변수 등 모두 16개의 변수를 대상으로 실증분석을 시도하였다. 그 결과 통화붕괴의 가능성을 높이는 변수로서 낮은 경제성장률, 높은 국내 신용 증가율, 높은 선진국 금리, 낮은 (부채대비) FDI, 과대평가된 실질환율을 제시하고 있다.

14) 그러나 Dooley, Fernandez-Arias and Kletzer(1994)는 다국적 기업에 의

금융센터에서 신용평가를 거친 증권이라는 점에서 연쇄부도의 위험이 은행여신에 비해 훨씬 작다고 할 수 있다.

한편 증권, FDI, 은행여신 등 재원조달 방법이 다양하고 증권의 비중이 높아지게 됨에 따라 채무자의 위험분담도 예전보다 커지게 되었다.¹⁵⁾ 다양한 형태의 민간자본은 갑작스런 자본의 역류에 대한 확률을 떨어뜨리는 기능을 수행할 것으로 기대된다.¹⁶⁾ 나아가 민간 부문의 상대적 중요성이 더 커지게 되고 개도국에 대한 자본유입 규모가 OECD 국가의 자산에 상대적으로 낮은 비중을 점하고 있다는 사실은 향후 자본유입이 오히려 늘어날 전망에 대한 가능성을 준다.¹⁷⁾

그러나 개도국에 대한 자본유입의 전망은 낙관적일 수만은 없다. 개도국의 경우 핫머니 성격의 자본이동으로 불안정한 금융의 문제가 있으며 신용도의 하락에 따른 국제 자본시장에의 접근 가능성의 변화도 기대된다. 지표를 이용한 분석은 개도국에의 자본유입의 문제가 개별국가에 따른 차이가 있겠으나 동아시아 국가보다는 중남미 국가에서 상대적으로 심각한 것임을 보여 준다.(표 8)

더욱이 1993년 현재 자본유입규모의 30%에 해당하는 주식투자는 보다 심각한 불안정성 문제를 가지고 있다. 과대평가된 주가는 거품경제로 발전할 수 있는 문제가 있으며 이때 유동성 제약, 취약한 건전규제·감독

한 FDI는 모기업과 자회사간의 거래가 기업 내 거래이기 때문에 기업간 거래에 비하여 자금의 회전이 빠르기 때문에 오히려 불안정하다는 주장을 제기하고 있다.

- 15) 89년 이래 민간자본은 은행보다는 현지법인을 통한 직접투자, 증권투자, MMF, 연기금, 보험 등 다양한 비은행 부문을 통하여 유입된다.
- 16) 이와 같은 입장에 근거할 때 자본의 역류는 개도국 일반의 현상보다는 개별국가에 적용될 수 있는 사안으로 대부분의 연구자들이 받아들이고 있다. 개별국가에 적용될 수 있는 사안으로 대부분의 연구자들이 받아들이고 있다.
- 17) 전세계 주식시장가치의 약 6%를 개도국이 차지하고 있으나 대표적 기관투자자인 연기금의 경우 개도국 주식의 보유 비중은 자산의 1%에 불과하다.

은 개도국 증시 국가에 심각한 부작용을 초래할 수 있는 가능성이 있다.

〈표 8〉 민간자본의 상대적 유입규모와 지속성 지표

	Share in Private	Debt/Export Ratio		Debt-Service/ Export Ratio	
	Flows to LMICs(%)			(%)	
	(1991~93)	1987	1993	1987	1993
China	24.0	0.9	0.9	10	11
Mexico	12.4	3.6	2.4	40	34
Korea	7.2	0.7	0.5	32	7
USSR/FSU	7.1	0.5	2.2	12	5
Argentina	6.6	7.0	3.9	74	35
Malaysia	6.0	1.1	0.5	21	6
Portugal	5.7	1.1	1.3	33	19
Brazil	4.7	4.3	2.7	42	30
Thailand	4.0	1.3	1.0	22	14
Thrkey	3.3	2.5	1.9	36	28
Venezuela	2.5	2.7	2.3	38	25
Hungary	2.3	1.7	2.0	33	38
Iran	2.2	0.5	0.9	4	6
India	1.6	3.0	2.8	31	26
Chile	1.3	3.3	1.7	36	23
Indonesia	1.2	2.6	2.2	37	29
Philippines	1.2	3.1	1.9	35	20
Poland	1.1	2.7	2.4	13	9
Median	3.7	2.6	1.9	33	23
Median of all LMICs	0.0	2.7	2.3	22	14

자료 : Dadush and Johannes(1994)

V. 맺는말

이상 중남미 국가와 동아시아 국가 간의 자본개방에 따른 거시경제적 성과를 기존의 연구결과를 중심으로 비교하였다. 비록 두 지역에 대한 자본유입의 대내외적 요인에 체계적인 차이는 발견되지는 않으나 보다 큰 폭의 실질환율의 절상이 중남미 지역에서 관찰되고 있다. 이는 이 지역에서 저축의 감소, 지속 가능하기 어려운 경상수지의 적자 등 스페니시 질병으로 대변되는 자본개방의 부작용이 보다 심각하게 일어나고 있음을 반영한다.

이와 같은 거시경제적 성과의 차이가 어떤 요인에 연유하는 것인지에 관하여 향후 연구되어야 할 과제이다. 단지 현재와 미래에 대한 시간적 선후관계의 차이로 설명할 수는 없을 것이다. 앞서 지적하였듯이 거시경제적 안정성을 위한 다양한 정책수단이 가능한 것인지의 여부가 중요한 관건이며 이를 감안할 때 지역에 따른 정부 리더십의 차이가 중요한 요인이 될 수 있을 것이다. 그러나 정부 리더십의 차이가 모든 것을 설명할 수 있다고 보기는 어려울 것이다.¹⁸⁾ 동아시아 지역의 빠른 성장은 정부보다는 시장의 상대적 중요성이 더욱 크게 부각될 것을 의미하기 때문이다.

상식적 견해로서 '정부의 의한 시장의 실패도' 도 지적될 수 있을 것이다. 주지하다시피 정부에 의한 시장의 실패가 동아시아 지역에서는 고성장을, 중남미에서는 퇴행을 가져왔으나 정부주도의 대외 지향적인 정책과 대내 지향적인 정책의 차이가 이를 설명한다. 그러나 이와 같은 설명은 1980년대 후반 이후에도 계속 정당화 될 수 있는지에 관하여 회의적일 수 있다. 최근 자본유입이 일어난 중남미 국가에서도 지속적인 재정

18) 만약 그렇다면 그것은 궁극적으로 Krugman(1994)의 입장과 동일한 것이며 장기적으로 두 지역간 거시경제적 성과의 차이는 없는 것이다.

개혁, 사유화, 규제완화 등의 조치가 단행되었고 동아시아 지역의 New Nics에서 정부규제의 정도가 Nics보다 훨씬 미약하다는 사실은 정부에 의한 시장의 실패에서 그 요인을 규명하려는 시도가 충분하지 않을 수 있음을 시사한다. 보다 근본적으로 거시경제적 성과에 따른 차이에 어떤 유인체계가 작용하고 있는지에 관한 연구가 선행되어야 할 과제라 판단된다.

참고문헌

金慶洙, 「資本開放과 通貨政策」, 『금융경제연구』 제77호 韓國銀行 金融經濟研究所 1995.

Calvo, G., L. Leiderman and C. Reinhart "The Capital Inflows Problem : Concepts and Issues," *IMF Staff Papers*, Vol. 40, 1993.

_____, "Capital Inflows to Latin America : The Role of External Factors," *IMF Working Paper WP/92/62*, 1992. 8.

Caprio, G., "Banking on Financial Reform? A Case of Sensitive Dependence on Initial Condition," in Caprio, G., I. Atiyas and J. Hanson(eds.), *Financial Reform : Theory and Experience*, Cambridge Univeristy Press, 1994.

Chuhan, P., "Are Institutional Investors an Important Source of Portfolio Investment in Emerging Markets?" *World Bank WPS 1243*, 1994.

Cohen, D., "Foreign Finance & Economic Growth : An Empirical Analysis" in Leiderman, L & A. Razin(eds.), *Capital Mobility : the Impact on Consumption, Investment & Growth*, Cambridge Univercity Press, 1994.

Cole, D.C. and B.F. Slade, "Indonesian Financial Development : A Different Sequencing?" in D. Vittas(ed.), *Financial Regulation : Changing the Rules of the Game*, World Bank, Washington, D.C., 1992.

Corbo, V and L. Herandez, "Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows, Latin American Style vs East Asian Style," *World Bank WPS 1377*, 1994.

Dadush, U, Dhareshwar and R. Johannes, "Are Private Capital

Flows to Developing Country Sustainable?" *World Bank WPS* 1397 1994.

Diaz-Alejandro, C., "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash," *Journal of Economic Development* 19, 1985.

Dooley, M., E., Fernandez-Arias and K. Kletzer, "Recent Private Capital Inflows to Developing Countries: Is the Debt Crisis History?" *NBER WP* 4792, 1994. 6.

Dornbush, R., I. Goldfajn and R. Valdes, "Currency Crises and Collapses," *Brookings Papers on Economic Activity*, No.2 1995.

Dornbush R. and Y.C. Park(eds.), *Financial Opening : Policy Lessons for Korea*, KIF and ICEG, 1995.

Dornbush R. and A. Werner, "Mexico : Stabilization, Reform and No Growth," *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 1994.

Elbadawi, Z. and R. Soto, "Capital Flows and Long-Term Equilibrium Real Exchange Rates in Chile" *World Bank WPS* 1306, 1994.

Fernandez-Arias, E., "The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull?" *World Bank WPS* 1312, 1994.

Fernandez-Arias, E., and P. J. Montiel, "The Surge in Capital Inflows to Developing Countries." *World Bank WPS* 1473, 1995.

Frankel, J. and A. Rose, "Currency Crashes in Emerging Markets : Empirical Indicators." *NBER WP* 5437, 1996.

Gooptu, S., "Are Portfolio Flows to Emerging Markets Complementary or Competitive?" *World Bank WPS* 1360, World Bank, 1994.

_____, "Portfolio Investment Flows to Emerging Markets," *World Bank WPS* 1117, 1993.

IMF *World Economic Outlook*, 1994.

Krugman, P., "The Myth of Asia's Miracle," *Foreign Affairs*, November/December 1994

Lucas, Jr. R.E., "Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?" *American Economic Review* 80, May 1990.

Oks, D and S. Van Wijnbergen, "Mexico after the Debt Crisis" *World Bank WPS* 1378, 1994.

Sachs, J., A. Tornell and A. Velasco, "The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?" *WP*, 5142 *NBER*, 1995.

Schadler, S., M Carkovic, A. Bennett, and R. Kahn "Recent Experiences with Surges in Capital Inflows," Occasional Paper 108, IMF 1993.

Spiegel, M., "Sterilization of Capital Inflows through the Banking Sector: Evidence from Asia," *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco No.3 1995.