

외환위기 전후 국제투자에 있어서의 순차손: 그 규모와 의미*

이 제 민**

논문 초록

이 논문은 1997년 외환위기 이전과 이후에 있어서의 한국의 국제투자에서의 순차손의 규모를 분석하고 그 의미에 대해 살펴본다. 외환위기 이전에는 국제투자에서 순차손이 별로 발생하지 않았는데 반해, 외환위기 이후에는 국제투자에서 연평균 국내총생산의 2.3퍼센트, 총액으로는 2014년 가격으로 약3,700억달러에 달하는 순차손이 발생했다. 외환위기 후 한국 자산의 투매가 이루어졌을 뿐 아니라, 새로운 외환위기 가능성이 낮아졌을 가능성이 별로 없고, 국제투자에서의 순차손과 국내총생산 간의 유의한 상관관계도 발견되지 않기 때문에, 국제투자에서의 순차손이 경제 전체로 보아 위험 감소의 이익으로 상쇄되었을 가능성은 없다. 나아가서 외환위기 후 자본시장 개방과 구조 개혁이 경제성장률을 올리고 분배상태를 개선하는 효과가 있었음에도 불구하고 다른 요인이 더 강력하게 작용해서 실제로 경제성장률이 떨어지고 분배상태가 악화되었다고 보기 어렵기 때문에, 국제투자에서의 순차손이 경제성장률 상승이나 분배 개선을 통한 이익으로 상쇄되었을 가능성도 매우 낮다. 나아가서 이 논문은 이처럼 이익은 없고 손실은 많은 현상이 나타난 것과 관련하여 1997년 외환위기의 성격 및 자본시장 개방과 관련된 논점들을 살펴본다.

핵심 주제어: 외환위기, 국제투자, 차익, 경상수지, 위험

경제학문헌목록 주제분류: O1, F4, F5

투고 일자: 2015. 2. 10. 심사 및 수정 일자: 2015. 3. 20. 게재 확정 일자: 2015. 4. 5.

* 이 논문의 작성 과정에서 유익한 논평을 해 주신 유재원, 이영섭교수와 익명의 두 논평자에게 감사드린다. 이 논문은 2013년도 정부(교육부)의 재원으로 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구이다(No. 2013S1A3A2054622).

** 연세대학교 경제학부 교수, e-mail: leejm@yonsei.ac.kr

I. 서론

이 논문의 목적은 1997년 외환위기 전과 후에 있어서의 한국의 국제투자에서의 순차익(net capital gains)의 규모를 분석하고 그 의미에 대해 살펴보는 것이다.

최근 10여 년 간 국제투자에서의 순차익은 세계적으로 활발한 연구 대상이 되어 왔다. 그것은 경상수지와 순국제투자포지션(net international investment position), 즉 순대외자산의 변동 사이에 큰 괴리가 존재한다는 사실이 인식되었기 때문이다. 경상수지로 보면 글로벌 불균형이 매우 심해도 순국제투자포지션의 변동은 절대액으로 보나 국내총생산(GDP)에 대한 비율로 보나 그보다 훨씬 덜한 것이다. 이것은 특히 미국을 비롯한 일부 선진국과 신흥시장국 사이에 성립하는 관계다. 일부 선진국은 경상수지 적자만큼 순국제투자포지션이 줄어들지 않고, 신흥시장국은 경상수지 흑자만큼 순국제투자포지션이 늘어나지 않는다. 그 차이를 설명하는 것이 국제투자에서의 순차익이다(Lane and Milesi-Ferretti, 2007; Obstfeld, 2012; Gourinchas and Rey, 2013). 이런 현상에 대해 예컨대 Obstfeld(2012)는 2012년 미국경제학회 Richard Ely Lecture에서 “아직도 경상수지가 중요한가? (Does the Current Account Still Matter?)”라는 주제로 강연하기도 했다.

국제투자에서의 순차익은 국민소득과 같다. 세계 전체로 보아서는 소득이 아니지만, 개별 국가의 입장에서는 국민소득과 같은 것이다. 이것은 마치 국내에서 차익(capital gains)이 경제 전체로 보아서는 소득이 아니지만 개별 경제주체의 입장에서는 소득인 것과 마찬가지다. 따라서 선진국이 국제투자에서 거두는 플러스 순차익은 플러스의 국민소득, 신흥시장국이 경험하는 마이너스의 순차익, 즉 순차손(이하 마이너스 순차익을 ‘순차손’으로 부름)은 마이너스의 국민소득이다. 즉, 국제투자의 순차익과 순차손을 통해 신흥시장국이 미국 등 일부 선진국에게 소득을 ‘이전’하고 있는 셈이다.

그러면 왜 신흥시장국은 이런 소득 이전을 감내하는가? 이에 대한 전형적 답은 ‘위험 분담에 따른 이익’ 때문이라는 것이다. 개방된 자본시장에서 위험과 수익을 감안한 거래를 한 결과, 신흥시장국은 수익은 낮지만 안전도가 높은 미국 등 선진국의 자산을 소유하고, 선진국은 수익은 높지만 위험도도 높은 신흥시장국 자산을 소유하게 되었다는 것이다. 순차익을 논하는 모든 연구가 그런 설명을 하고 있다. 나아가서 미국 등 선진국이 더 위험한 자산을 갖고 있기 때문에 호황기에는 플러스

순차익이 발생하고 위기 시에는 순차손이 발생하는데, 이것은 신흥시장국에게 호황기에는 순차손이 발생하고 위기 시에는 순차익이 발생해서 불안정성을 낮출 수 있게 해 준다(Gourinchas et al., 2010, 2012).

신흥시장국이 그런 소득 이전을 감내하는 또 하나 이유로서 생각할 수 있는 것은 자본시장 개방이 가져다 줄 자원배분상의 이익이다. 위험 부담 자체도 자원배분상의 이익의 일종이지만, 자본시장 개방은 국내외 자원을 가장 효율적인 곳에 투입함으로써 성장에 유리하게 작용할 수 있다. 나아가서 자본시장 개방은 제도나 거버넌스를 향상시켜 생산성을 향상시킴으로써 성장 등 경제적 성과의 향상으로 이어질 수 있다(Kose et al., 2009; Mishkin, 2009; Bekaert et al., 2011; Obstfeld, 2009). 자본시장 개방이 분배에 긍정적 영향을 준다는 명시적 주장은 드물지만, 제도나 거버넌스를 향상시키는 것은 투명성을 올리기 때문에 분배에도 유리하게 작용할 수 있을 것이다.

국제투자에서의 순차익은 한국에도 바로 들어맞는 현상이다. 한국은 1997년 외환위기 이후 지속적으로 경상수지 흑자를 냈지만, 그 만큼 순국제투자포지션, 즉 순대외자산이 증가하지 않았다. 그래서 2013년까지 순채무국이었다가 2014년에 와서야 순채권국이 되었다(<http://ecos.bok.or.kr>에서 계산 가능). 이것은 한국이 글로벌 불균형의 구도에서 선진국이 아니라 신흥시장국의 위치에 놓여 있으며 국제투자에서의 순차손이 대규모로 발생했다는 것, 즉 한국이 외국에게 대규모로 소득을 이전하고 있다는 것을 의미한다.

여기서 세 가지 문제가 제기된다. 첫째, 한국의 국제투자에서의 순차손이 얼마나 되며, 그것이 언제부터 발생하고 있는가하는 것이다. 둘째, 한국이 실제로 위험 부담을 통해 국제투자에서의 순차손을 상쇄시킴으로써 전체 후생은 오히려 올릴 수 있는가라는 것이다. 셋째, 자본시장의 개방이 가져다주는 자원배분상의 이익이나 거버넌스 향상으로 성장이나 분배에서 성과를 거둒으로써 순차손을 상쇄할 수 있는가 하는 것이다.

첫째 문제의 경우 지금까지 그것을 다룬 연구가 전혀 없는 것은 아니다. 전 세계적으로 국제투자에서의 순차익에 대한 연구에서 한국도 한 표본으로 잡히고 있고, 그 중에는 한국에 상당한 비중을 둔 연구도 있다(Obstfeld, 2013). 국내에서는 김경수·송은영(2012)이 2001년부터 2010년까지의 자료를 분석하여 국제투자에서 대규모 순차손이 발생한 것을 확인하고, 그 결과 한국이 순국제투자포지션을 유지하려

면 지속적인 경상수지 흑자가 필요하다고 하였다. 그러나 이들 연구는 언제부터 어떤 이유로 이런 순차손이 발생하게 되었는지는 살펴보지 않았다. 한편 1997년 외환 위기를 계기로 국제투자에서 순차손이 발생했을 가능성을 시사(示唆)하는 연구들이 있다. 이들 연구는 외환위기 이후 자본시장이 전면 개방되고 한국 자산이 외국인에게 대규모로 넘어간 데 주목하여 그 결과 대규모 순차손이 발생할 가능성을 시사했다(Shin and Chang, 2003; Crotty and Lee, 2005; Lim and Jang, 2006). 그러나 이들 연구는 국제투자에서의 순차손을 실제로 계산하지는 않았다. 자산이 넘어갔더라도 그 후 그것을 산 외국인에게 차익이 발생해서 한국인의 순차손이 발생하지 않으면 한국인의 소득이나 후생이 영향을 받지 않기 때문에 순차손을 계산하는 것은 중요하다.

둘째 문제에 대한 연구는 전혀 이루어지지 않았다. 국제투자에서의 순차손을 계산하고 그것이 발생한 경위에 대한 연구가 충분하지 않기 때문에, 위험 분담을 통해 상쇄시킬 수 있었는지에 대한 연구가 이루어지지 않은 것은 당연하다.

셋째 문제에 대해서는 그와 ‘관련’된 연구는 많이 이루어졌다. 1997년 위기 이후 성장이나 분배 같은 성과가 어떻게 바뀌었는가에 대한 연구가 그것이다.¹⁾ 그러나 그런 경제적 성과 변화가 순차손을 상쇄하는 이익이 되었는지를 살펴보는 연구는 없다.

이 논문은 기존 연구의 이런 한계를 극복해 보려는 초보적 시도이다. 그런 목적을 위해 이 논문은 이렇게 진행한다. 제Ⅱ장에서 국제투자에서의 순차익을 계산하고 실제로 1997년 외환위기 이후에 대규모의 순차손이 나타났는지 살펴본다. 자본시장이 전면 개방된 것이 외환위기 이후이고 경상수지 흑자가 지속적으로 나기 시작한 것도 그 이후이기 때문에, 외환위기 이후에 국제투자에서 대규모의 순차손이 발생했을 가능성이 크기 때문이다. 제Ⅲ장은 위기 후 위험 분담을 통해 국제투자에서의 순차손을 상쇄하는 이익이 실제로 있었는지 검토한다. 여기서는 먼저 위기 후 자본시장 개방에 따라 한국인은 위험이 낮은 해외 자산을 갖고 외국자본은 한국의 위험자산을 갖게 된 구도가 만들어졌다는 것을 살펴보고, 그것이 경제 전체의 위험 감소로 이어졌는지를 분석해 본다. 그 다음 제Ⅳ장은 경제의 다른 쪽 성과, 즉 성장과 분배에서 국제투자에서의 순차손을 상쇄하는 이익이 있는가를 살펴본다. 그

1) 이에 대해서는 아래 제Ⅳ장에 인용된 문헌들을 볼 것.

다음 제V장은 제II장부터 제IV장까지 살펴본 순차손의 크기와 그것을 상쇄하는 이익에 대한 고찰에 근거하여 1997년 외환위기의 성격 및 자본시장 개방과 관련된 논점들을 살펴본다. 제VI장은 결론이다.

II. 국제투자에서의 순차익의 규모: 외환위기 전후 비교

이 장에서는 국제투자에서의 순차익 또는 순차손을 계산하고, 대규모의 순차손이 1997년 외환위기 이후에 나타났는지 확인해 본다.

국제투자에서의 순차익 또는 순차손이 나타나는 바탕은 자본시장 개방이다. 한국은 1980년대 ‘3저호황’을 거치면서 경상거래가 대폭 자유화된 후 자본시장 개방을 시작했다. 그 후 경제협력개발기구(OECD) 가입을 위한 협상과정에서 추가적 자본시장 개방을 약속하였고, 1994년 외환관리법 개정으로 개방이 진전되었다. 그러나 당시 한국의 자본시장 개방 계획은 포지티브 리스트에 의한 소극적 계획이었고, 현실적으로도 1997년 위기 전까지 정부가 ‘공식적으로’ 자본시장을 개방한 것은 매우 제한적이었다(Koh, 2010: 51-52). 그러다가 1997년 외환위기 후 국제통화기금(IMF)의 요구에 따라 자본시장을 전면 개방하게 되었다. 따라서 한국의 자본시장 개방은 주로 외환위기 이후이며, 국제투자에서의 순차손도 그 이후 대규모로 발생했을 가능성이 크다. 여기서는 실제로 위기 전에는 그리 대규모의 순차손이 발생하지 않았는데, 위기 이후에 대규모 순차손이 발생했는지를 확인해 본다.

국제투자에서의 순차익 또는 순차손을 계산하기 위해서는 우선 다음과 같은 관계에서 시작할 수 있다:

$$\Delta NIIP = CA + NKG + E. \quad (1)$$

여기서 $\Delta NIIP$ 는 순국제투자포지션, 즉 순대외자산의 변동이고, CA 는 경상수지, NKG 는 국제투자에서의 순차익(그 마이너스 값은 순차손), E 는 ‘오차 및 누락’항과 부채 탕감 같은 ‘자본수지’ 항의 합계를 나타낸다. 식 (1)은 E 를 제외하고 보면, 대외순자산 증감이 경상수지와 순차익의 합계라는 것을 말해 주고 있다. 이것은 경상수지가 순자본유출, 즉 해외자산의 순취득이라는 것을 감안하면 쉽게 이해할 수 있다. 어떤 기간 동안의 순국제투자포지션 변동, 즉 순대외자산의 변동은 해

외자산의 순취득과 기존자산에 붙는 순차익의 합인 것이다.²⁾ 따라서 국제투자에서의 순차익은 다음과 같이 계산할 수 있다:

$$NKG = \Delta NIIP - CA - E. \quad (2)$$

여기서 순차익은 자산가격 변동, 즉 원래 의미의 차익과 환율 변동에 의한 부분으로 나눌 수 있다. 그리고 자산 가격과 환율은 서로 작용하면서 움직일 수 있다. 예컨대 한국 자산에 대한 외국인투자가 증가할 경우 자산 가격은 오르면서 환율은 내리는 효과가 발생한다. 이 논문에서는 이 둘을 구분하지 않고 합쳐서 달러로 계산하고자 한다. 그 이유는 우선 식 (2)에 나타나는 변수에 대한 자료를 제공하는 국제투자대조표와 국제수지표가 모두 달러 표시로 작성되기 때문이다. 그리고 원화(한국의 해외투자 중 미국 이외 지역 투자는 현지통화) 표시로는 불변인데, 달러 환율이 달라져서 순대외자산의 값이 달라진다 하더라도 달러화로 표시하면 그 만큼 국민소득이 증감하는 효과가 있다. 예컨대 그런 순차익이나 순차손을 달러표시 국내총생산과 비교하면 국내총생산 중에서 국민소득이 늘거나 줄어든 비율을 알 수 있는 것이다.

국제투자대조표는 1994년부터 연말과 각 분기말에 대해서 작성되는데, 최신 자료는 2014년 말까지 작성되었다. 국제수지표는 훨씬 이른 연도부터 작성되었다. 국제투자대조표가 1994년부터 작성되었기 때문에 순차익은 1995년부터 2014년까지에 대해 계산이 가능하다.

외환위기의 영향을 분석하기 위해서는 1995년부터 2014년까지 20년을 위기 전과 후로 나누어야 한다. 외환위기가 1997년 4사분기에 본격적으로 진행되었다는 점을 감안하여 1997년 3사분기까지를 위기 전, 그 후 시기를 위기 후로 분류한다. 이렇게 위기 전후 시기를 구분한 후 일단 위기 전과 위기 후에 있어서의 순차익의 총액을 계산해 보기로 한다. 물론 기간 차이 때문에 위기 전과 후의 총액을 바로 비교하는 것은 무의미하다. 그런 문제를 제거하기 위해 순차익의 국내총생산(GDP)에 대

2) 여기서 유의할 것은 주식에서 발생하는 순차익의 성격이다. 외국인이 보유한 주식은 한국의 부채가 아니라고 생각해 볼 수 있다. 그러나 주식은 명시적인 부채는 아니더라도 한국인에 대한 외국인의 청구권을 나타내는 것이기 채무(liability)인 것은 분명하다. 국제투자에서의 순차익을 다루는 모든 문헌이 외국인 소유 주식을 채무로 다루고 있다.

한 비율을 계산하고, 위기 전과 후에 있어서 그 비율이 어떻게 달라지는가를 보기로 한다.

〈Table 1〉은 순국제투자포지션 변동, 경상수지, 자본수지와 오차 및 누락, 순차익의 액수와 GDP에 대한 그 비율을 제시하고 있다. 이들 변수들을 각 연도에 대해 제시하고, 아래쪽에 위기 전 시기와 위기 후 시기에 대해서도 제시하였다.

〈Table 1〉 Changes in Net International Investment Position, Current Account, and Net Capital Gains from International Investment

Unit: billion dollars

	Changes in net international investment position	Current account	Capital account and errors and omissions	Net capital gains from international investment	
				Amount	% of GDP
1995	-9.0	-9.8	-1.8	2.6	0.5
1996	-17.4	-23.8	0.4	6.1	1.0
1997	-1.0	-10.3	-7.5	16.8	3.0
1998	12.4	40.1	-6.1	-21.6	-5.8
1999	-33.5	21.6	-3.2	-51.9	-10.7
2000	49.2	10.4	-0.8	39.5	7.0
2001	-21.3	2.7	6.0	-29.9	-5.6
2002	-3.4	4.7	1.5	-9.6	-1.6
2003	-2.0	11.9	4.7	-18.6	-2.7
2004	2.8	29.7	4.6	-31.6	-4.1
2005	-83.5	12.7	6.1	-102.2	-11.4
2006	-11.3	3.6	9.0	-23.9	-2.4
2007	-32.2	11.8	5.7	-49.7	-4.4
2008	118.1	3.2	-9.8	124.7	12.5
2009	-30.5	33.6	-4.7	-59.4	-6.6
2010	-31.2	28.9	-5.7	-54.4	-5.0
2011	50.1	18.7	5.7	25.8	2.1
2012	-13.3	50.8	0.7	-64.9	-5.3
2013	57.1	81.1	-1.1	-23.0	-1.8
2014	119.1	89.2	1.2	28.7	2.0
Before the crisis ¹⁾	-41.2	-45.2	-5.4	9.4	0.5
After the crisis ²⁾	160.3	455.9	10.3	-305.9	-2.3

Notes: 1) The sum from 1995 to the third quarter of 1997. The percentage of GDP is the weighted average with the length of time as weights.

2) The sum from the fourth quarter of 1997 to 2014. The percentage of GDP is the weighted average with the length of time as weights.

Data: <http://ecos.bok.or.kr>.

〈Table 1〉에서 보는 것처럼 위기 전과 후 사이에는 뚜렷한 차이가 있다. 위기 전에는 순차익이 플러스건 마이너스건 그 규모가 상대적으로 작았다. 1995년에는 금액으로는 26억달러로서 GDP의 0.5퍼센트였고, 1996년에는 61억달러로 GDP의 1.0퍼센트였다. 위기 전 2년 9개월(11분기) 동안 경상수지는 452억달러 적자인데 순국제투자포지션은 412억달러 줄었고, 순차익은 94억달러였다. 이것은 GDP의 평균 0.5퍼센트였다.³⁾

반면 위기 후에는 경상수지는 지속적으로 흑자인데, 순국제투자포지션 변동은 마이너스인 연도가 여럿 있어서 대규모의(절대치가 큰) 순차손이 나타나고 있다. 위기 후 17년 3개월 간 경상수지는 4,559억달러 흑자인데 순국제투자포지션 변동은 1,603억달러에 불과해서 순차손이 3,059억달러나 된다. 이것을 각 연도의 GDP에 대한 비율로 계산한 것을 평균하면 2.3퍼센트다.⁴⁾ 위기 전에는 순차익이 GDP의 평균 0.5퍼센트 발생했는데, 위기 후에는 순차손이 GDP의 평균 2.3퍼센트씩 발생하고 있는 것이다.

물론 위기 전 기간이 3년에 미달하기 때문에 〈Table 1〉의 결과로써 위기 전후를 비교하는 것은 큰 한계가 있다. 위기 전 순차익이 GDP의 평균 0.5퍼센트 발생한 것도 당시 한국이 금융위기로 가고 있어서 한국의 자산 가격이 하락한 단기적 효과의 영향이 컸을 가능성이 있다. 이런 문제를 감안하기 위해서는 더 과거의 자료가 있어야 하지만, 그에 대한 공식적 자료는 없다. 여기서는 이를 보완하기 위해 조야(粗野)하지만 이용 가능한 자료를 통해 더 장기적으로 위기 전의 순차익을 추정해

3) 이 수치를 구하는 데는 1997년 달러 표시 분기별 GDP 자료가 필요한데, 한국은행의 국민계정 자료는 그것을 제공하지 않고 있다. 따라서 여기서는 1997년 분기별 원화표시 GDP를 평균 공시환율로 나누어 1-3분기의 비중을 구한 다음(0.7743), 이것을 달러표시 명목GDP에 곱하였다. 4분기는 1997년 치에서 1-3사분기 치 합계를 빼서 구했다.

4) 여기서 순차손을 한국인의 해외투자에서의 차익과 외국인의 대한투자에서의 차익으로 분리해 볼 수 있을 것이다. 둘을 분리하는 것은 파생상품을 제외한 나머지 투자에 대해서는 가능하다. 파생상품 거래에서는 외국인(한국인)의 마이너스 차익이 거래 상대방으로서의 한국인(외국인)의 플러스 차익으로 잡히기 때문에 차익은 항상 플러스다. 따라서 파생상품을 제외하고 계산하는 것이 불가피하다. 그렇게 계산해 보면, 위기 후(1997년 4사분기부터 2014년 4사분기까지 한국이 해외투자에서 거둔 차익은 -252억달러, 외국인이 대한투자에서 거둔 순차익은 2,774억달러다(파생상품을 포함한 순차익은 4,028억달러와 7,088억달러). 즉 위기 후 한국은 해외투자에서 아예 차손을 경험하였고, 외국인은 대규모 차익을 거두었는데, 후자의 절대액이 커서 한국의 순차손은 그 대부분이 외국인이 대한투자에서 거둔 차익 때문인 것으로 나타난다.

보고자 한다. 한국은행(2009)은 1950년부터의 경상수지 통계를 제공하고 있다. 따라서 만약 1949년 말 현재 한국의 순국제투자포지션에 대한 정보가 있으면 1950년부터 위기 전까지의 순차익의 근사치(즉 자본수지와 오차 누락을 제외한)를 계산할 수 있을 것이다. 물론 1949년의 순국제투자포지션에 대한 공식 자료는 부분적인 것도 없다. 그러나 여러 정황자료를 이용해서 그에 대한 추측은 해 볼 수 있다.

우선 광복 이전 한국인의 해외투자자와 외국인의 대한투자는 주로 일본제국 역내에서 일어났을 터인데, 그 결과로서의 자산과 채무가 광복 후 승계되었을 가능성은 별로 없었다고 볼 수 있다. 일본인의 한국 내 자산은 미군정에 의해 접수되어서 귀속재산으로 한국에 넘겨졌다. 광복 이전 한국인의 일본 내 자산은 광복 이후 일본과의 교류가 단절된 상태에서 그 지위가 모호하다가 1965년 대일청구권 협정에 의해 그 권리를 주장할 수 없게 되었다. 그 외에 공산화된 만주 등 일본제국 내 한국인이 살았던 지역에 갖고 있던 자산과 채무가 광복 후 유지되었다고 보기는 어렵다. 따라서 1945년 8월 현재 순국제투자포지션은 플러스건 마이너스건 0에 가깝거나, 적어도 1997년 외환위기 전야의 순국제투자포지션에 비해 그 규모가 극히 작았으리라고 볼 수 있다.

1945년 8월 15일부터 1949년 말까지 4년 4.5개월 간의 순국제투자포지션 변동은 그 기간의 경상수지와 그에 근거하여 이루어진 순국제투자에 붙은 차익에 의해 결정되었을 것이다. 이 때 한국은 처음 3년간은 미군정, 그 후 1년 4.5개월 간은 이승만정부 하에서 혼란을 겪던 시기였다. 당시에는 수출보다 수입이 월등히 많았고, 그 차이를 외국(주로 미국) 원조(이전수입)로 메우는 상황이었다. 따라서 경상수지가 큰 흑자나 적자를 내었을 가능성은 낮다. 그런 상황은 1950년대 초에도 지속되었다. 이런 점에서 1950년대 초의 경상수지 동향을 그 이후 시기와 비교해 보는 것이 도움이 된다. 〈Appendix Table 1〉은 1950년부터 위기 전까지의 경상수지를 2014년 달러 불변가격(그 설명은 아래 참조)으로 계산한 것을 보여주고 있다. 1950년부터 1954년까지의 5년간 경상수지는 3.6억달러 흑자로서, 그 규모(절대치)는 위기 전의 전체 기간인 37년 9개월(1950년 초부터 1997년 9월까지)의 경상수지 적자 규모 약 1,090억달러의 0.2퍼센트에 불과하다. 그 이유는 우선 그 5년이 1950년 1월부터 위기 전까지 전체 기간 37년 9개월에 비해 기간으로 보아 13.2퍼센트에 불과하기 때문이다. 또 한 가지 이유는 1960대부터 1980년대 전반까지 고도성장으로 한국경제의 규모가 급격히 커졌고, 이 때 경상수지 적자를 많이 내었기 때문이다.

그 후 '3저 호황' 등을 거치면서 누적 경상수지 적자가 줄기는 했지만, 여전히 총 누적액은 1,090억달러나 되었다.

1945년 8월부터 1949년 12월 말까지 4년 4.5개월간 경상수지가 흑자였는지 적자였는지는 알 수 없지만, 그 규모가 1950년부터 1954년까지의 경상수지 규모보다 매우 크지는 않았을 것이라고 보아도 큰 무리는 아닐 것이다. 그리고 '씨돈'이 되는 경상수지가 극히 작은 규모였던 만큼, 그에 근거해서 이루어진 순해외투자에 붙는 순차익도 마찬가지로 작은 금액이었다고 추측할 수 있다.

결국 1945년 8월 현재 순국제투자포지션 규모가 외환위기 전야, 즉 1997년 3사분기 말의 순국제투자포지션에 비해 극히 작았고, 그 때부터 1949년 12월까지의 변동액도 극히 적었다면, 1949년 말 순국제투자포지션도 그 규모가 극히 작았다고 추측할 수 있다. 따라서 1949년 말부터 외환위기 전야인 1979년 3사분기 말까지 37년 9개월 간의 순국제투자포지션 변동은 외환위기 전야, 즉 1997년 3사분기 말의 순국제투자포지션 자체에 매우 가까울 것이라고 추측해 볼 수 있다. 다시 말하여 위기 직전 순국제투자포지션은 대부분 1949년 말 이후의 순국제투자포지션 변동에 의한 것이라고 추측할 수 있는 것이다.

이렇게 추측한 1950년부터 위기 전까지의 순국제투자포지션 변동에서 같은 기간의 경상수지 합계를 빼면, 1950년부터 위기 전까지 국제투자에서 순차익이 얼마나 발생했는가를 추측해 볼 수 있다. 그 수치와 위기 후의 순차익 수치를 비교하면 위기 전후를 비교할 수 있게 된다. 물론 1950년부터 2014년까지는 긴 기간이고, 그 사이 물가가 크게 변동했을 것이다. 이 문제를 고려하기 위해 1950년부터 현재까지 일관된 자료가 있는 미국의 전국 도시 소비자물가지수(<http://research.stlouisfed.org/fred2/> 제공)를 이용해서 2014년 달러 기준 불변가격으로 계산한다.

〈Table 2〉는 그렇게 계산한 순차익을 위기 전 시기(1950년 초부터 1997년 3사분기까지) 37년 9개월과 위기 후 시기(1997년 4사분기부터 2014년 4사분기까지) 17년 3개월로 나누어 보여주고 있다. 물론 모두 2014년 기준 불변가격으로 표시한 것이다. 위기 전에는 경상수지가 1,090억달러 적자인데 순국제투자포지션은 약 1,152억달러 감소해서 순차익은 약 -62억달러(즉 순차손이 62억달러)다. 반면 위기 후에는 경상수지는 5,134억달러 흑자인데, 순국제투자포지션은 1,969억달러밖에 늘지 않았고, 3,698억달러의 순차손이 발생하였다. 이것은 위기 전과 후 사이에 큰 차이가 있었다는 것을 말해준다. 위기 전 순차손 약 62억달러는 추측에 근거한 것이기는

하지만, 그 규모가 위기 후의 규모와는 차원이 다르게 작다.⁵⁾ 위기 전 37년 9개월 간 순차손은 실제로 -62억달러에서 기껏해야 수십억달러가 더 많을 가능성이 크다. 반면, 위기 후 17년 3개월 간 순차손은 3,700억달러 가까이 된다. 즉 위기 전에는 ‘수십억’달러, 또는 많아도 ‘백 수십억’달러 수준에 머무를 것으로 추측되는 순차손이 위기 후에는 ‘수천억’달러 수준으로 늘어난 것이다.

〈Table 2〉 Net Capital Gains from International Investment before and after the Crisis

Unit: billion dollars in 2014 prices

Years and Periods	Net international investment position		Current account	Capital account and errors and omissions	Net capital gains
	Amount	Changes			
1949 end	≒ 0				
1950.1Q-1997.3Q		≒ -115.2	-109.0	n. a.	≒ -6.2
1997.3Q end	-115.0				
1997.4Q-2014.4Q		196.9	513.4	53.3	-369.8
2014 end	81.9				

Notes: 1) The figures are different from those in Table 1 because they are in 2014 prices.

Data: <http://ecos.bok.or.kr>, The Bank of Korea (2009), <http://stlouisfed.org/fred2>.

〈Table 1〉과 〈Table 2〉의 결과를 종합해 볼 때, 국제투자에서의 순차손의 규모는 위기 후에 위기 전과는 비교가 안 되게 늘어났다. 즉 한국의 국제투자에서의 대규모 순차손은 주로 외환위기 이후에 일어나고 있는 것이다. 외환위기 이후 한국은 그 만큼의 소득을 외국으로 이전하게 된 것이다.

III. 위험 분담

이 장에서는 제Ⅱ장에서 살펴본 것처럼 외환위기 후 대규모로 발생한 국제투자에서의 순차손을 상쇄하는 위험 분담의 이익이 있었는지 살펴본다. 신흥시장국의 순

5) 여기서 -62억달러를 위기 전 GDP 총액으로 나눈 비율을 계산해 보는 것이 도움이 될 것이다. GDP 통계는 1953년부터 존재한다. 1953년부터 1997년 3사분기까지의 GDP 합계(2014년 가격으로 표시)로 -62억달러를 나누면 -0.060퍼센트가 된다. 반면 위에서 본 것처럼 위기 후 국제투자에서의 순차익의 GDP에 대한 비율은 평균 -2.3퍼센트다.

차손이 자본시장에서 위험과 수익을 감안한 거래를 한 결과라면, 위험 분담에 따른 이익이 그런 순차손을 상쇄하고도 남아서 전체적으로 후생 수준은 올라갈 것이다. 그런 이익이 발생하리라고 기대할 수 있는 근거는 자산의 위험도 차이다. 서론에서 언급한 것처럼 미국 등 선진국의 신흥시장국 투자는 위험이 큰 자산으로 구성되어 있는 반면, 한국 등 신흥시장국의 대 선진국 투자는 위험이 낮은 자산으로 구성되어 있기 때문에 순차손이 발생한다고 볼 수 있는 것이다.⁶⁾

이것은 국제투자의 국별 구성에서 확인할 수 있다. <Table 3>은 1994년부터 2003년까지 한국인의 해외투자 총액 및 외국인의 대한투자 총액과 그 국별 구성을 제시하고 있다. 한국인의 해외투자는 준비자산의 특수한 위치를 감안하여 준비자산 이외 자산(직접투자, 증권투자, 파생상품, 기타투자)과 준비자산으로 나누었다. 그 중 준비자산은 국별 구성을 알 수 없기 때문에 준비자산 이외 자산에 대해서만 미국·유럽연합·일본 등 선진국의 비중(2002년부터 2013년까지 자료가 있음)을 제시하였다. 외국인의 대한투자에 대해서는 자산 총액에 있어서의 선진국 비중을 제시하였다(이상 자료는 <http://ecos.bok.or.kr>).

<Table 3>에서 보는 것처럼 한국의 국제투자는 주로 선진국과 이루어지고 있다. 2002년부터 2013년 평균을 내 보면 외국인의 대한투자에 있어서 선진국의 비중은 67.8퍼센트다. 한국인의 해외투자에서는 준비자산을 제외할 때에는 선진국이 47.4퍼센트를 차지하고 있다. 준비자산의 경우 그 구성을 공개하지 않아서 알 수 없지만, 미국 재무부 증권(Treasury Bill) 등 안전하고 유동성 높은 자산이 주를 이루기 때문에 선진국 자산의 비중이 압도적으로 클 것이다. 자산 총액에서 준비자산의 비중이 상당히 높기 때문에 한국인의 해외투자 역시 선진국의 비중이 50퍼센트를 쉽게 넘을 것이다.⁷⁾

6) 엄밀하게 말하면 위험과 교환되는 것은 차익이 아니라, 차익과 투자소득을 합한 총수익이다. 그런 총수익을 투자 잔고로 나누어서 한국인의 해외투자와 외국인의 대한투자의 투자수익률을 구할 수 있다(다만 이 때 주4에서 이야기한 것처럼 파생상품은 제외해야 함). 투자수익률 계산에 있어서 어려움은 자료다. 국제투자대조표가 1994년부터 이용 가능하기 때문에 투자수익률은 1995년부터만 구할 수 있어서 위기 전과 후를 장기적으로 비교하는 것이 불가능하다. 여기서는 이런 이유에다 순차손 자체도 매우 중요하고 세계적 연구의 대상이 되고 있다는 것을 감안해서 순차손만 분석하기로 한다.

7) 선진국 중에 캐나다, 오스트레일리아 통계는 없다. 유럽연합국가 중에는 선진국으로 분류되기 어려운 나라들도 있겠지만, 그 비중이 높지는 않을 것이다. 한편 외국인의 대한투자 중 개도국에서 들어오는 것으로 분류되더라도 각종 조세피난처에서 들어오는 자금 중에는 선진국

〈Table 3〉 International Investment Position and Its Share of Advanced Countries

Unit: billion dollars, percent

Year	Korean foreign investment				Foreign investment in Korea		Net international investment position
	All assets	Assets excluding reserve assets		Reserve assets	All assets	Share ¹⁾	
		Amount	Share ¹⁾				
1994	74.5	52.1		22.3	111.7		-37.2
1995	99.8	70.5		29.4	146.0		-46.2
1996	122.0	92.6		29.4	185.6		-63.6
1997	117.8	108.9		8.9	182.3		-64.6
1998	140.4	91.9		48.5	192.6		-52.2
1999	158.9	84.8		74.1	244.6		-85.7
2000	182.7	86.5		96.2	219.2		-36.5
2001	178.8	76.0		102.8	236.6		-57.8
2002	203.6	82.2	48.2	121.4	264.8	70.1	-61.2
2003	255.9	100.6	48.2	155.4	319.2	71.2	-63.2
2004	329.6	130.5	51.8	199.1	390.0	73.0	-60.4
2005	370.2	159.8	53.2	210.4	514.1	74.1	-143.9
2006	466.7	227.8	53.1	239.0	622.0	69.7	-155.2
2007	595.0	332.7	44.7	262.2	782.4	68.4	-187.5
2008	537.2	336.0	49.6	201.2	606.6	66.3	-69.3
2009	630.4	360.4	44.7	270.0	730.3	63.6	-99.9
2010	697.1	405.5	43.2	291.6	828.2	65.7	-131.1
2011	759.5	453.1	44.0	306.4	840.6	64.3	-81.0
2012	861.0	534.1	44.0	327.0	955.4	64.5	-94.4
2013	964.2	621.1	44.4	346.5	1004.8	62.6	-40.6

Notes: 1) The share of advanced countries.

 Data: <http://ecos.bok.or.kr>.

나아가서 한국의 해외투자 중 큰 부분이 준비자산이라는 사실은 바로 한국의 해외투자 자산의 위험이 외국인의 대한투자의 위험보다 낮은 결정적 이유가 된다. 해외투자 자산 총액 중 준비자산이 차지하는 비중은 위기 후 크게 올라갔다. 준비자산은 자산 가격이 미 달러로 표시되기 때문에 차익이 발생하는 것은 미 달러와 다른

자금이 포함되어 있을 가능성이 크다. 그리고 〈Table 3〉을 보면 선진국 비중이 점차 떨어지고 있는데, 그 가장 큰 이유는 중국의 비중 상승이다. 여기서는 이런 문제들은 다루지 않기로 한다.

준비통화와의 환율 변동이 있을 때뿐이다. 이 금액이 별로 크지 않으리라는 것은 쉽게 짐작할 수 있다.

이상의 사실을 보면 한국의 국제투자에서의 순차순은 위험 분담의 결과이고 위험 감소로 상쇄되는 것으로 생각된다. 그러나 자세히 들여다보면 그렇게 간단하게 규정할 수 없다는 것을 알 수 있다.

우선 위기 직후 이루어진 투매(fire sale)다. 1997년 위기 직후 극심한 불황 하에서 한국 등 동아시아국가들의 많은 자산이 투매를 통해 외국인 손으로 넘어갔다(Krugman, 2000; Aquiar and Gopinath, 2005). 투매는 차익과 위험을 교환하는 관계라고 볼 수 없다. 투매는 판매자가 “대안이 없는 절망적 상황에서 할 수 없이 한 거래”다. 물론 그런 절망적 상황 하에서는 투매라도 하는 것이 안 하는 것보다는 낫다. 그러나 그런 상황에서 이루어진 투매를 경제학에서 통상적으로 이야기하는 ‘거래 당사자가 서로 이익을 보는 교환’이라고 볼 수는 없다(Munger, 2011; Guzmán and Munger, 2014). 더욱이 그런 대안이 없는 절망적 상황을 ‘주어진 조건’으로 가정하지 않으면 투매가 서로 이익을 보는 교환이라고 볼 여지는 더욱 줄어든다(아래 제 V 장 참조).

투매 국면이 끝나고 난 다음 개별거래에서는 차익과 위험의 교환이 이루어졌을 것이다. 문제는 그런 개별거래가 경제 전체로서의 위험 감소로 나타나는지 여부다. 자본시장 개방은 불안정을 일으키는 요인, 즉 위험을 높이는 요인이 될 수 있다. 그 이유는 자본 유출입이 경기 동조적(pro-cyclical)이기 때문이다. 나아가서 자본 유출입은 갑작스런 유입 중단과 대규모 유출을 통해 외환위기를 일으킬 수 있다. 한국의 입장에서는 이것이 가장 중요한 위험이다.

자본시장 개방으로 외환위기 가능성이 올라가지 않으려면 여러 조건이 충족되어야 한다. 무엇보다 금융기관·기업·가계 등 경제주체의 위험관리 능력과 금융당국의 감독능력이 전제되어야 한다. 이것은 자본시장 개방의 이익을 아무리 강하게 옹호하는 논자들도 인정하는 바다(예컨대 Mishkin, 2009). IMF도 그 역사상 자본 시장 개방을 가장 강력하게 추진했던 1997년경에도 그런 조건의 존재를 인정했다(Ocampo et al., 2008: 28). 그러나 2008년 세계금융위기가 말해 주듯이 그런 조건을 갖추는 것은 선진국에서도 쉬운 일이 아니다. 신흥시장국은 말할 것도 없다.

이런 관점에서 보면 IMF가 외환위기를 겪은 신흥시장국에게 자본시장 개방을 요구하는 것은 모순이다. 외환위기가 일어났다는 것 자체가 바로 그런 조건이 미비하

다는 것을 말해 주기 때문이다. 한국도 당연히 그런 경우였다. 1997년 외환위기는 그런 조건을 갖추지 못한 상태에서 단기자본 시장을 개방했기 때문에 일어났다. 그렇다면 위기 후 IMF는 응당 자본시장 개방정책을 원점에서 재검토하고 그런 조건을 갖춘 후 자본시장을 개방하는 쪽으로 일정을 다시 짜라고 요구하는 것이 맞았을 것이다. 그러나 IMF는 자본시장을 즉각적으로 전면 개방할 것을 요구했다. 즉 ‘개혁’과 ‘개방’의 순서가 잘못되어서 외환위기가 일어났는데, 그 잘못을 ‘제도화’했던 것이다.

이것은 당연히 외환위기 가능성을 올린다. 한국은 위기 후 그렇게 올라간 가능성에 대비한 ‘자기보험(self-insurance)’ 목적으로 유동성 높은 단기 외화 자산을 보유해 왔다. 그런 자산은 일부 민간에서도 보유하겠지만, 두드러지는 것은 통화당국이 쌓는 준비자산이다. 이처럼 자본시장을 개방하고 외환위기 등 올라간 위험에 대비하기 위해 준비자산 등의 유동성 자산을 쌓는 것이 순차손이 발생하는 메커니즘이다.

여기서 분명한 것은 자본시장을 개방하고 준비자산 등을 쌓아 외환위기 가능성을 낮추는 것이 순차손을 ‘완전 상쇄’할 수는 없다는 것이다. 자본시장을 개방하고 그에 따라 올라간 위험에 대비하기 위해 유동성 높은 해외안전자산을 쌓았기 때문에, 자본시장을 개방하지 않았을 경우에 비하면 위험도 올라가고 순차손도 발생했다. 비유하자면 교통사고 위험이 올라갔기 때문에 그에 대비한 보험을 든 것과 마찬가지로, 교통사고 위험이 올라가지 않았을 경우와 비교하면 보험료도 내고 위험도 증가한 것과 같다. 즉 위기 후의 ‘자기 보험’으로 표현되는 관계는 그 자체로만 보면 한국이 달러 등 선진국의 안전한 유동자산을 보유하고 위험을 낮추는 행위다. 그러나 이것은 자본시장 개방을 ‘주어진 조건’으로 간주할 때 그렇다. 자본시장 개방을 주어진 조건으로 간주하지 않으면, 한국의 입장에서 순차손도 발생하고 위험도 올라가는 구도인 것이다.

분명하지 않은 것은 자본시장을 개방하고 준비자산을 쌓아 온 것이 순차손을 ‘부분적’으로라도 상쇄했는가 하는 것이다. 이것은 자본시장을 개방하지 않았을 때보다 외환위기 가능성이 올라갔는가, 내려갔는가 하는 문제다. 자본시장을 개방하더라도 준비자산을 무한정 쌓으면 자본시장을 개방하지 않았을 때보다 외환위기 가능성이 떨어질 것이다. 무한정은 아니더라도 어느 수준 이상을 쌓으면 외환위기 가능성이 자본시장을 개방하지 않았을 때보다 떨어질 수 있다. 그럴 경우 순차손은 외

환위기 가능성의 감소로 일부 상쇄될 것이다. 한국이 위기 후 쌓은 준비자산이 실제로 그런 규모였는지에 대한 엄밀한 분석은 불가능하다. 현 상태에서 할 수 있는 것은 여러 사항을 고려해서 추론을 해 보는 것뿐이다. 그런 점에서 도움이 되는 것은 ‘적정 준비자산(optimal foreign exchange reserves)’ 개념이다. 1997년 위기 이후 동아시아 각국이 준비자산을 대규모로 쌓은 데 대해 그것이 적정한가에 대해 논란이 있었다. 준비자산을 쌓는 동기는 고환율을 통해 성장과 일자리 창출 동력을 얻으려는 ‘중상주의적 동기’와 외환위기에 대비한다는 ‘예비적 동기’로 나누어 볼 수 있다(Dooley et al., 2003; Aizenman and Lee, 2007). 중상주의적 동기 때문에 끊임 없이 준비자산을 쌓으면 결국 예비적 동기에 비추어 본 ‘적정준비자산’을 초과할 것이다. 그럴 경우 자본시장을 개방하지 않았을 때보다 외환위기 가능성이 낮아질 수 있을 것이고, 따라서 순차익을 일부 상쇄하는 위험 감소 이익이 있을 것이다.⁸⁾

2008년 세계금융위기 이전까지 한국이 쌓은 준비자산이 적정수준을 초과하지 않았다는 것은 2008년 당시 외환위기가 또 일어날 뻔 했다는 데서 알 수 있다. 당시 실제로 외환위기가 일어나지는 않았다는 것이 그에 대한 반증은 못된다. 그렇게 된 데는 미국 연방준비위원회가 한국은행에게 통화스왑을 열어 준 것이 큰 도움이 되었는데, 그것은 자기 보험이 아니라, 미국의 ‘재량적 판단’에 힘입은 것이었다. 그 재량적 판단이 어떻게 되는가 하는 것 자체가 큰 위험이다.

2008년 위기 이후 한국은 여전히 자본시장을 개방한 채 더 많은 준비자산을 쌓고 있다. 이것이 적정준비자산을 초과하는지 알 방법은 없다. 그것은 자본시장을 개방한 상태에서는 예상치 못하는 이유로 외환위기가 일어나는 경향이 있기 때문이다. 자본시장을 개방한 상태에서 외환위기가 일어나는 원인은 사전에 알려지기보다 사후적으로 판명되곤 해 왔다(Rodrik and Subramanian, 2009). 한국의 경우도 사전적 인지와 사후적 판단은 달랐다. 한국은 2008년 세계금융위기 전까지 자본시장이 열려 있을 때의 준비자산 보유 규칙으로 간주되었던, 단기외채에 비해 준비자산이 많으면 된다는 Guidotti-Greenspan 규칙(Rodrik, 2006)에 비추어 볼 때 충분한 준비

8) 여기서 많은 문제가 제기될 수 있다. 예컨대 자본시장을 개방하지 않고 그에 맞추어 적정준비금을 보유할 경우 외환위기가 일어날 가능성과 자본시장 개방 후 그에 맞춘 적정외환준비금을 보유할 경우 위기가 일어날 가능성 간의 관계 등이 그런 것이다. 여기서는 그런 문제를 다룰 수 없고, 자본시장을 개방하더라도 많은 외환준비금을 쌓으면 자본시장을 개방하지 않은 경우보다 외환위기 가능성이 ‘낮아질 수 있다’는 사실에 근거한 추론 이상은 할 수 없다.

자산을 가지고 있었다. 그러나 막상 세계금융위기가 터지자 그것으로는 부족했다. 또 한 가지 예는 2007년 자본 유입에 대비해 해외투자를 장려한 것이 파생상품 시장에서 만기 불일치를 가져와 2008년 외환위기가 일어날 뻔했던 원인이 되었다는 사실이다(Chung and Kim, 2012). 이처럼 사전적으로는 인지하기 어렵고 사후적으로 드러나는 위험이 2009년 이후에도 없다고 할 수는 없을 것이다.

2008년 이후 한국이 보유하는 준비자산이 적정수준을 초과한다면 제Ⅱ장에서 계산한 순차손을 부분적으로 상쇄할 수 있을 것이다, 반대로 적정수준에 미달한다면 그것을 초과하는 추가 비용이 발생했다는 것을 의미한다. 물론 그런 가능성을 배제할 수 없다.

결국 결정적 문제는 자본시장 개방을 ‘주어진 조건’으로 간주하느냐는 것이다. 자본시장을 ‘주어진 조건’으로 간주하지 않으면 순차손을 위험 감소와 교환했다는 논리가 성립하지 않는 것이다. 자본시장 개방이 ‘주어진 조건’이 된 것은 주로 외환위기 후 IMF의 요구 때문이었는데, 위에서 살펴본 것처럼 개혁과 개방의 순서를 바꾼 것이 이러한 결과로 나타났다고 할 수 있다. 이와 관련하여 1997년 외환위기의 성격 자체에 대해 논점이 있을 수 있다(아래 제Ⅴ장 참조).

한편, 앞에서 언급한 것처럼 미국 등 선진국이 더 위험한 자산을 갖고 있기 때문에 호황기에는 플러스의 순차익이 발생하고 위기 시에는 순차손이 발생하는데, 이것은 한국 같은 신흥시장국에게 호황기에는 순차손이 발생하고 불황 시에는 순차익이 발생함으로써 불안정성을 낮추어 줄 수 있다. 즉 소비의 한계효용이 높은 위기 시에 미국 등 선진국에 투자 손실이 발생하고 신흥시장국들에게 투자 이익이 발생하는 반면, 소비의 한계효용이 낮은 호황기에는 그 반대라는 것이다. 따라서 어떤 시점에 있어서의 위험도 차이 뿐 아니라, 손실과 이익이 발생하는 시기의 한계효용이 다르다는 것까지 고려해야 위험분담의 진정한 손익을 평가할 수 있다. 다시 말하면, 신흥시장국이 외환위기, 즉 자본의 급격한 유출입에 따른 환율의 급변에 대해서 보험을 들기 위해 준비자산을 비롯한 유동자산을 가지고 있지만, 그것이 의도했건 안했건 경기변동의 효과를 완화해 주는 구도, 즉 GDP의 변동에 대해 보험을 드는 것과 같은 효과가 있을 수 있다는 것이다.

한국의 입장에서 이런 효과가 있는지를 살펴보기 위해서는 우선 위기 후 국제투자에서의 순차손과 국내 경기 간의 관계를 분석해 볼 수 있다. 국제투자에서의 순차손과 국내 경기 간의 상관관계가 유의한 플러스라면 일단 순차손이 경기변동의

효과를 완화시켜 경제 전체의 위험을 낮추어주는 효과가 있다고 볼 수 있다. 국내 경기가 나쁘면 국내 자산 가격이 하락해서 외국인 투자자의 차익이 줄기 때문에 순차익이 발생해서 국내경기 후퇴 분을 상쇄해 줄 수 있다. 이것은 소비의 변동을 줄여서 후생수준 향상으로 이어질 것이다. 그럴 가능성은 <Table 1>에서 추측해 볼 수 있다. 예컨대 2008년 세계금융위기 하에서 한국의 자산 가격이 폭락하고 환율이 폭등함에 따라 GDP의 12.5퍼센트에 해당하는 1,247억달러의 순차익이 발생했다. 따라서 평균으로 보아 매년 GDP의 2.3퍼센트에 해당하는 순차손이 발생했다고 하더라도, 그런 순차손이 국내 경기를 중화시키는 역할을 한다면 그 부정적 효과를 일부 상쇄할 수 있을 것이다.

국제투자에서의 순차익 내지 순차손 변동과 국내 경기 변동 간의 관계에 대한 실증적 연구는 세계적으로도 아직 시작 단계로서, 기존 연구(Bracke and Schmitz, 2011; Balli et al., 2012)도 엄밀한 모델을 세워서 추정한 것이 아니다. 한국에서 국제투자에서의 순차익 변동이 국내 경기변동과 어떤 관계를 갖는가에 대한 연구는 물론 없다. 따라서 여기서는 가장 초보적인 분석으로서 순차익(그 마이너스치가 순차손)과 GDP의 상관관계수(correlation coefficient)를 계산해 보기로 한다. 자료는 연간 자료와 분기별 자료를 모두 이용한다.⁹⁾ 그 첫째 관찰치는 1997년 외환위기가 초래한 투매의 시기를 언제까지로 보느냐에 따라 달라질 수 있을 것이다. 여기서는 투매 시기를 포함한 시기와 그렇지 않다고 생각되는 시기를 모두 사용해 보기로 한다. 연간 자료에서는 각각 1997, 1998, 1999년을 첫째 관찰치로 사용한다. 분기별 자료에서는 외환위기가 일어난 1997년 4사분기, 투매의 조건을 제공한 극심한 경기 부진이 끝난 1998년 3사분기, 그리고 1999년 1사분기를 각각 최초 관찰치로 사용한다. 그 결과는 <Table 4>에 제시되어 있다.

<Table 4>에서 보는 것처럼 어떤 표본을 사용해도 GDP와 국제투자에서의 순차익(순차손) 간에 유의한 마이너스(플러스) 상관관계는 나타나지 않는다. 따라서 순차손이 경기변동의 효과를 완화해서 위험을 줄여준다고 볼 수는 없는 것이다.

이상에서 살펴본 외환위기 직후의 투매, 외환위기의 가능성, 순차익과 GDP와의 상관관계 등을 종합해 볼 때, 위기 후 발생한 국제투자에서의 대규모 순차손을 상쇄하는 위험 감소가 있었다고 보기는 어렵다.

9) 여기서 국민계정 자료가 분기별 달러 기준 명목GDP를 제시하지 않고 있는 문제는 주 3에서와 같이 분기별 원화표시 GDP를 평균 기준환율로 나누어서 구하였다.

(Table 4) Correlation between Net Capital Gains from International Investment and GDP

Yearly Data		
Periods	Number of Observations	Correaltion Coefficient
1997 - 2014	18	0.0319
1998 - 2014	17	0.0770
1999 - 2014	16	0.0789
Quarterly Data		
Periods	Number of Observations	Correaltion Coefficient
1997. 4Q - 2014. 4Q	69	-0.0239
1998. 3Q - 2014. 4Q	66	-0.0508
1999. 1Q - 2014. 4Q	64	-0.0438

IV. 성장과 분배

이 장에서는 위험 분담 이외에 국제투자액에서의 순차순을 상쇄하는 성과가 있었는가를 살펴본다. 위험 분담을 통해 순차순을 상쇄하는 이익이 없더라도 다른 쪽에서 성과가 있으면 그것을 상쇄할 수 있을 것이다.

자본시장 개방은 자원배분을 효율화하고 제도나 거버넌스를 향상시켜 경제 전체의 성과를 향상시킬 수 있다. 실제로 위기 후 한국에서도 투매 국면이 끝나고 난 다음 국제투자액에서의 개별거래에서 차익과 위험의 교환이 이루어져서 자원배분의 효율성이 향상됨으로써 경제 전체의 성과를 올릴 수 있었을지 모른다. 자본시장 개방이 IMF의 요구로 광범위한 구조 개혁과 같이 진행되었기 때문에 더욱 그럴 가능성이 있다. 현실적으로 자본시장 개방의 효과와 구조 개혁의 효과를 분리해서 보는 것은 불가능하고, 둘이 IMF의 요구에 따라 같이 이루어졌다는 점을 감안하여 여기서는 자본시장 개방과 구조 개혁의 성과를 합쳐서 살펴보기로 한다.

위기 후 한국의 자본시장 개방과 구조 개혁은 그 자체로서 분명히 성과를 거두었다. 그것은 위기 전 한국의 경제구조에 존재하던 심각한 문제를 해소하는 계기가 되었기 때문이다. 위기 전 한국경제는 기업과 금융의 행태라는 점에서 큰 문제가 있었다. 기업은 금융기관으로부터 차입을 해서 이윤율을 충분히 고려하지 않고 성장 위주의 경영을 했다. 금융기관은 기업의 그런 행태를 제지하지 않고 방조했다.

즉 위기 전 한국은 자본시장으로부터의 규율이 제대로 작동하지 않았던 것이다. 이것을 단적으로 나타내 주는 것은 1979년 이후 지속적으로 기업의 자기자본이익률이 평균차입비용보다 낮았다는 사실이다(Joh, 2003). 예컨대 1979년부터 1996년까지 제조업의 자기자본이익률을 보면 평균 5.4퍼센트였는데, 차입금평균이자율은 13.5퍼센트였다(<http://ecos.bok.or.kr>에서 계산). 그러면서 부채비율은 매우 높았다. 이것은 ‘부실채권이 만성적으로 생성되는 구도’로서 ‘정상적 시장경제’의 모습이라고 보기 어렵다. 그 결과는 1997년 들어 외환위기가 일어나기 전에 8개 재벌이 도산하는 것으로 나타났다. 1997년 한국은 외환위기가 없었더라도 국내적 금융위기가 불가피했던 것이다.

위기 후 자본시장 개방과 개혁은 그런 구조를 해소했다. 이것을 단적으로 나타내 주는 것은 2002년 이후부터는 기업의 자기자본이익률 평균이 평균차입비용 평균보다 높다는 것이다. 실제로 2002년부터 2013년까지 제조업의 자기자본이익률은 11.1퍼센트인데 반해 차입금평균이자율은 6.0퍼센트다. 그렇게 된 데는 자본시장 개방이 특히 큰 역할을 했다. 위기 전과 후를 비교할 때 일관된 자료가 있는 이익률 지표인 매출액영업이익률을 보면 위기 전에 비해 위기 후에 별로 올라가지 못한 반면, 차입금 평균이자율은 크게 떨어졌기 때문이다. 한편 부채비율도 급격히 떨어졌는데, 이것은 구조 개혁 덕분이다. 이처럼 한국은 위기 후 만성적으로 금융기관의 부실채권이 생성되는 구도가 정리되어서 ‘정상적 시장경제’로 복귀할 수 있었다. 그와 함께 구조 개혁은 경제·사회 전체의 거버넌스 개혁, 각종 정보의 투명화, 법치의 확대 등을 가져왔다.

이런 것들은 그 자체로서 모두 바람직하고 언젠가는 시행해야 할 과제였다. 그러나 여기서 유념해야 할 것은 경제 전체로 보면 기업과 금융의 건전성 및 각종 거버넌스 개혁 등은 ‘도구 변수’에 불과하다는 것이다. 경제 전체로 보면 진정한 ‘성과 변수’는 성장이나 분배다. 국제투자에서의 순차손을 상쇄하는 이익이 있으려면 경제성장률이 올라가거나 분배상태가 개선되어야 한다.

이들 도구 변수와 성과 변수 간의 관계에 대해서는 Barro (1991) 이후 세계적으로 많은 연구가 이루어져 왔다. 그 결과 장기적으로 그런 도구변수의 향상이 성과변수, 특히 성장에 유리하게 작용하는 것으로 나타난다(Perkins, 2012: Chapter 3). 이런 관점에서 보면 1997년 위기 당시 Camdessus IMF 총재(1997)가 한국의 위기는 “위장된 축복”이 될 것이라고 주장한 것이 근거가 없었다고 볼 수는 없다.

한편 아무리 장기적으로 바람직한 경제제도로 하더라도 현지 상황과 기존 제도와 의 일관성을 고려하지 않고 선진국 제도를 ‘일괄 도입’하는 것은 부정적 결과를 가져올 가능성이 크다(Rodrik, 2007, 2011). 한국의 경우에도 위기 후 현지사정에 맞지 않는 제도 개혁을 급진적으로 실시해서 경제 전체에 부정적 영향을 미쳤을 가능성이 크다는 주장이 제기되었다(Shin and Chang, 2003; Lee and Lee, 2008). 나아가서 위기 후 ‘신자유주의’를 도입해서 분배를 악화시키고 각종 사회적 문제에 악영향을 미쳤다는 주장도 제기되었다(Lim and Jang, 2006; Lee and Hewison, 2010).

이 문제는 결국 실제로 위기 후 경제성장률이 올라가거나 분배상태가 개선되었는지를 가지고 판단할 문제다. 그 중에서도 중요한 것이 성장이다. 국제투자에서의 순차순은 국민소득의 감소와 같기 때문에 그것을 바로 상쇄할 수 있는 성과는 경제성장을 상승이다. 만약 위기의 결과 경제성장률이 올라갔으면 그런 비용을 상쇄할 수 있을 것이다.

여기서 먼저 분명히 할 것은 ‘주가 상승’으로 한국인이 거둔 이익을 어떻게 보느냐는 것이다. 위기 후 기업의 자기자본이익률이 올라가고 부채비율이 떨어진 결과 주가가 올랐고, 그 결과 많은 한국인이 이익을 보았다. 위기 후 한국 주식에 대한 외국인의 소유가 늘었지만, 여전히 한국 주식은 한국인이 더 많이 갖고 있기 때문에, 한국의 주가 상승으로부터 한국인이 거둔 차익이 외국인이 거둔 차익을 상쇄하고도 남는다. 이런 해석은 물론 한국인이 국내에서 거둔 차익은 소득이 아니라 그 재분배에 불과하다는 것을 간과하고 있다. 경제 전체로 보면 주가 상승이 경제성장률을 올리거나 그에 대한 기대를 반영할 경우에만 국제투자에서의 순차순을 상쇄할 수 있다. 이것은 결국 위기 이후 실제로 경제성장률이 올라갔는지의 문제로 귀착된다.

경제성장률은 위기 이후 분명히 떨어졌다. 1998년부터 2014년까지 17년 동안 경제성장률(GDP 증가율)은 평균 4.2퍼센트(2010년 가격 기준)로서 위기 전 17년간인 1980년부터 1996년까지의 경제성장률 8.7퍼센트의 절반 이하다. 성장률 하락은 2008년 세계경제위기 전까지 한정해서 보아도 마찬가지다. 1998년부터 2007년까지 10년간 평균성장률은 4.7퍼센트로서 위기 전 10년간인 1987년부터 1996년 간 평균 8.7퍼센트의 절반을 겨우 넘을 정도다. 그러나 이것이 인과관계를 반영하는지는 별개 문제다. 그 인과관계를 밝히는 것은 어렵다. 그 결과가 위기 후 나타난 다른 여러 요인의 영향과 결합되어 있기 때문이다.

우선 일인당 GDP가 증가하는 데 따른 경제성장률의 자연 감소를 고려해야 할 것이다. 한국의 구매력평가로 본 일인당GDP는 이탈리아나 스페인 같은 나라와 비슷하다. 역사상 어느 선진국도 4퍼센트로 계속 성장한 경우가 없고, 위기 후 한국 성장률은 ‘선진국 클럽’인 경제협력개발기구(OECD) 회원국 중에서 상위권에 든다. 그러나 성장률이 절반 수준으로 떨어진 것을 자연적 추세로만 설명하기는 어려워 보인다. 실제로 위기 후 경제성장률이 자연적 추세보다 더 떨어졌다는 연구가 있다(박원암, 2005). 이런 성장률의 추가적 하락에 대해서는 기본적으로 두 가지 견해가 있다. 하나는 위기 전의 ‘과잉성장’이 정상화된 결과라는 견해이고, 다른 하나는 위기 후의 ‘과소성장’ 때문이라는 견해다(한진희·신석하, 2007: 26).

둘 중에서 분석적으로 더 정밀한 것은 과잉성장이 정상화된 결과라고 보는 견해다(예컨대 Eichengreen et al., 2012). 그러나 분명한 것은 그런 견해를 뒷받침하는 연구도 위기 전의 과잉성장이 정상화되었다는 것을 보여주고 있을 뿐, 위기 후 경제성장률이나 성장 잠재력이 ‘올라갔다는’ 것을 보여주지는 않는다는 것이다. 따라서 이들 연구에 근거해 위기 후 성장에서 국제투자에서의 순차손을 상쇄하는 이익이 발생했다고 할 수는 없다. 즉, 위기 후 자본시장 개방과 구조 개혁이 성장에 긍정적 효과를 미쳐서 국제투자에서의 순차손을 상쇄했다는 것을 보이려면, 그로 인해 성장 잠재력이 올라갔지만, 다른 부정적 요인(일인당 생산 증가에 따른 성장률의 자연 감소, 위기 전의 과잉 성장으로부터의 조정, 위기 후 중국의 등장이나 한국의 정책 실패 등)의 영향이 더 커서 그 ‘순효과’가 성장률 하락으로 나타났다는 것을 보여야 한다. 그러나 아직 그런 것을 보인 연구는 없다.

다만, 이와 관련하여 위기 전 한국의 경제성장이 ‘지속 가능한’ 것이었는가에 대한 논란을 살펴볼 필요가 있다. 위기 전 한국의 경제성장 자체가 지속 불가능했다면 위기 후 경제성장률이 하락한 것은 문제가 안 된다. 즉 경제성장률은 위기 전 17년간 평균 8.7퍼센트에서 위기 후 17년간 평균 4.2퍼센트로 떨어졌지만, 원래는 경제성장률이 0퍼센트로 가게 되어 있었다면, 4.2퍼센트로 가게 된 것만도 다행이다. 만약 그랬다면 위기 후 국제투자에서의 순차손을 상쇄하고도 남을 것이다.

위기 전 한국의 경제성장이 지속 불가능한 것이었다는 주장은 위기 전 한국 등 동아시아국가들의 고도성장이 구조론 식으로 중요소생산성 증가 없이 요소투입 증가에 의해 이루어졌다는 Krugman(1994)의 주장에서 비롯되었다(그 뒤 실증연구는 Young, 1995 참조). 이 주장은 대단히 많은 논란을 불러일으켰기 때문에 따져볼 필

요가 있다.

우선 총요소생산성 증가를 수반하지 않은 경제성장이 ‘외환위기’의 원인이 되었다는 주장은 설득력이 없다. 이에 대해서는 Krugman (2008: Chapter 4) 자신이 한국·태국·인도네시아는 경제발전단계도 다르고 국내경제체제도 다른데, 몇 달 간격으로 외환위기가 일어난 것은 국내경제구조가 외환위기의 원인이 아니었다는 것을 말해 준다고 밝힌 바 있다.

그러나 총요소생산성 증가율이 0에 가까웠다면 성장이 지속 불가능했을 것은 사실이다. 이런 주장에 대한 대표적 반론은 Stiglitz (2001: 512)와 Bhagwati (2004: Chapter 13)의 견해다. 이들은 한국 등 동아시아 국가에 있어서 실제로 측정된 총요소생산성 증가율을 근거로 성장의 지속 가능성을 판단할 수 없다고 주장한다. 설령 한국의 총요소생산성 증가율이 0으로 측정된다 하더라도 그에 근거해서 한국의 경제성장이 전적으로 요소투입에 의해서 이루어진 구조론 식 성장과 같다고 볼 수는 없다는 것이다. 한국의 경제성장은 구조론에서와 달리 선진국에서 수입한 자본재를 투입해서 생산함으로써 이루어졌는데, 그 자본재는 선진국에서의 기술 진보를 ‘체화’한 자본재다. 기술진보를 체화한 자본재를 바로 그 기술진보 때문에 높아진 생산성 때문에 비싼 값을 주고 사 왔기 때문에 경제성장 측정에서 잔여분으로서의 총요소생산성 증가율이 낮게 나타나는 것뿐이라는 것이다. 이런 성장은 지속 불가능하다고 할 수 없다.

그 다음, 이런 문제와 별개로 실제로 측정된 총요소생산성 증가율이 위기 전에 0에 가까울 정도로 낮았는가 하는 문제가 있다. 한국에서는 총요소생산성 증가율을 측정하려는 시도를 꾸준히 해 왔다. 그런 계산 결과를 국제적으로 비교해 보면 한국의 총요소생산성 증가율은 플러스일 뿐 아니라 다른 나라에 비해 낮지 않은 수준이고, 이것은 위기 전이나 후나 마찬가지다(한진희·신석하, 2007; Eichengreen et al., 2012: Chapter 2). 이것은 위기 전 한국의 경제성장이 요소투입에만 의거해서 이루어져서 지속 불가능했다고 보는 견해에 대한 중요한 반증이다.¹⁰⁾

10) 한편 이러한 논의의 변형으로서 위기 전 총요소생산성 증가율이 추세적으로 떨어져서 0으로 수렴함으로써 위기로 갔다는 주장도 있다(Chung and Eichengreen, 2004: Chapter 1). 그러나 총요소생산성 증가율의 추세에 대한 최근의 연구인 김동석 외(2012)와 OECD(2012)의 자료를 살펴보면, 1990년대 들어 총요소생산성 증가율이 과거에 비해 떨어지고 있었지만, 위기 직전인 1994-1996년간에는 1991-1993년간에 비해 올라갔다. 1970년대와 1980년대에도 3개년 평균 총요소생산성 증가율이 1994-1996년보다 낮은 기간이 있었다. 따라서 총요소생산

한편 위기 전 한국경제가 구소련 경제와 닮은 점이 있었던 것은 사실이다. 위에서 살펴본 것처럼 금융 규율이 약하여 만성적으로 부실채권을 생성하는 구도가 그것이다. 그런 구도는 구소련의 시장 규율 부재를 묘사한 ‘연성예산제약(soft budget constraint)’이라는 개념(Kornai, 1992)과 유사하다. 따라서 연성예산제약을 한국 등 동아시아국가에 적용해서 1997년 위기를 설명하는 연구가 다수 이루어졌다(Bai and Wang, 1999; Huang and Xu, 1999; Alexeev and Kim, 2008).

그러나 위기 전 한국경제가 구소련 경제와 다른 점도 많았다. 우선 한국의 기업은 생산물시장에서 강력한 시장 규율 하에 있었다. 그리고 금융시장에서의 규율도 구소련과 같지는 않았다. 만성적으로 부실채권을 생성했다는 것 자체가 한국은 구소련과 달랐다는 것을 의미한다. 한국은 기업의 재무제표라는 기준이 있고, 그런 기준에 비추어 부실채권이 생성되었던 것이다. 그런 구도에서는 빚을 갚지 못하면 결국 퇴출된다는 개념이 성립한다. 따라서 흔히 생각하는 것과 달리 재벌 도산도 잦았다(Eatwell and Taylor, 2000: 48; Shin and Chang, 2003: Chapter 3). 재벌 도산은 퇴출로 이어졌다. 다만 그 대상이 기업 자체가 아니라 그 소유주와 경영진이었을 뿐이다. 따라서 재벌기업의 소유주 및 경영자 입장에서 본다면 예산제약이 그리 심한 연성이었다고 볼 수는 없는 것이다.

결국 위기 전 한국은 기업과 금융 시스템은 심각한 문제가 있었지만, 그것이 경제성장 자체를 지속 불가능하게 만드는 것은 아니었다고 할 수 있다. 1997년에도 외환위기가 일어나기 전까지 8개 재벌이 도산했지만, 과거의 경험으로 볼 때 그로 인해 경제성장이 지속 불가능했을 것이라고 보기는 어렵다. 기업과 금융 부실은 언젠가 고쳐야 하는 숙제였지만, 그것이 경제성장 자체를 지속 불가능하게 하는 요인이었다고 볼 수는 없는 것이다.

한편 외환위기 후 자본시장 개방과 구조 개혁이 현지 사정을 고려하지 않고 선진 제도를 일괄 도입함으로써 오히려 성장률을 낮추었을 가능성에 대해서는 두 가지 사실에서 그 타당성을 추론해 볼 수 있다.

첫째, 가계대출 증가다. 위기 후 구조 개혁과 자본시장 개방이 이루어진 결과 대재벌기업은 부채비율을 낮추고 올라간 자기자본이익률에서 나온 사내유보금과 직접 자본시장에서의 자본 조달, 해외에서의 차입 등에 의존하게 되었다. 그 결과 금융

성 증가율이 위기 직전에 0으로 수렴해서 성장이 지속 불가능하게 되었다고 보기는 어렵다. 이 문제는 여기서 다루기 어렵고 추후 연구로써 밝혀야 할 문제다.

기관 쪽에서 여유가 생긴 자금이 중소·벤처기업에 공급되었다면 성장률은 실제만큼 떨어지지 않았을 것이다. 그러나 한국 금융의 역량이 제한되어 있는 상태에서 명목적으로 선진국 제도를 도입한 결과는 은행이 부동산을 담보로 가게 대출을 늘리는 것으로 나타났다(서근우, 2011). 그것이 가계의 ‘유동성 제약’을 해소해서 후생을 올리는 효과는 있었겠지만, 성장에 유리하게 작용하지는 않았을 것이다.

둘째, 한국 기업에 대한 외국인 소유 지분 상승이 기업 투자에 미친 영향이다. 이것은 한국 기업에 대한 외국인 지분 상승이 바로 국제투자에서의 대규모 순차손을 초래한 주요 요인이기 때문에 더욱 중요하다. 외국인 지분 상승으로 순차손이 발생했더라도, 그 결과 투자가 늘어서 성장률을 올리는 데 기여했다면 순차손을 상쇄해 줄 것이다. 외국인 소유 비율이 투자에 미친 영향에 대해서는 많은 연구가 이루어졌는데, 그 결과를 대강 요약하면, “외국인 소유 비율이 높으면 투자를 적게 하는 경향이 있지만, 그것은 경우에 따라 다르다”는 것이다(김아리·조명현, 2008; 강신애·민상기, 2009). 즉, 외국인 소유 지분이 높은 기업이 투자를 더 한다는 증거는 없고, “경우에 따라 투자를 덜하지 않을 수도 있다”는 것이다. 이런 현상에 대해 외국인투자자가 위기 전 과잉투자를 조정하는 데 도움을 주었다고 해석할 수도 있을 것이다. 그러나 외국인 지분이 올라간 것이 성장률을 ‘올리는’ 데 기여했다는 증거는 될 수 없다.

논자에 따라서는 위기 후 17년은 여전히 너무 짧다고 볼 수도 있을 것이다. 더 장기적으로는 위기 후의 자본시장 개방과 구조 개혁이 결국 성장률을 올릴 것이라고 주장할 수도 있을 것이다. 그러나 그렇게 보기 어려운 결정적 이유는 위기 후 출산율이 떨어졌다는 사실이다. 한국의 조출산율은 1975년 3.47에서 1985년 1.67로 10년 간 크게 떨어졌지만 1995년에는 1.65가 되어 외환위기 전 10여 년 동안은 경제협력개발기구(OECD) 평균 수준에서 안정되는 모습을 보였다. 그러다 외환위기 후 다시 떨어져서 2005년에는 세계에서 가장 낮은 수준인 1.08에 달하였다. 외환위기 후 대규모 도산, 수십만 명 해고 등으로 이어지는 충격이 출산율 하락 요인이 되었으리라는 것은 쉽게 짐작할 수 있다. 출산율 저하가 성장에 유리하게 작용할 가능성은 없다.

한편 분배에 대해 본다면, 외환위기 이후 분배상태는 분명히 악화됐다(신동균, 2007; 고영선, 2011). 단 분배상태도 경제성장과 마찬가지로 외환위기 이후 진행된 다른 요인들, 즉 정보화, 세계화, 중국의 등장, 한국의 정책 실패 같은 요인이 갈

이 얹혀서 악화되었다고 생각할 수 있기 때문에 외환위기와의 인과관계는 쉽게 단정할 수 없다. 그러나 역시 분명한 것은 위기 이후의 분배상태 악화가 순전히 정보화, 세계화, 중국의 등장, 한국의 정책 실패 같은 요인 때문이라고 하더라도, 그것이 국제투자에서의 순차손을 상쇄할 수는 없다는 것이다. 순차손을 상쇄하려면, 외환위기 및 그 후의 자본시장 개방과 구조 개혁이 그 자체로서는 분배를 '개선'하는 효과가 있었지만, 다른 요인들(정보화, 세계화, 중국의 등장, 한국의 정책 실패 등)의 영향이 더 커서 그 순효과가 분배상태 악화로 나타났어야 한다. 이것은 직관적으로 볼 때 가능성이 매우 낮아 보인다. 물론 그렇다는 것을 보인 연구도 없다.

결국 외환위기 후 자본시장 개방과 구조 개혁이 경제성장률을 올리고 분배상태를 개선하는 효과를 통해 국제투자에서의 대규모 순차손을 상쇄했을 가능성은 거의 없다고 할 수 있다.

V. 논 점

지금까지의 논의를 요약하면 한국은 1997년 외환위기 후 국제투자에서 대규모 순차손을 경험하였고, 그것을 상쇄하는 이익이 있을 가능성은 매우 낮다는 것이다. 그러면 어떻게 해서 이런 일이 일어나게 되었는가, 그리고 그와 관련된 앞으로의 과제는 어떤 것이 있는가라는 문제가 제기된다. 이 논문은 그런 문제 전체를 다룰 수는 없고, 특히 문제가 된다고 생각되는 논점을 이 장에서 살펴보고자 한다.

어떻게 해서 그런 일이 일어나게 되었는가를 살펴보는 데 있어서는 무엇보다 외환위기의 성격을 구명하는 것이 중요하다. 자본시장이 전면 개방된 것이 외환위기 이후의 일이고, 그 결과 대규모 순차손이 나타났으며, 자본시장 전면 개방을 '주어진 조건'으로 간주하느냐에 따라 순차손을 상쇄하는 위험 부담의 이익이 있느냐가 결정되기 때문이다. 그리고 순차손을 상쇄하는 성장이나 분배의 성과를 보는 데도 외환위기 후의 변화가 중요하다.

1997년 외환위기의 성격에 대해서는 아직 학계에서 합의가 있다고 볼 수 없다. 그 성격을 살펴보려면 우선 그 원인을 구명해야 하는데, 그 원인에 대해 합의가 없기 때문이다. 기본적으로 외환위기가 발발했을 때의 견해 대립, 즉 국내경제구조가 원인인가, 단기자본 유출입이라는 외부 요인이 원인인가라는 문제가 아직도 해결되지 않았다.

1997년 외환위기가 일어나기 전에 8개 재벌이 도산했기 때문에 외환위기가 국내 경제구조 때문에 일어났다고 볼 여지가 있다. 1997년 한국은 외환위기가 없었다라고 큰 국내적 금융위기가 불가피했을 것이다. 그러나 그러한 국내적 금융위기는 그 전의 금융위기와 마찬가지로 한국 정부의 조치로 해결할 수 있었을 것이다. 국내 경제구조가 부실한 것은 개도국의 공통 현상인데, 그것이 모두 외환위기로 이어지는 것은 아니다. 당시 중국은 한국보다 기업과 금융의 부실이 더 심했는데도 외환위기가 일어나지 않았다. 국내경제구조와 외환위기가 무관하다는 것은 제Ⅳ장에서 중요소생산성 증가율과 관련해서도 언급하였다.

외환위기는 자본시장 개방 때문에 일어난 것이다. 그렇다면 제Ⅱ장에서 본 것처럼 ‘공식적으로’ 자본시장 개방이 매우 제한적이었는데, 외환위기가 일어난 이유는 무엇인가? 그것은 ‘뒷문’이 열려 있었기 때문이다. 한국 정부(당시 채경부)는 1993년부터 ‘예외적으로’ 은행에게 무역 관련 금융과 해외지사 단기차입을 허용하였다. 그러자 은행들이 금리가 낮은 일본 등으로부터 대규모 차입을 하였다(Wang, 2001; 함준호, 2007). 그런 구도에서 1997년 여름 일본은행들이 자금을 회수하기 시작한 것이 외환위기를 촉발시킨 직접적 원인이다. 여기서 일본 은행들이 자금을 회수한 이유가 재벌 도산으로 한국의 은행이 부실하다는 것을 깨달았기 때문이라면, 국내 경제구조가 외환위기의 한 원인이라고 볼 수 있을 것이다. 그러나 이 가설은 일본 은행들이 자금을 빌려줄 당시 한국의 은행이 부실하다는 사실을 몰랐었다는 가정을 해야 한다. 한국의 은행 부실은 당시 한국의 국내경제구조를 조금만 이해하고 있어도 알 수 있는 일이었기 때문에 그런 가설은 설득력이 없다. 그것보다 더 설득력 있는 설명은 일본의 은행들이 대형 보험사의 도산 등 자국의 국내 금융 위기에 당면하여 국제결제은행(BIS)이 정한 자기자본비율을 맞추기 위해 자금을 회수했다는 것이다(Kim and Rhee, 1998: 363; King, 2001; Willet et al., 2004; 강만수, 2005: 15장).

그러나 은행이 단기외채 회수에 대처하지 못한 것이 바로 외환위기로 이어진 것은 아니다. 그것은 한국 정부가 1997년 8월 25일 은행의 외채에 대해 지급보증을 했기 때문이다. 그 후로는 은행의 채무 변제 능력이 아니라 정부가 은행의 외채를 대신 갚아 줄 능력이 있는지 여부가 외환위기가 일어나는지를 결정하는 요인이었다. 당시 한국 정부는 은행의 외채를 대신 갚아줄 능력이 없었다. 그 이유에 대해 일부 학자들은 당시 겉보기와 달리 한국 재정상태가 공기업이나 기금 등에 잠재한

우발채무를 고려하면 건전하지 않았기 때문이라고 주장한다(Burnside et al., 2001; Corsetti and Mackowiak, 2005). 그러나 그 후 연구는 통합재정수지가 재정적자를 과소평가하고 있는 것은 사실이지만, 1980년대와 1990년대에 이르러 그 괴리 정도가 크지 않은데다 줄어들고 있었다는 것을 보여주고 있다(Lee, Rhee and Sung, 2006). 더욱이 2008년 10월 세계금융위기 때 한국 정부가 역시 은행의 외채에 대해 지급보증을 했는데, 당시 한국은 우발채무가 1997년보다 훨씬 더 늘어난 상태였는데도 외환위기가 일어나지 않았다. 이런 점에서 정부의 우발채무가 1997년 외환위기의 원인이었다는 주장은 설득력이 없다.

당시 한국 정부의 문제는 준비자산 부족이었다. 그렇게 된 이유는 기본적으로 준비자산을 보유하는 규칙을 이해하지 못했기 때문이라고 생각된다. 과거 단기자본시장이 닫혀 있던 브레튼 우즈 체제 하에서는 약 3개월 치 경상지급에 해당하는 준비자산을 보유하는 것이 일종의 규칙이었지만, 단기자본시장이 열려 있을 때는 훨씬 더 많은 준비자산을 쌓아야 했다. 한국 정부는 과거의 규칙만 믿고 새로운 현실의 위험을 모르고 있었던 것이다. 거기에다 준비자산을 민간에 빌려주기까지 해서 가용 준비자산은 더욱 적었고, 외채 액수는 물론 준비자산 액수까지 투명하게 공개를 하지 않아서 신뢰를 잃었다.

그러나 당시 한국 정부가 준비자산을 충분히 가지고 있지 않았다고 해서 바로 외환위기가 일어나도록 되어 있지는 않았다. 그것은 당시 일본이 한국의 외환위기가 일어나지 않도록 적극 협조할 용의가 있었기 때문이다. 1997년 여름 일본 은행들이 한국의 은행으로부터 자금을 회수하려 했을 때 한국 정부는 일본 정부에게 그렇게 하지 않도록 ‘행정 지도’를 해 줄 것을 요청했다. 당시 한국의 재경부 장관이던 강경식과 차관이던 강만수는 모두 일본 대장성(大藏省)이 그 요청을 받아들여서 행정지도를 했으며, 은행들은 그에 따라 한국으로부터 자금을 회수하지 않았다고 회고하고 있다(강경식, 1999: 5장; 강만수, 2005: 15장). 나아가서 일본은 관계가 밀접한 태국과 이웃 한국이 외환위기로 끌려들어가는 것을 막는 것이 국익에 부합한다고 판단하고, 쌍무적으로 외화를 빌려 주는 것과 국제기구를 설립할 것을 저울질하다가 1997년 9월 아시아통화기금(Asian Monetary Fund: AMF) 설립을 제안했다(Lee, 2006).

당시 AMF가 설립되었으면 한국의 외환위기는 일어나지 않았을 것인가? 어떤 경우에도 반사실적 가정(反史實的 假定: counter-factual assumption)은 확실한 답이

없기 마련이다. 그러나 외환위기를 피해 갈 가능성을 높일 수 있는 AMF 설립이 왜 이루어지지 않았는지, 그리고 왜 일본 정부의 행정지도가 계속되지 못하고 쌍무적 지원도 이루어지지 않았는지는 외환위기의 성격을 이해하는 데 결정적으로 중요하다. 그 이유 중에는 AMF에 대한 중국의 반대 등도 있었지만, 압도적 장애요인은 미국 재무부의 강경한 반대였다(榊原英資, 2000: 12장; Bluestein, 2001: Chapters 5, 6; Steil and Litan, 2006: Chapter 5; Lee, 2006; Weisbrot, 2007).

당시 일본이 출연금 1,000억달러라는 구체적 안을 만들어 9월 태국에서 열린 ASEM회의와 홍콩에서의 G7-IMF 연차회의에서 제안했다는 점에서 AMF 제안이 진정성이 결여된 수사(修辭)였다고 볼 수는 없다. 무엇보다 미국이 일본의 의도를 진성으로 받아들여서 두 나라 재무관료 사이에 심한 갈등이 빚어졌다.¹¹⁾ 미국의 반대가 분명해진 뒤에도 일본 대장성의 AMF 추진 주역들이 두 달간을 버티다가 결국 포기한 데서도 일본이 단순한 수사를 구사한 것은 아니라는 것을 알 수 있다. 일본이 AMF를 단순한 수사로 제의한 것이 아니었다는 것은 AMF를 다룬 여러 논문이 지적하고 있다(예컨대 Higgott, 1998: 341; Liptcy, 2003: 94). 그리고 당시 AMF에 대한 일본의 태도로 볼 때 미국의 반대가 없었더라면 일본 정부의 행정지도나 쌍무적 지원도 가능했으리라고 생각해 볼 수 있다. 이렇게 보면 한국의 외환위기는 ‘안 일어날 수도 있었던 것을 미국 재무부가 일어나도록 몰고 갔다’고 볼 여지가 있는 것이다.

일본으로부터의 도움이 무산된 후 한국은 국제통화기금(IMF)에 가는 것 밖에 대안이 없게 되었다. 그런데 이 때 또 한 번 이상한 행태가 나타났다. 한국에 파견된 IMF 구제금융 팀의 일부 멤버는 자신들이 “순전히 미국의 이익을 위해” 한국에 간다고 불평하고 있었다. 그런 이야기가 나오자 미국 재무부는 그 외무차관보(undersecretary of international affairs)를 서울로 급파하여 IMF 구제금융 팀을 직접 지휘·감독하였다(Blustein, 2001: 143).

이것은 아마도 세계 외환위기 역사상 유례가 없는 일이었다고 생각되며, 미국 재무부가 외환위기 해결 이외의 다른 의도를 가지고 있었다고 볼 수밖에 없게 하는 사

11) 양국 간 갈등의 한 예는 이렇다. 일본이 AMF를 9월 14일 제안하기로 결정했을 때 그 주역이었던 대장성 차관 사카키바라 에이스케(榊原英資)에게 당시 미 재무부 차관이던 Lawrence Summers가 밤 12시에 전화를 걸어서 2시간 동안 거친 말투로 격렬하게 비난했다(Bluestein, 2001: 162).

건이었다. 미국 재무부의 의도는 무엇이었는가? 그 전에 지속적으로 요구해도 한국이 제대로 들어주지 않았던 자본시장 개방 요구를 관철시키는 데 외환위기를 이용하자는 것이었다. 이 과정에서 처음부터 기획된 ‘음모’가 있었다고 볼 수는 없지만, 한국이 자본시장개방과정에서 ‘실책’을 저지름으로써 어려움에 처했을 때 미국 재무부가 그것을 자본시장 개방 요구를 관철시키는 기회로 이용한 것이라고 볼 여지는 충분히 있다(Robertson, 2007).

미국 재무부는 왜 한국의 자본시장을 개방하려고 했는가? 이런 물음에 대한 100 퍼센트 확실한 답은 없다. 왜냐 하면 그런 물음에 대한 답은 대개 내세우는 명분과 실제 이유가 다르기 때문이다. 당시 미국이 내세운 명분은 ‘도덕적 해이 척결’이었다. 그러나 채권자의 도덕적 해이에 대해서는 일체 말이 없었고, 2008년 위기 때 미국 재무부가 월가의 도덕적 해이에 대해 취한 조치 또한 1997년 동아시아에 대한 것과 너무 달랐다. 더 놀라운 것은 2009년 Obama행정부가 들어오고 난 후의 미국 재무부는 바로 1997년 동아시아 위기 때의 주역들이 장악하게 되었는데, 이들이 월가의 도덕적 해이에 대해서는 아무런 조치를 취하지 않았던 것이다(Johnson, 2009; Stiglitz, 2010: Chapter 5). 따라서 이 사람들이 1997년 동아시아 위기 때 내세운 도덕적 해이 척결이라는 명분은 믿기 어렵다. 한편 이런 문제에 대해 관찰과 생각을 해 온 경제학자들은 미국 재무부의 그러한 행동의 바탕에 월가(Wall Street)와 얽힌 이해관계가 있다고 본다. 그런 미국 재무부와 월가의 이익을 세계적으로 관철시키는 집행자는 IMF다. 즉 “월가-미국 재무부-IMF 복합체(Wall Street-Treasury-IMF Complex: 이하 ‘복합체’로 약칭)”라고 부르는 이익집단이 있다고 보는 것이다(Bhagwati, 1998; Wade, 1998; Stiglitz, 2002: Chapter 4).

복합체의 이해관계를 상징하는 것은 제Ⅲ장에서 살펴본 것처럼 1997년 위기의 해결과정에서 논리적 모순이 나타난 것을 설명할 수 있다. IMF가 자신도 인정한 논리와 모순되게 개혁과 개방의 순서가 잘못된 것을 ‘제도화’한 데는 복합체의 이해관계가 있었다고 볼 수 있는 것이다.

물론 당시 미국 재무부가 그런 행동을 할 때 이 논문에서 다루고 있는 대규모의 순차손 - 외국인 투자자, 즉 세계금융자본의 입장에서는 순차익 - 이 나타날 것을 알았는지 여부가 논점이 될 수 있다. 이에 대해서는 사실상 그것을 알고서 위기로 몰고 갔다는 주장이 있다. Wade(1998)는 1997년 위기 직후 그것이 일어난 과정을 설명하고 그 결과 “지난 50년간 평화 시로서는 최대 규모의 국제적 자산 이전이 발

생활 것”이라고 주장하였다. 한편 미국 재무부가 그것을 알지는 못했더라도 자본시장 개방 자체를 목표로 삼았다고 생각할 수 있다. 이익이 날지를 사전적으로 모르더라도 시장을 개방해서 투자 대상의 규모와 다양성을 확보하는 것은 월가를 비롯한 세계금융자본의 이익이고 관심사다. 그것은 모든 시장개방의 논리다. 복합체의 행태를 지적해 온 대부분 경제학자들은 이러한 입장이라고 생각된다. 즉 미국 재무부와 월가는 한국 등 동아시아국가의 자본시장을 개방한 결과 차익을 거둘 수 있다는 ‘확신’은 없었지만, 그럴 ‘가능성’은 있다고 생각했다고 보아야 할 것이다.

그런 가능성은 실현되었는가? 그에 대해서는 일단 동아시아 외환위기 이후 미국이 국제투자에서의 순차익을 더 거두었는지를 살펴볼 수 있다. 〈Appendix Table 2〉는 식 (2)에 의거해서 미국의 국제투자에서의 순차익을 계산한 결과를 보여주고 있다. 미국의 순차익은 동아시아 외환위기가 일어나기 전 10년(1988-1997년) 간 GDP의 0.3퍼센트에 불과했지만, 그 후 10년(1998-2007) 간 GDP의 3.3퍼센트에 달했다. 기간을 연장해서 보더라도 위기 전 16년(1982-1997) 간 0.6퍼센트에서 위기 후 16년(1998-2013) 간 1.8퍼센트로 증가했다. 다만 이것이 인과관계를 반영하는지는 분명하지 않다.

만약 그것이 실제로 인과관계를 반영한다면, 한국 외환위기의 시종(始終)은 이렇게 해석할 수 있다. 미국 재무부는 순차익 발생을 확신하지는 않았을지 몰라도 그 가능성을 기대하고 한국의 자본시장 개방과정에서의 실책을 기회삼아 외환위기를 피할 방안이 있는데도 불구하고 그 방안을 봉쇄해서 외환위기로 몰고 갔다. 외환위기는 한국인에게 ‘대안이 없는 절망적 상황’을 조성하여 대규모 투매를 하도록 만들었다. 미국 재무부의 영향 하에 있는 IMF는 그 집행자 역할을 맡아 스스로의 논리에도 맞지 않는 자본시장 개방을 강요해서 그것을 ‘주어진 조건’으로 만들었기 때문에, 그 후 한국은 위험 감소는 별로 없이 순차손을 계속 내는 구도를 유지하게 되었다. 그런 순차손을 상쇄하는 성장이나 분배에서의 이익은 없었다. 반면 월가를 비롯한 세계금융자본은 막대한 이익을 얻었다. 이것은 일종의 ‘약탈행위’라고 볼 수 있다.

이런 현상이 나타날 수 있다는 데 대해서는 역사적으로 이해할 수 있다. 그것은 요약하면 ‘신자유주의의 대두’로 요약되는 세계자본주의체제의 성격 변화다. 그 전에 1930년대 대공황을 거치면서 성립한 ‘수정자본주의’체제 하에서는 금융자본이(개도국은 물론) 선진국 국내에서 규제를 당했고, 국제적으로는 그것이 브레턴 우즈

체제 하에서의 자본 통제로 나타났다. 그러나 1970년대 이후 금융자본은 국내 규제에서 풀리고 국제적으로도 장해 없는 투자 환경을 원하게 되었다. 나아가서 미국은 재무부를 중심으로 자본시장 개방을 ‘국익’으로 간주하게 되었고, 브레턴 우즈 체제가 붕괴한 후 자본시장 개방을 그 해계모니를 관철시키는 새로운 전략으로 삼았던 것이다. 이것은 1980년대 이후 유럽의 동의와 협조로 뒷받침되었다(Helleiner, 1994: Chapters 5, 6; Rajan and Zingales, 2003: 263; Konings, 2008; Helleiner, 2010; Abdelal, 2006).

물론 이런 역사적 관점을 가지고 보더라도 위기의 성격은 어떤 입장에서 어떤 ‘대안’을 상정하고 보는가에 따라 달라진다. 현대 자본시장 자체를 ‘카지노’라고 생각하는 ‘포스트케인지언’이나 신중상주의자의 관점에서 보면, 자본 통제는 선·후진국을 막론하고 전 세계적 규범이어야 하는데, 1970년대 이후 나타난 금융자본의 ‘발호(跋扈)’로 그런 규범이 깨진 것이다. 동아시아 외환위기는 그런 금융자본의 승리로 인해 당위성과 현실이 괴리된 결과다(Wade, 1998; Crotty and Lee, 2005).

다른 한 가지 관점은 경제발전에 따라 자본시장을 개방하는 것이 순리이고, 한국도 성장하면서 그에 따라가야 한다고 보는 것이다. 이런 관점에서는 한국이 그 ‘과정’을 잘 관리하지 못해서 외환위기가 일어났다고 할 수 있다. 이것은 일본 및 중국과 비교해 보면 드러난다. <Appendix Table 2>는 일본과 중국이 국제투자에서 거둔 순차익도 제시하고 있다. 일본과 중국도 자본시장을 개방하는 쪽으로 가면서 경상수지 흑자로 대규모 준비자산을 쌓았지만, 국제투자에서의 순차손은 한국보다 훨씬 적다. 1998년부터 2013년까지 일본은 GDP의 평균 0.04퍼센트에 해당하는 순차익을 거두었다. 그 전까지 연장해도 순차익이든 순차손이든 그 크기가 무시 가능할 정도로 작다. 중국은 2005년부터 순차익 계산이 가능한데, 2005년부터 2013년 사이에 평균 GDP의 0.5 퍼센트 정도의 순차손을 기록하였다.

위기가 일어나는 과정을 보아도 한국 자체의 책임도 컸다. 위기 전 미국이 한국에게 자본시장을 개방하라고 압력을 가한 것은 사실이다. 그러나 그에 따라 한국이 자본시장을 개방하고 그 결과 외환위기가 일어난 것은 아니었다. 한국은 미국이 지속적으로 요구해도 자본시장을 쉽게 개방하지 않았고, OECD 가입 때에도 소극적으로 임했다. 한국이 1997년 유동성이 부족하게 된 것은 위에서 본 것처럼 1993년부터 공식적 방침과 다르게 ‘뒷문’을 통해 자본시장을 열었기 때문이다. 따라서 미국의 자본시장 개방 요구가 1997년 외환위기의 직접적 원인은 아니었다. 그러나 미

국 재무부가 한국이 자본시장 개방과정에서의 실책을 기회로 일본의 도움을 봉쇄하고, 그렇게 해서 외환위기가 일어난 후에는 그 원인과 무관한 요구를 하고, IMF는 그 대리자 역할을 맡아 자신이 내세운 논리와 다른 요구를 한 것이 논점이 안 될 수는 없다.

여기에는 냉전의 종식이라는 정치적 조건도 작용했을 것이다. 1980년대 초까지 한국은 자본시장을 개방하지 않았지만 경상수지가 만성적 적자였기 때문에 외환위기 가능성이 상존(尙存) 했는데, 미국이 최종 대부자 역할을 해 주리라는 기대 때문에 실제로 외환위기가 일어나지는 않았다. 1982년에는 1997년과 정반대로 당시 신냉전 하에서 미국의 영향력을 동원하여 내키지 않아 하는 일본에게서 50억달러를 빌려 외환위기를 막을 수 있었다(Eckert et al., 1990: 393; 강만수, 2005: 387-388).

이런 점에서 “한국전쟁 이후 최대 국난”이라는 1997년 외환위기와 그에 따라 나타난 국제투자에서의 대규모 순차순은 한국이 세계자본주의체제의 변화에 적응하지 못한 결과라 할 수 있다. 즉 1960년대부터 외환위기 전까지의 한국의 고도성장이 세계자본주의체제를 잘 이용한 덕이라면, 외환위기는 그런 체제가 바뀌는 데 잘 적응하지 못한 결과라고 할 수 있을 것이다.

그 다음 논점은 위기의 해결과정에서의 한국의 대응이다. 우선 한국 정부가 외환위기의 원인을 정확히 파악하고, 그 해결책으로서의 IMF의 요구가 적절한 것이었는지에 대해 얼마나 정확하게 인지했는지가 논점이 될 수 있다. 위기 전·후 정책책임자들의 저술에는 이런 것들이 분명히 나타나지 않는다(강경식, 1999; 강만수, 2005; 이규성, 2006).

그 다음 논점은 위기의 원인을 정확하게 알았다면 어떻게 할 수 있었는지, 그리고 어떻게 했어야 하는가이다. ‘벼랑 끝 전술’로 버티었어야 했는지(김수행, 2000), 그랬어야 했음에도 불구하고 Stiglitz (2002: 42)가 주장한 것처럼 한국 공무원들이 ‘접을 먹어서’ 항의도 못했는지 등이 그런 것이다. 반면, 당시 한국의 어떤 고위공직자가 “미국 재무부가 한 것을 일반 대중에게 그대로 공개할 경우 반미감정에 기를 부어 견잡을 수 없는 사태가 발생할 것이 뻔하기 때문에 그렇게 하지 못 한다”고 말했다는 영자 언론의 보도도 있다(Steil and Lithan, 2006: 86). 그리고 무엇보다 당시 위기가 진행되는 과정에서 치러진 대선에서 김대중후보가 처음에 IMF와 재협상하겠다는 주장을 내세운 근거는 무엇이었고, 그것을 지속하지 않은 이유는 무엇

이었는지, 한국의 정치 현실이 미국의 의지를 거스르는 벼랑 끝 전술을 구사할 수 있는 여건이 되었는지 등이 논점이 될 수 있다.

그 다음 논점은 IMF가 요구한 구조개혁이 한국이 외환위기 전에 추진하고자 했던 개혁과 비슷했기 때문에 한국이 그것을 적극적으로 받아들였을 가능성이다. 이 가능성은 매우 크다고 생각된다. 외환위기 전 한국은 국내 구조적 문제를 개혁해야 있었지만 그 시행은 지지부진했다. 그러던 차에 IMF와 미국이 자신이 하려고 했던 것과 비슷한 개혁을 하라고 요구한 것이다. 따라서 외환위기의 진정한 원인을 따지지 않고 IMF의 요구를 그러한 과제를 시행하는 계기로 활용해 보고자 했던 것이라고 볼 수 있다. 이것은 무엇보다 김대중이 대통령에 당선된 뒤 한국의 외환위기가 ‘축복’이 될 것이라고 해서 Camdessus와 같은 의견을 피력한 데서 잘 나타난다 (1999년 2월 18일 New York Times 인터뷰. Crotty and Lee, 2001: 188에서 인용). 또한 당시 그것은 민간의 ‘여론 주도층’의 견해이기도 했고, 그런 이유 때문인지 대다수 국민들도 그에 동조했다고 볼 수 있다(이규성, 2006: 129; 이제민, 2007; Hayo and Shin, 2002). 그런 구도에서 한국정부는 오히려 IMF 요구보다 더 나가기도 했다(Lim and Hahm, 2006). 이것이 사실이었다면, 한국의 조야(朝野)가 다 오산한 셈이다. 제IV장에서 언급한 것처럼 구조 개혁은 모두 바람직한 것이었지만, 그 자체는 ‘도구 변수’에 불과하다. 경제 전체로 본 ‘성과 변수’인 위험 감소, 성장, 분배는 나아진 것이 없이 국제투자에서 대규모 순차손만 발생한 것이다. 한국은 스스로 그런 사태를 더 악화시킨 셈이다.

마지막 논점은 한국이 현재 왜 득은 적고 실은 많은 자본시장 개방을 유지하고 있는가 하는 점이다. 이것을 논하기 위해서는 먼저 1997년 위기 직후의 투매를 통해서 발생한 순차손과, 그 후 발생하고 있는 순차손을 구분해야 할 것이다. 그 중 전자는 ‘침몰비용’이 되었지만, 후자는 진행형이다. 〈Table 1〉을 보면 순차손은 외환위기 후 10년(1998-2007) 간 집중적으로 발생하고 그 후로는 별로 크지 않아서, 투매로 발생한 순차손이 크고 그 후 발생한 순차손은 크지 않을 것이라고 추측할 여지가 있다. 그러나 여기에는 2008년 위기의 영향 등 여러 가지 고려사항이 있어서, 엄밀한 분석이 없이는 결론을 내리기 어렵다. 다만, 〈Table 3〉에서 본 자산구성에 서 분명한 것처럼, 투매의 효과를 제외하더라도 순차손이 계속 발생할 수밖에 없는 구도다. 그렇다면 한국도 앞으로 언젠가 순차손이 아니라 순차익을 얻을 수 있는 상태가 될 것을 기대하고 ‘과도기적’ 비용을 지불하고 있는 것인가? 앞으로 실제로

순차익을 얻을 수 있게 될 가능성은 있으며, 그 방법은 무엇인가 등이 논점이 될 수 있다. 그 외에도 1997년 위기 전과 후를 비교하면 자본시장 개방으로 성장이나 분배에서 거둔 이익이 없지만, 앞으로는 그런 이익이 있을 것인가 등이 논점이 될 수 있다. 그리고 그 모든 것도 아니라면, 자본 유입과 유출을 통제해야 하는가라는 문제가 제기될 수 있다.

한국이 자본시장 통제를 전혀 하지 않은 것은 아니다. 2010년에 ‘거시건전성 부담금’을 도입했다. 이것은 전 세계적 추세와도 무관하지 않다. 2008년 세계금융위기 이후 자본시장 개방에 대해 제한을 가하는 것이 바람직할 수 있다는 주장이 제기되었고, IMF조차도 신흥시장국의 경우 일부 자본통제의 필요성에 찬성하게 되었다 (Ostroy et al., 2011). 그 주된 이유는 자본시장 개방이 외환위기 등 ‘불안정성’을 유발한다는 것이다. 그러나 자본시장 개방은 불안정성 뿐 아니라 국제투자에서의 차익을 통해 국가 간의 소득이전을 가져온다. 물론 자본시장 개방으로 불안정성이 올라갔기 때문에 더 많은 유동자산을 쌓아야 하고 그것이 순차손을 낳는 구도이기 때문에 둘은 서로 보완적이다. 그러나 반드시 안정성에만 집중해서 소득 이전 효과에 대해서는 직접적 조치를 취하지 않아도 되는지는 논점이 될 수 있다.

VI. 결 론

이 논문은 1997년 외환위기 전과 후에 있어서의 한국의 국제투자에서의 순차손의 규모를 분석하고 그 의미에 대해 살펴보았다. 국제투자에 대규모의 순차손이 나타난 것은 외환위기 이후다. 위기 후 국제투자에서의 대규모 순차손이 경제 전체로 보아 위험 감소로 상쇄될 가능성은 낮다. 그것이 경제성장률 상승이나 분배 개선을 통한 이익으로 상쇄되었을 가능성도 매우 낮다. 이 논문은 그런 것들을 확인한 후 외환위기의 성격과 자본시장 개방에 관련된 논점을 살펴보았다.

이 논문은 분석적으로 많은 한계가 있다. 위기 전의 국제투자에서의 순차익 계산은 통계가 없는 상태에서 상황 증거에 의거한 추측에 의존했다. 위기 후 자본시장을 개방하면서 준비자산을 늘린 것이 외환위기의 가능성을 올렸는지 내렸는지에 대해서도 엄밀한 분석을 하지 못했다. 순차익과 GDP 간의 관계에 대해서는 단순한 상관계수를 계산하는 데 그쳤다. 위험 감소 이외 다른 측면에서의 이익이 있는지에 대해서는 새로운 분석을 하지 않고 기존 연구를 원용하였다. 또한 위기 후 순차손

계산에서 위기 직후 투매에 따른 액수와 정상적 거래에 따른 액수를 구분하지 못했다. 이런 문제들은 추후 연구를 통해 더 구명되어야 할 것이다.

추후 연구과제는 그런 것 말고도 많이 있다. 원화(한국인의 해외투자의 경우 미국 이외 지역 투자에서 현지통화) 표시 자산가격 변동과 환율 변동으로 분해하는 것이라든지, 순차손의 연도별 변동의 차이를 분석하는 것 등도 추후 연구의 대상이다. 그 중에서 연도별 변동에 대한 분석은 외환위기 후 투매의 영향으로 순차손이 집중되는 시기와 그렇지 않은 시기를 구분하는 데도 도움을 줄 것이다. 나아가서 외환위기 후 순차익을 통한 국가간 소득 이전을 더 정확하게 이해하기 위해서는 세계적 차원의 자료 수집과 그에 근거한 계량분석이 있어야 할 것이다.

그 외에 순차익과 순차손을 자산별로 나누어서 분석하는 것도 중요하다. 이것은 제 V 장 말미에서 언급한 불안정성과 소득 이전 중에 어느 것을 중시하느냐는 문제와도 관련이 있다. 국제투자 중에서 불안정성을 가져오는 주원인은 ‘대차관계’를 수반하는 국제투자다. 즉 ‘단기외채’가 외환위기의 주범인 것이다. 한국도 1997년과 2008년 모두 은행 간 차입 같은 단기외채가 위기의 직접적 원인이었다. 그런 이유로 ‘거시건전성 부담금’을 도입하여 은행의 단기외채에 과세했다. 그러나 순차손이라는 점에서는 주식투자나 직접투자 형태를 띤 금융거래가 더 중요하다(김경수·송은영, 2012).¹²⁾

나아가서 제 V 장에서 살펴보았던 논점들에 대해 추후 연구가 필요한 것은 두말할 필요가 없다. 이런 문제들이 논점으로 남아 있는 이유는 그것을 이해하는 데 이론·경제학적 분석과 학제적·역사적 접근이 모두 필요하기 때문이다. 1997년 외환위기와 관련하여 대다수 경제학자들은 특정 문제의 이론적·계량적 분석에 치중하고 학제적·역사적 접근에는 소홀한 경향이 있었다고 생각된다. 반면 학제적·역사적 접근을 강조하는 일부 경제학자와 여타 사회과학자들은 ‘신자유주의’ 같은 거대 담론에 치중해서 이론적 분석은 소홀히 하는 경향이 있었다. 이 논문은 그런 문제를 감안해서 좀 더 종합적인 관점에서 보려고 했지만, 초보적 분석밖에 하지 못했다. 그런 만큼 추후 연구가 더 필요할 것이다.

12) 이것은 국제투자대조표에서 국제투자 범주 별로 식 (1)을 이용하여 계산을 해 보면 실제로 그렇다는 것을 쉽게 확인할 수 있다.

■ 참 고 문 헌

1. 강경식, 『환란일기』, 문예당, 1999.
(Translated in English) Kang, Gyeongsik, *Foreign Exchange Crisis Diary*, Seoul: Munyedang, 1999.
2. 강만수, 『현장에서 본 한국경제 30년』, 삼성경제연구소, 2005.
(Translated in English) Kang, Mansoo, *Eyewitness of Thirty Years of the Korean Economy*, Seoul: Samsung Economic Research Institute, 2005.
3. 강신애 · 민상기, “외국인 투자자와 기업의 투자의사 결정,” 2009년 한국국제경영관리학회 추계 학술대회 발표 논문, 2009.
(Translated in English) Kang, Shinae and Sankgki Min, “The Impacts of Foreign Ownership on the Dividend and Investment Behavior of Korean Firms,” A Paper Presented at the Fall Conference of the Korean Academy of International Business Management, 2009.
4. 고영선 (편), 『분배구조의 변화와 사회정책의 방향(I)』, KDI 연구보고서 2011-01, 2011.
(Translated in English) Koh, Youngsun (ed.), *Changes in Income Disparity and Directions for Social Policy*, Korea Development Institute, 2011.
5. 김경수 · 송은영, “우리나라 대외자산 · 부채 변동 요인의 분석,” 『국제경제연구』, 18(2), 2012, pp. 29-58.
(Translated in English) Kim, Kyung Soo Kim and Eun Yeong Song, “Exploring Evolution of External Assets and Liabilities: The case of Korea,” *International Economic Study*, 18(2), 2012, pp. 29-58.
6. 김동석 · 김민수 · 김영준 · 김승주, 『한국경제의 성장요인 분석: 1970-2010』, KDI 2012 연구 보고서 2012-08, 2012.
(Translated in English) Kim, Dongeok, et al., *The Analysis of the Korean Economic Growth: 1970-2010*, KDI, 2012.
7. 김수행, “김대중정부의 구조조정 비판,” 서울대학교 민주화를 위한 교수협의회 심포지엄 발표문 (2000년 11월 20일).
(Translated in English) Kim, Soo-Haeng, “A Critique of the Restructuring of Kim De-Jung Government,” A Paper Presented at the Symposium of the Professors for Democracy, Seoul National University, 2000.
8. 김아리 · 조명현, “외국인투자자 유형과 기업의 배당 및 투자의 관계에 관한 연구,” 『전략경영연구』, 11(1), 2008, pp. 25-42.
(Translated in English) Kim, Ari and Myeong-Hyeon Cho, “Types of Foreign Investors, Dividend and Investment Policy: An Empirical Study of Korean Firms,” *Journal of Strategic Management*, 11(2), 2008, pp. 25-42.
9. 박원암, “체제전환모형을 이용한 외환위기 충격의 영속성 분석,” 『국제경제연구』, 11(2), 2005, pp. 33-52.
(Translated in English) Park, Won Am, “Analysis on the Permanent Impacts of Korea’s Financial Crisis Using the Regime-Switching Model,” *International Economic Study*,

- 11 (2), 2005, pp. 33-52.
10. 서근우, “은행의 가계대출 급증: 행태론적 원인 분석.” 『금융연구』, 25 (1), 2011, pp. 99-128.
(Translated in English) Seoh, Geun Woo, “A Behavioral Approach to Explaining the Recent Surge in Korean Banks’ Household Lending,” *Journal of Money and Finance*, 25 (1), 2011, pp. 99-128.
11. 신동균, “외환위기 이후 소득분배 양극화의 추이, 원인 및 정책적 시사점,” 『경제학연구』, 55 (4), 2007, pp. 503-547.
(Translated in English) Shin, Donggyun, “Bi-Polarization of the Income Distribution After the Recent Financial Crisis: Trends, Causes, and Policy Implications,” *The Korean Journal of Economic Studies*, 55 (4), 2007, pp. 503-547.
12. 이규성, 『한국의 외환위기』, 박영사, 2006.
(Translated in English) Lee, Gysung, *Korean Foreign Exchange Crisis*, Bakyounghsa, 2006.
13. 이제민, “한국의 외환위기: 원인, 해결과정과 결과,” 『경제발전연구』, 13 (2), 2007, pp. 1-43.
(Translated in English) Lee, Jaymin, “Korean Foreign Exchange Crisis: Causes, Resolution and Consequences,” *Journal of Korean Economic Development*, 13 (2), 2007, pp. 1-43.
14. 한국은행, 『국제수지표와 국제투자대조표의 이해』, 2009.
(Translated in English) The Bank of Korea, *Understanding The Balance of Payments*, 2009.
15. 한진희 · 신석하, “경제위기 이후 한국경제의 성장둔화에 대한 실증적 평가,” 한진희 (편), 『경제 위기 이후 한국의 경제성장: 평가 및 시사점』, KDI 연구보고서 2007-05, 2007, pp. 37-76.
(Translated in English) Hahn, Chin Hee and Sukha Shin, “An Empirical Evaluation of the Growth Slowdown after the Economic Crisis,” in Chin Hee Hahn (ed.) *Korean Growth after the Economic Crisis: Evaluations and Implications*, Korea Development Institute, 2007, pp. 37-76.
16. 함준호, “외환위기10년: 금융시스템의 변화와 평가,” 『경제학연구』, 55 (4), 2007, pp. 401-445
(Translated in English) Hahm, Joon-Ho, “The Post-crisis Transformation of Korea’s Financial System,” *The Korean Journal of Economic Studies*, 55 (4), 2007, pp. 401-445.
17. 榑原英資, 『日本と世界が震えた日—サイバー資本主義の成立』, 東京: 公論新社, 2000.
(Translated in English) Sakakibara, Eisuke, *The Day When Japan and the World Trembled*, 2000.
18. Abdelal, Rawi, “Writing the Rules of Global Finance: France, Europe, and Capital Liberalization,” *Review of International Political Economy*, 13 (1), 2006, pp. 1-27.
19. Aguiar, Mark and Gita Gopinath, “Fire-Sale Foreign Direct Investment and Liquidity Crisis,” *Review of Economics and Statistics*, 87 (3), August 2005, pp. 439-452.
20. Aizenman, Joshua and Jaewoo Lee, “International Reserves: Precautionary Versus Mercantilist Views, Theory and Evidence,” *Open Economy Review*, 18, 2007, pp. 191-214
21. Alexeev, Michael and Sunghwan Kim, “The Korean Financial Crisis and the Soft Budget

- Constraint," *Journal of Economic Behavior & Organization*, 68, 2008, pp.178-193.
22. Bai, Chong-En and Yijiang Wang, "The Myth of the East Asian Miracle: The Macroeconomic Implications of Soft Budgets," *The American Economic Review*, 89(2), May, 1999, pp.432-437.
23. Balli, Faruk, Kalemli-Ozcan, Sebnem and Bent E. Sørensen, "Risk Sharing through Capital Gains," *Canadian Journal of Economics*, 45(2), 2012, pp.472-492.
24. Barro, Robert J., "Economic Growth in a Cross Section of Countries," *Quarterly Journal of Economics*, 106(2), 1991, pp.407-443.
25. Bekaert, Geert, Campbell, R. Harvey and Christian Rundblad, "Financial Openness and Productivity," *World Development*, 39(1), 2011, pp.1-19.
26. Bhagwati Jagdish N., "The Capital Myth: The Difference between Trade in Widgets and Dollars," *Foreign Affairs*, May/June, 77(3), 1998, pp.7-12.
27. Bhagwati, Jagdish, *In defense of Globalization*, New York: Oxford University Press, 2004.
28. Blustein, Paul, *The Chastening*, New York: Public Affairs, 2001.
29. Bracke, Thierry and Martin Schmitz, "Channels of International Risk-Sharing: Capital Gains Versus Income Flows," *International Economics and Economic Policy*, 8:2011, pp.45-78.
30. Burnside, Craig, Martin Eichenbaum and Sergio Rebelo, "Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis," *Journal of Political Economy*, 109, 2001, pp.1155-1197.
31. Camdessus, Michel, "The Asian Crisis and the International Response," Address at the Institute of Advanced Business Studies of the University of Navarra, Barcelona, Spain, November 28, 1997.
32. Chung, Duck-Koo and Eichengreen, Barry J. (eds.) *The Korean Economy beyond the Crisis*, Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2004.
33. Chung, Kyuil and Seungwon Kim, "Capital Inflows and Policy Responses: Lessons from Korea's Experience," in Jacob Braude, Zvi Eckstein, Stanley Fischer, and Karnit Flug (eds.), *The Great Recession: Lessons for Central Bankers*, MIT Press, 2012, Chapter 5.
34. Corsetti, Giancarlo, and Bartosz Mackowiak, "Fiscal Imbalances and the Dynamics of Currency Crisis," *European Economic Review*, 50(5), 2005, pp.1317-1338.
25. Crotty, James and Kang-Kook Lee, "Economic Performance in Post-Crisis Korea, A Critical Perspective on Neoliberal Restructuring," *Seoul Journal of Economics*, 14(2), 2001, pp.183-242.
36. _____, "From East Asian "Miracle" to Neoliberal 'Mediocrity': The Effects of Liberalization and Financial Opening on the Post-crisis Korean Economy," *Global Economic Review: Perspectives on East Asian Economies and Industries*, 34(4), 2005, pp.415-434.
37. Dooley Michael P., Folkerts-Landau, David and Peter Garber, "An Essay on the Revived Bretton Woods System," NBER Working paper No. 9971, 2003.
38. Eckert, Carter J., Lee, Ki-baik, Lew, Young Ick, Robinson, Michael, and Edward W.

- Wagner, *Korea Old and New A History*, Cambridge: Harvard University Press, 1990.
39. Eatwell, John and Lance Taylor, *Global Finance at Risk: the Case for International Regulation*, New York: The New Press, 2000.
40. Eichengreen, Barry, Perkins, Dwight H., and Kwanho Shin, *From Miracle to Maturity: The Growth of the Korean Economy*, Cambridge: Harvard University Press, 2012.
41. Gourinchas, Pierre-Olivier and Hélène Rey, "External Adjustment, Global Imbalances and Valuation Effects," NBER Working Paper 19240, 2013.
42. Gourinchas, Pierre-Olivier, Rey, Hélène, and Nicolas Govillot, "Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty," Bank of Japan Institute for Monetary and Economic Studies, Discussion Paper No. 2010-E-20.
43. Gourinchas, Pierre-Olivier, Rey, Hélène Rey and Kai Truempler, "The Financial Crisis and the Geography of Wealth Transfers," *Journal of International Economics*, 88, 2012, pp. 266-283.
44. Guzmán, Ricardo A. and Michael C. Munger, "Euvoluntariness and Just Market Exchange: Moral Dilemmas from Locke's Venditio," *Public Choice*, 158, 2014, pp. 39-49.
45. Hayo, Bernd and Doh Chull Shin, "Popular Reaction to the Intervention by the IMF in the Korean Economic Crisis," *Policy Reform*, 5(2), 2002, pp. 89-100.
46. Helleiner, Eric, "A Bretton Woods Moment? The 2007 - 2008 Crisis and the Future of Global Finance," *International Affairs*, 86(3), 2010, pp. 619-636.
47. _____, *States and the Reemergence of Global Finance*, Ithaca: Cornell University Press, 1994.
48. Higgott, Richard, "The Asian Economic Crisis: A Study in the Politics of Resentment," *New Political Economy*, 3(3), 1998, pp. 333-356.
49. Huang, Haizhou and Chenggang Xu, "Financial Institutions and the Financial Crisis in East Asia," *European Economic Review*, 43(4-6), 1999, pp. 903-914.
50. Joh, Sung Wook, "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis," *Journal of Financial Economics*, 68(2), 2003, May, pp. 287-322.
51. Johnson, Simon, "The Quiet Coup," The Atlantic Online, May 2009 (<http://www.theatlantic.com/doc/print/200905/imf-advice>).
52. Kim, In-June and Yeongseop Rhee, "The Korean Currency Crisis and the IMF Program: An Insider's View," *Seoul Journal of Economics*, 11(4), Winter, 1998, pp. 351-380.
53. King, Michael R. "Who Triggered the Asian Financial Crisis?," *Review of International Political Economy*, 8(3), 2001, pp. 438-466.
54. Koh, Youngsun, "The Growth of Korean Economy and the Role of Government," in Sakong, Il and Youngsun Koh (eds.) *The Korean Economy: Six Decades of Growth and Development*, Seoul: The Committee for the Sixty-Year History of the Korean Economy, 2010.
55. Konings, Martijn, "The Institutional Foundations of US Structural Power in International Finance: From the Re-emergence of Global Finance to the Monetarist Turn," *Review of International Political Economy*, 15(1), 2008, pp. 35-61.

56. Kornai, János, *The Socialist System: The Political Economy of Communism*, New York: Oxford University Press, 1992.
57. Kose, M. Ayhan, Prasad, Eswar, Rogoff, Kenneth and Shang-Jin Wei, "Financial Globalization: A Reappraisal," *IMF Staff Papers*, 56(1), 2009, pp.8-62.
58. Krugman, Paul, "Fire-Sale FDI," in Sebastian Edwards (ed.), *Capital Flows and the Emerging Economies: Theory, Evidence, and Controversies*, Chicago: University of Chicago Press, 2000.
59. _____, "The Myth of Asia's Miracle," *Foreign Affairs*, 73, November-December 1994, pp.62-78.
60. _____, *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, New York: W. W. Norton, 2008.
61. Lane, Philip R. and Gian Maria Milesi-Ferretti, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970 - 2004," *Journal of International Economics*, 73, 2007, pp.223-250.
62. Lee, Keun and Chung H. Lee, "The Miracle to Crisis and the Mirage of the Post-Crisis Reform in Korea: Assessment after Ten Years," *Journal of Asian Economics*, 19(5,6), November-December 2008, pp.425-437.
63. Lee, Sook Jong and Kevin Hewison, "Introduction: South Korea and the Antinomies of Neo-Liberal Globalization," *Journal of Contemporary Asia*, 40(2), 2010, pp.181-187.
64. Lee, Yongwook, "Japan and the Asian Monetary Fund: An Identity - Intention Approach," *International Studies Quarterly*, 50, 2006, pp.339-366.
65. Lee, Young, Rhee, Changyong and Taeyoon Sung, "Fiscal Policy in Korea: Before and after the Financial Crisis," *International Tax and Public Finance*, 13, 2006, pp.509-531.
66. Lim, Hyun-Chin and Jin-Ho Jang, "Neo-liberalism in Post-Crisis South Korea: Social Conditions and Outcomes," *Journal of Contemporary Asia*, 36(4), 2006, pp.442-463.
67. Lim, Wonhyuk and Joon-Ho Hahm, "Turning a Crisis into an Opportunity: The Political Economy of Korea's Financial Sector Reform," Mimeographed, Shorenstein Asia-Pacific Research Center, 2006.
68. Lipsky, Phillip Y., "Japan's Asian Monetary Fund Proposal," *Stanford Journal of East Asian Affairs*, Volume 3(1), Spring, 2003, pp.93-104.
69. Mishkin, Frederic, "Why We Shouldn't Turn Our Backs on Financial Globalization," *IMF Staff Papers*, 56(1), 2009, pp.139-170.
70. Munger, Michael C., "Euvoluntary or Not, Exchange is Just," *Social Philosophy and Policy*, 28(2), 2011, pp.192-211.
71. Obstfeld, Maurice, "Crises and the International System," *International Economic Journal*, 27(2), 2013, pp.143-155.
72. _____, "Does the Current Account Still Matter?," *American Economic Review*, May 2012, pp.1-23.
73. _____, "International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned?," *IMF Staff Papers*, 56(1), 2009, pp.63-111.
74. Ocampo, José Antonio, Spiegel, Shari and Joseph E. Stiglitz, "Capital Market

- Liberalization and Development,” in José Antonio Ocampo, Shari Spiegel and Joseph E. Stiglitz (eds.) *Capital Market Liberalization and Development*, New York: Oxford University Press, 2008.
75. OECD, “Measuring the Evolution of Korea’s Material Living Standards 1980-2010,” OECD Statistics Working Papers, 2012/02, OECD Publishing (<http://dx.doi.org/10.1787/5k9bdcd29b5d-en>).
76. Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Marcos Chamon and Mahvash S. Qureshi, “Capital Controls: When and Why?,” *IMF Economic Review*, 59(3), 2011, pp.562-580.
77. Perkins, Dwight, et al., *Economics of Development*, Seventh Edition, New York: W.W. Norton and Company, 2012.
78. Rajan, Raghuram G. and Luigi Zingales, *Saving Capitalism from the Capitalists*, New York: Crown Business, 2003.
79. Robertson, Justin, “Reconsidering American Interests in Emerging Market Crises: An Unanticipated Outcome to the Asian Financial Crisis,” *Review of International Political Economy*, 14(2), 2007, pp.276-305.
80. Rodrik, Dani, *One Economics Many Recipes: Globalization, Institutions, and Economic Growth*, Princeton: Princeton University Press, 2007.
81. _____, *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy*, New York: W.W. Norton, 2011.
82. _____, “The Social Cost of Foreign Exchange Reserves,” *International Economic Journal*, 20(3), September, 2006, pp.253-266.
83. Rodrik, Dani and Arvind Subramanian, “Why Did Financial Globalization Disappoint?,” *IMF Staff Papers*, 56(1), 2009, pp.112-138.
84. Shin, Jang-Sup and Ha-Joon Chang, *Restructuring Korea Incorporated*, London: Routledge Curzon, 2003.
85. Steil, Benn and Robert Litan, *Financial Statecraft*, New Haven: Yale University Press, 2006.
86. Stiglitz, Joseph, *Free Fall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, New York: W.W. Norton and Company, 2010.
87. _____, “From Miracle to Crisis to Recovery: Lessons from Four Decades of East Asian Experience,” in Joseph Stiglitz and Shahid Yusuf (Eds.) *Rethinking East Asia Miracle*, Oxford: Oxford University Press, 2001.
88. _____, *Globalization and Its Discontents*, New York: W.W. Norton and Company, 2002.
89. Wade, Robert, “The Asian Debt-and-Development Crisis of 1997-? Causes and Consequences,” *World Development*, 26(9), 1998, pp.1535-1553.
90. Wang, Yunjong, “Does the Sequencing Really Matter?: The Korean Experience in Capital Market Liberalization,” *The Journal of Korean Economy*, 2(1), Spring 2001, pp.35-67.
91. Weisbrot, Mark, “Ten Years After: The Lasting Impact of the Asian Financial Crisis,” Center for Economic and Policy Research, 2007.
92. Willet, Thomas, D., Budiman, Aida, Denzau, Arthur, Jo, Gab-Je, Ramos, Cesar and

John Thomas, "The Falsification of Four Popular Hypotheses about the Asian Crisis," *The World Economy*, 17(1), January, 2004, pp. 25-44.

93. Young, Alwyn, "The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Realities of the East Asian Growth Experience," *Quarterly Journal of Economics*, August, 110(3), 1995, pp. 641-80.

〈Appendix Table 1〉 Current Account before the Crisis

Unit: million dollars

Current account in			Current account in		
Year	2014 prices	Percentage of the total	Year	2014 prices	Percentage of the total
1950	227.2	0.2	1975	-8,299.3	-7.7
1951	481.5	0.4	1976	-1,304.4	-1.2
1952	545.6	0.5	1977	48.0	0.0
1953	-599.6	-0.6	1978	-3,937.8	-3.7
1954	-294.5	-0.3	1979	-13,539.0	-12.6
1955	-320.9	-0.3	1980	-14,564.7	-13.6
1956	-201.2	-0.2	1981	-10,224.3	-9.5
1957	-21.9	0.0	1982	-5,233.3	-4.9
1958	309.2	0.3	1983	-3,392.6	-3.2
1959	133.2	0.1	1984	-879.1	-0.8
1960	107.2	0.1	1985	-3,328.3	-3.1
1961	262.1	0.2	1986	9,700.6	9.0
1962	-434.3	-0.4	1987	22,454.9	20.9
1963	-1,107.6	-1.0	1988	29,699.6	27.7
1964	-199.2	-0.2	1989	10,057.4	9.4
1965	68.4	0.1	1990	-2,518.9	-2.3
1966	-754.1	-0.7	1991	-13,054.6	-12.2
1967	-1,361.7	-1.3	1992	-3,778.6	-3.5
1968	-2,996.4	-2.8	1993	4,871.4	4.5
1969	-3,540.0	-3.3	1994	-5,601.6	-5.2
1970	-3,795.2	-3.5	1995	-12,445.7	-11.6
1971	-4,954.3	-4.6	1996	-34,639.2	-32.3
1972	-2,101.2	-2.0	1997 3Qs	-17,129.1	-16.0
1973	-1,646.3	-1.5			
1974	-9,710.1	-9.1	Total	-108,959.2	100.0

Data: The Bank of Korea (2009) and <http://stlouisfed.org/fred2>.

〈Appendix Table 2〉 Net Capital Gains from International Investment:
U.S., Japan and China

Unit: billion dollars, percent

	U. S.		Japan		China	
	Amount	% of GDP	Amount	% of GDP	Amount	% of GDP
1981	94.4	2.9	-5.0	-0.4		
1982	101.3	3.0	2.2	0.2		
1983	14.1	0.4	-11.3	-0.9		
1984	-39.8	-1.0	-1.7	-0.1		
1985	15.6	0.4	0.6	0.0		
1986	58.0	1.3	-37.4	-1.8		
1987	126.6	2.6	-18.7	-0.8		
1988	20.8	0.4	-30.7	-1.0		
1989	-4.4	-0.1	-38.8	-1.3		
1990	99.8	1.7	13.4	0.4		
1991	-53.3	-0.9	-4.3	-0.1		
1992	-65.2	-1.0	29.6	0.8		
1993	210.6	3.1	-32.5	-0.7		
1994	114.1	1.6	-32.1	-0.7		
1995	-27.7	-0.4	4.7	0.1		
1996	98.3	1.2	10.3	0.2		
1997	-182.9	-2.1	-59.4	-1.4		
1998	136.1	1.5	86.3	2.2		
1999	441.9	4.6	-439.6	-9.9		
2000	-189.9	-1.8	201.5	4.3		
2001	-159.5	-1.5	113.5	2.7		
2002	284.1	2.6	-7.4	-0.2		
2003	473.3	4.1	36.2	0.8		
2004	469.0	3.8	32.5	0.7		
2005	1,067.6	8.2	-397.7	-8.7	-27.0	-1.2
2006	545.3	3.9	142.1	3.3	-12.7	-0.5
2007	1,105.4	7.6	163.0	3.7	178.4	5.1
2008	-797.9	-5.4	86.5	1.8	-136.8	-3.0
2009	1,013.5	7.0	283.2	5.6	-209.3	-4.2
2010	559.9	3.7	10.5	0.2	8.1	0.1
2011	-1,482.7	-9.6	147.1	2.5	-127.4	-1.7
2012	330.6	2.0	-50.7	-0.9	45.5	0.6
2013	-404.1	-2.4	-371.3	-7.5	-3.1	0.0

Net Capital Gains from International Investment before and after the Foreign Exchange Crisis: Their Sizes and Implications*

Jaymin Lee**

Abstract

This paper shows that after the 1997 foreign exchange crisis, Korea suffered negative net capital gains from international investment equivalent to 2.3 percent of GDP on average annually, or about 370 billion dollars in 2014 prices, while before the crisis the amount of net capital gains was negligible. The negative net capital gains after the crisis does not reflect mutually beneficial risk-sharing between Koreans and foreign investors: Korea had to do asset fire sale immediately after the crisis; Korea is unlikely to have reduced the probability of another foreign exchange crisis; there is no negative correlation between net capital gains and GDP. It is also unlikely that the negative net capital gains are offset by the rise of growth rate or improvement in distribution: growth rate fell and distribution deteriorated, but there is little room to argue that the reform and capital market opening after the crisis enhanced growth rate and improved distribution but other factors more than offset the effect of the reform and capital market opening. The paper then discusses the nature of the 1997 foreign exchange crisis and the issues related to the capital market opening to clarify how Korea came to the situation whereby Korea pays such a large cost.

Key Words: foreign exchange crisis, international investment, capital gains, current account, risk

JEL Classification: O1, F4, F5

Received: Feb. 10, 2015. Revised: March 20, 2015. Accepted: April 5, 2015.

* I am grateful to Professors Jai Won Ryou, Yeongseop Rhee, and two anonymous referees for helpful comments. This work was supported by the National Research Foundation of Korea (NRF) grant funded by the Korea government (MOE) (No. 2013S1A3A2054622).

** Professor of Economics, Yonsei University, 50 Yonsei-ro, Seoul 120-749, Korea, Phone: +82-2-2123-2478, e-mail: leejm@yonsei.ac.kr