

국제세미나

외환위기당시 IMF 정책 평가 : 한국을 중심으로

The Role of the IMF in Recent Capital Account Crises

일시: 2003년 12월 1일(월) 13:30 - 17:00

장소: 은행회관 2층 국제회의실

December 1, 2003, 13:30 - 17:00

International Conference Room, 2nd Fl., KFB bldg., Seoul, Korea

주최: 한국경제연구원
IMF 독립평가국

Organized by
Korea Economic Research Institute
IMF IEO (Independent Evaluation Office)

Invitation

Six years have passed since the Korea government requested for the IMF rescue package. The financial crisis of late 1997 caused substantial costs for the entire Korean economy. However, it also provided an opportunity for adjustment and structural reform, particularly in financial and corporate sectors.

The Korea Economic Research Institute and the Independent Evaluation Office of the IMF are pleased to host a seminar to evaluate the IMF's role and policy recommendations during the recent financial crises. The primary purpose of the seminar is to draw lessons for the future. The evaluation of the role of the IMF program in coping with the Korean crisis in 1997 is a prerequisite for preparing for possible recurrence of another similar crisis in the future. It is timely to review the effects of the IMF's assistance in Korea, with the special focus on revamping Korea's growth potential.

As hosts, we sincerely hope this seminar will provide an excellent opportunity for productive discussion in exploring better ways to design IMF assistance and policy response to future crises. We extend our warmest welcome to all of you and look forward to your participation and cooperation.

Sung-Hee Jwa

President

Korea Economic Research Institute

초대의 말씀

우리나라가 외환위기를 맞아 IMF 구제금융을 신청하게 된지도 만 6년이 되었습니다. 돌이켜보면 외환위기는 조속히 진정되었지만, 역점을 두어 추진 하였던 구조개혁은 여전히 미완의 과제로 남아있고 한국경제는 유례없는 경기침체에 시달리고 있는 상황입니다. 따라서 외환위기의 발생과 극복과정에서 우리경제에 막대한 영향을 주었다고 생각되는 IMF의 역할과 정책에 대하여 재검토가 필요한 시점이라고 생각합니다.

그동안 IMF의 초기대응 미숙, 정책선택 및 사후관리 미흡 등을 단편적으로 검토한 국내외 기관들의 연구보고서나 분석자료는 많이 접할 수 있었으나, IMF의 위기관리체제 및 처방전반에 대한 평가는 이루어진 적이 없는 것 같습니다. 한국경제연구원과 IMF산하 독립평가국(Independent Evaluation Office: IEO)에서 이같은 기회를 마련하게 된 것을 기쁘게 생각하는 바입니다. 본 국제세미나는 IMF의 정책수행과정과 정책제안의 타당성을 객관적으로 평가하는 국내 최초의 자리가 될 것입니다.

본 국제세미나가 미래지향적인 시각에서 우리나라 외환위기 당시 IMF의 역할과 한국의 기업 및 금융 구조조정에 미친 영향을 분석할 뿐 아니라, 향후 외환위기를 예방하기 위한 해법까지도 모색하는 토론의 장이 될 수 있기를 기대합니다. 각계 전문가 여러분들의 많은 참석과 성원을 부탁드립니다.

2003년 11월

좌 승 희
한국경제연구원
원 장

Program

13:30 ~ 14:00	Registration Sang-Kun Bae (Research Fellow, KERI)
14:00 ~ 14:20	Opening Remarks Sung-Hee Jwa (President, KERI)
14:20 ~ 14:40	Keynote Speech Hun-Jai Lee (Senior Advisor, Kim&Chang)
14:40 ~ 17:00	Paper Presentation and Panel Discussion
Chair	Sung-Hee Jwa (President, KERI)
Papers	Shinji Takagi (Advisor, IMF IEO) Ben Cohen (Economist, IMF IEO)
Discussants	Jong-Nam Oh (Commissioner, National Statistic Office) Hak-Kil Pyo (Professor, Seoul National University) Oh-Seok Hyun (President, Trade Research Institute, KITA) Chan-Guk Huh (Senior Economist, KERI)

※ Simultaneous interpretation service (Korean-English and English-Korean) will be provided.

프로그램

13:30 ~ 14:00	등록
사회	배상근 (한국경제연구원 연구위원)
14:00 ~ 14:20	개회사
	좌승희 (한국경제연구원 원장)
14:20 ~ 14:40	기조연설
	이헌재 (김&장 법률사무소 고문)
14:40 ~ 17:00	주제발표 및 패널토론
좌장	좌승희 (한국경제연구원 원장)
발표	신지 다카기 (국제통화기금 독립평가국) 벤 코헨 (국제통화기금 독립평가국)
토론	오종남 (통계청 청장) 표학길 (서울대학교 경제학부 교수) 현오석 (무역연구소 소장) 허찬국 (한국경제연구원 거시경제연구센터 소장)

※ 동시통역(한·영, 영·한)으로 진행됩니다.

List of Participants(Appearance Order)

Sung-Hee Jwa

President, Korea Economic Research Institute

Hun-Jai Lee

Senior Advisor, Kim & Chang

Chairman, Financial Supervisory Commission (1998~2000)

Deputy Prime Minister and Minister of Economy and Finance (2000)

Shinji Takagi

Advisor, IMF IEO

Professor, Department of Economics, Osaka University (1990~present)

Economist, IMF (1983~87, 89~90), Economist, Bank of Japan (1987~89)

Ben Cohen

Economist, IMF IEO

Senior Economist, Bank for International Settlements (1994~2002)

Jong-Nam Oh

Comissioner, National Statistics Office

Secretary for Economic Affairs, Office of the President (2001)

IMF Alternating Executive Director (1999)

Hak-Kil Pyo

Professor, Department of Economics, Seoul National University

Oh-Seok Hyun

President, Trade Research Institute, KITA

Dean, National Tax College (2000~2001)

Director-General, Bureau of Economic Policy, Ministry of Finance and Economy (1998~1999)

Chan-Guk Huh

Director, Center for Macroeconomic Studies, KERI

참석자 (등장순)

좌승희

한국경제연구원 원장

이현재

김 & 장 법률사무소 고문

경제부총리 겸 재정경제부 장관(2000)

금융감독위원장(1998~2000)

다카기 신지

IMF 독립평가국 고문

Osaka대 경제학과 교수(1990~)

IMF · 일본은행 연구원(1983~1990)

벤 코헨

IMF 독립평가국 연구위원

국제결제은행 연구위원(1994~2002)

오종남

통계청장

대통령 재정경제 비서관 (2001)

IMF 대리이사 (1999)

표학길

서울대학교 경제학부 교수

현오석

무역연구소 소장

세무대학장(2000~2001)

재정경제부 경제정책국장 (1998~99)

허찬국

한국경제연구원 거시경제연구센터 소장



The IMF and Recent Capital Account Crises: Indonesia, Korea, Brazil

Independent Evaluation Office,
IMF

IEO Report on Capital Account Crises:

- Indonesia (1997-98)
- Korea (1997-98)
- Brazil (1998-99)

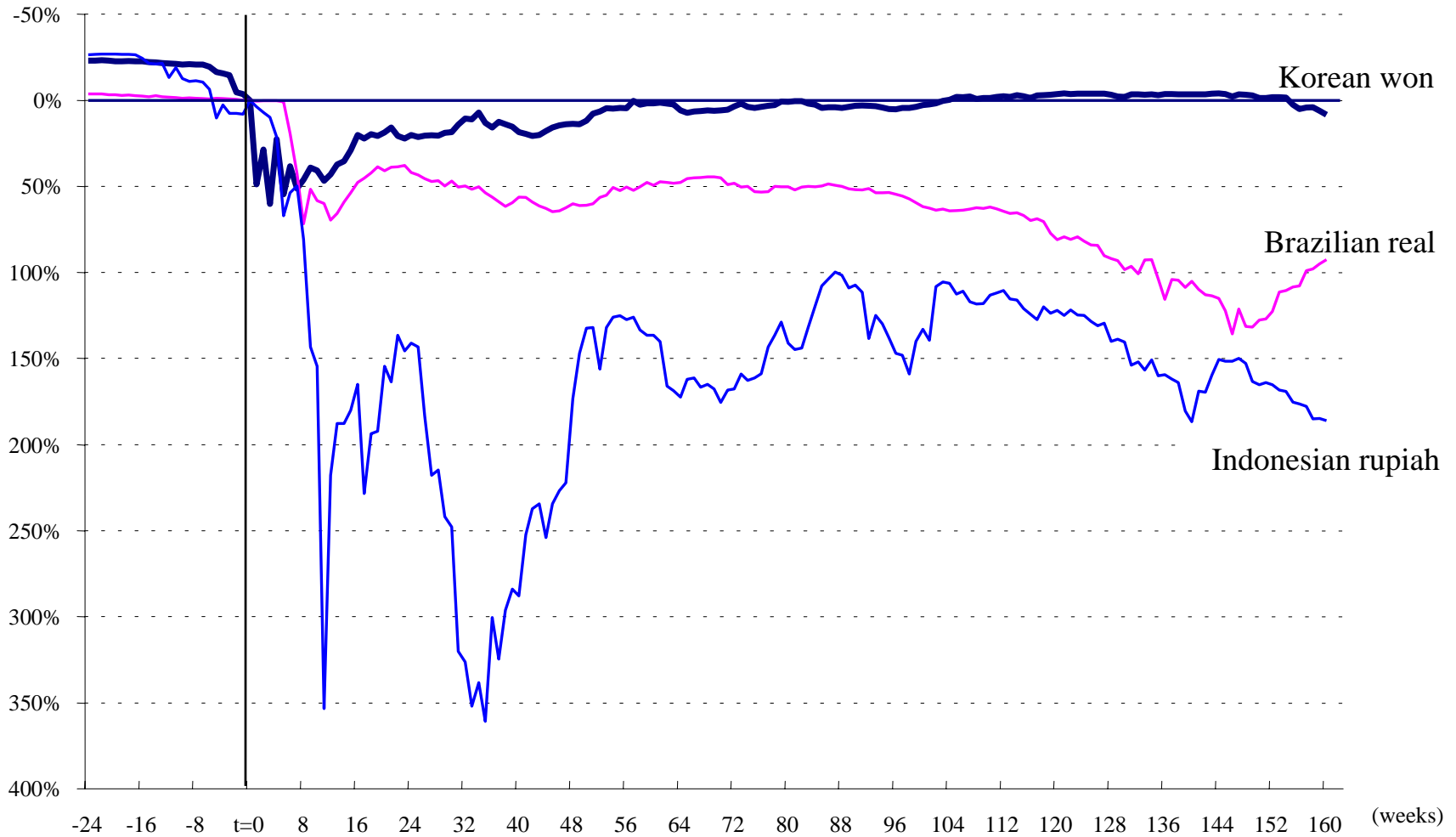
In all three crises, the IMF was called in to help, but.....

Its crisis management program, along with a large financing package, initially failed to restore market confidence quickly.

A revised program needed to be designed.

Exchange Rate Against the U.S. Dollar

(Percentage change from the date of program approval)



GDP growth (%)

	1997	1998	1999
Indonesia	4.7	-13.1	0.8
Korea	5.0	-6.7	10.9
Brazil	3.3	0.1	0.8

These crises led to...

.... many revisions and innovations in IMF policies and procedures, including the establishment of the IEO in 2001.

The IEO report evaluates the effectiveness of the IMF in:

- Surveillance---in identifying potential vulnerabilities to crisis through Article IV consultations.
- Crisis management---in quickly restoring market confidence and mitigating adverse economic impact.

The crisis in Korea



- Record of strong growth and macroeconomic stability.
- Economy dominated by large conglomerates, directed investment.
- Extensive short-term foreign-currency borrowing by banks.
- Unprecedented wave of bankruptcies of chaebol in early-mid 1997.
- End-October 1997: Speculative attacks on Hong Kong and Taiwan. Investors take a second look at Korea.
- Capital outflows and a run on the currency by mid-November 1997. BOK deposits hard-currency reserves in banks' overseas branches. Rollovers fall.

Korea (cont.)

- Early December 1997: IMF stand by arrangement: \$21 billion from the IMF, \$14 billion from other sources, c.\$20 billion “second line of defense”
- After a few days, the won goes into free fall and reserves disappear.
- Kim Dae-Jung elected president, announces his support for radical reform measures.
- Christmas eve: major creditor banks announce coordinated rollover, willing to negotiate maturity extension.
- The government begins energetically implementing the reform package and cleaning up the banking system.
- 1998: V-shaped recovery.

The IMF and Korea

- Surveillance missed the relevance of uneven financial liberalization
- Gaps in data: reserves, private debt
- Uncertain status of the “second line of defense”
- Crisis coordination role – but with a delay?
- Initial fiscal tightening unnecessary, but quickly reversed
- Financial sector restructuring ultimately achieved impressive results

Some similarities

- Change in market sentiment causes reversal in capital flows
- “Exceptional” IMF access, supplemented by other sources
- Initial programs did not restore confidence, but subsequent responses more successful

Some differences

- Indonesia and Korea had balanced fiscal accounts and a history of low inflation; Brazil did not.
- Indonesia and Korea were “twin crises”; Brazil was not.
- Political commitment was strong in Korea and Brazil (after initial uncertainty), weak in Indonesia.

Lessons:

Precrisis surveillance



- Good on macro vulnerabilities.
- Not as good on extent of/implications of:
 - Financial sector balance sheets
 - Corporate balance sheets
 - Governance issues
- Information provision by authorities
- Impact on policies generally limited
- Confidential advisor role?

Program design: Macro framework

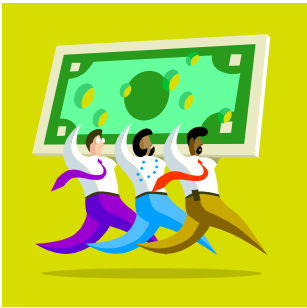
- Projections were too optimistic in Indonesia and Korea; too pessimistic in Brazil.
- In all three cases, this led to mistakes in fiscal policy.
- Projections missed currency depreciation, balance sheet effects, implications for private investment.



Program design: fiscal policy

- Indonesia and Korea: Mild tightening initially, soon relaxed.
- Brazil: Strong tightening, but not sufficient to stabilize debt/GDP ratio.





Program design: Monetary policy

- In all three countries, initially tight.
- In Indonesia, money supply expands rapidly.
- In Korea, gradual easing – too gradual?
- In Brazil, more rapid easing.
- High interest rates were not sufficient for stabilizing exchange rates and could have adverse impact when balance sheets are weak.

Program design: Financing and Private Sector Involvement (PSI)

- Korea: Ambiguity over “second line of defense” was damaging.
- PSI important for Korea and (to a lesser extent) Brazil. IMF played a role in coordination, information provision.



Program design: Bank closure and restructuring

- Important in Indonesia, Korea; not Brazil.
- Need a comprehensive and well-communicated strategy, with consistent application of transparent criteria.



Program design: Structural conditionality



- Indonesia and Korea: Extensive conditionality
- The financial ones were probably necessary, the non-financial ones not
- Quantity vs quality
- Brazil: Fewer conditions, mainly fiscal

Program design: Communications strategy

- Need to explain the logic and strategy of the program to the public and the markets.
- All three cases: Didn't do so.



IMF internal governance

- Lack of candor. Judgments became less sharp as they went up to the Board level.
- Coordination across departments.
- Staff subject to excessive political pressure.
- Coordination with MDBs.



Recommendations:

Recommendation 1. Surveillance should take a stress-testing approach.

- Staff reports itemize the major potential shocks the economy could face.
- Explore real and financial consequences.
- Discuss response plans with authorities.
- Better identify:
 - Balance sheet mismatches
 - Political constraints on policy making

Recommendation 2: Improve impact of surveillance, through greater candidness, transparency.

- Presumption of publication of Article IV staff reports.
- Institutional incentives for candid staff assessments.
- Escalated signaling as a way of striking balance between candor and transparency.
- Second opinions from outsiders.

Recommendation 3.

Comprehensive review of program design

- The objective is first and foremost to restore confidence.
- More attention to impact of balance sheet interactions.
- Allow for flexible response.
- Avoid imposition of reforms that are not critical to crisis resolution.

Recommendation 4: Financing should be sufficient and credible

- Terms for parallel official financing should be clear
- Terms for involvement of other institutions should be specified at the outset



Recommendation 5: The IMF should be proactive as a crisis coordinator

- Management should be frank with board and shareholders about probability of success
- No political interference in technical judgments of staff
- Identify circumstances where PSI could be useful, through such means as dialogue with the private sector

Recommendation 6: Better promotion and utilization of staff expertise

- Ensure that resources are maintained and ready to respond to crises.
- Protect those who raise uncomfortable issues.
- Develop critical mass of staff with country experience and political economy skills.

THE END

Thank you.

IMF 와 최근 자본계정위기: 인도네시아, 한국, 브라질

신지 다카기*벤 코헨 (IMF 독립평가국)¹⁾

1. 서론

본 연구는 인도네시아(1997-98), 한국(1997-98), 브라질(1998-99)에서 발생한 자본계정위기에서의 IMF 역할 및 정책에 대한 평가를 목표로 하고 있다. 각 사례에서 발견한 문제점과 함께 위기재발을 위한 IMF의 역할 재정립에 대하여 논하고자 한다.

1990년대에는 신흥시장국이 세계 자본시장으로 보다 많이 통합됨에 따라 일련의 외환위기가 발생하였다. 외환위기 발생 이전, 대량으로 유입되었던 민간 자본이 시장 심리의 갑작스러운 변화와 함께 대대적인 역유출 현상을 낳은 것이다. 이러한 종류의 위기는 주로 경상수지로 인해 유발되는 보다 재래적인 위기와 구분하기 위해 자본 계정위기라고 불린다.

국제통화기금(IMF)의 지원이 요청된 자본계정위기에 있어서 IMF의 역할은 많은 연구와 평가의 대상이 되어 왔다. IMF 프로그램은 IMF의 후원자체가 효율성을 보장하여 원만한 조정이 이루어질 것이라는 기대와 달리 초기에는 시장 심리를 돌려놓는데 실패하였다. 계속되는 자본유출은 심각한 환율 평가 절하와 함께 몇몇 경우에는 과도한 생산축소의 원인이 되었다. 경제안정은 해당국과 IMF, 그리고 민간 채권 기관들의 추가적인 조치가 이루어진 후에야 비로서 이루어질 수 있었다. 자연히 IMF는 세심한 감시를 통하여 취약점들을 예상하는데 실패하였으며 위기 이후 신속히 시장 심리를 회복시키지 못하였다는 비난을 면키 어려웠다.

자본계정위기시 IMF가 수행한 역할을 보다 면밀히 평가해보기 위해 독립평가국은 인도네시아(1997-98), 한국(1997-98), 브라질(1998-99)에서의 IMF 역할에 대한 평가를 실시하였다. 그 주요결과를 한국의 사례를 중심으로 요약하도록 한다.

2. 한국의 자본계정위기

위기의 발생

1) 보고서 전문과 이사회 논의 요약 전문과 경영진 및 스탭 답변은 <http://www.imf.org/external/np/ieo/2003/cac/pdf/sum.pdf> 에서 찾아 볼 수 있다.

1997년 10월에 발생한 두 사건을 계기로 한국에 대한 점증적인 우려가 본격적인 위기로 발전하였다. 한 사건은 기아 그룹의 파산과 정부 지원하에 이루어진 부채상환기일의 연장이었다. 국내투자자들을 위시한 투자자들은 이와 같은 당국의 조처를 지나친 개입이며 다가오는 12월 대통령 선거를 의식한 정치적 행위로 해석하였다. 이로 인해 정부의 건전한 개혁중심 정책 추진능력과 여타 대기업 부실 방지능력이 큰 의심을 사게 됐다.

또 다른 사건은 홍콩 달러에 대한 공격적 투기의 실패와 10월 말 홍콩주식시장의 극적인 하락이었다. 이러한 일련의 사건들은 국제투자자들, 특히 금융 기관들이 한국에 대한 투자 위험성이 증대된 것으로 보고 있는 시점에서 이루어진 것이었다. 10월 한국 주식시장은 25% 이상의 하락세를 보였고 원화에 대한 압박은 더욱 가중되었다.

정부는 11월 초 현물환시장과 선물환시장에 대한 개입과 오버나이트 금리의 미미한 인상 (13.5%에서 16%로) 을 통하여 원화가치를 유지하려고 노력하였다.

한국은행은 해외 지점에 대한 외화대출을 가속화시켰다. 이러한 노력에도 불구하고, 원화는 더욱 약세를 보였다. 점점 더 많은 외국은행들이 한국기관에 대한 단기 용자 상환일 연장을 거부하였고 신용한도를 축소시켰다. 대다수의 기존 신용한도도 축소되었고 장기 용자 금리도 인상되었다. 외화 보유고가 급속히 바닥날 상황에 직면한 한국 당국은 미국, 일본, IMF 관리들과 조용히 접촉하여 비상 용자선의 확보에 나선다. 한국측 요청에 따라 IMF의 총재는 11월 16일 비밀리에 서울을 방문, 재정부 장관 및 한국은행 총재와 회담을 가졌다.

11월 말 도착한 IMF 팀은 대략 12월 중반까지 대기성 차관 약정을 타결할 예정이었으나 한국의 상황이 예상보다 훨씬 심각한 상태라는 사실을 알게 되었다. 한국측의 공식 외화보유고는 해외소재 한국계은행 지점들에게 지급한 대출분도 포함된 것으로서 유동성이 턱없이 부족하였다. 한국의 “가용외환량”은 해외 은행 지점들에 예금된 금액을 제외하면 70억불에 불과하였는데 만기일이 다가오는 단기 채무와 기타 채무에 비하면 대단히 부족한 액수였다. 새로운 대출창구가 확보되지 않을 경우, 한국은 전면적인 외화지불 중지 조치를 취해야 하는데 이는 IMF의 스탭과 경영진, 그리고 주요회원국 모두가 우려하는 바와 같이 지역적으로나 국제적으로 심각한 악영향을 미치게 될 것으로 예상되었다. IMF 프로그램은 긴급금융지원체제 (Emergency Financing Mechanism) 의 특별 절차에 따라 최단시일안에 협상, 타결되었

다.

1997년 12월 프로그램

12월 4일 IMF의 상임이사회는 3년 기한 대기성 차관약정 하에서 210억불을 제공하는 프로그램을 승인하였다. 이중 상당 부분은 조기지불방식을 취하였다. 또한 세계은행과 아시아개발은행이 금융부문 구조조정 노력에 대한 지원의 일환으로 140억불을 제공하기로 합의하였고 필요할 경우 “제2의 방어선”으로서 추가 200억불을 쌍무 형식으로 제공할 용의가 있음을 시사했다.

이 제2의 방어선은 본 프로그램에서 논란의 대상이 된 요소이다. 승인된 프로그램에서 전망하고 있는 국제수지규모로 보아서는 이러한 추가 지원이 필요하지 않을 것으로 생각됐기 때문이다. 그러나 이는 IMF 프로그램이 이러한 출처로부터 금융지원을 받아서는 안된다는 지시가 스태프들에게 내려진 후 비교적 늦게 내려진 결정이었다. 그 결과 프로그램 담당자들은 단기부채 회전을 비현실적으로 높은 수준으로 증액시킴으로써 예상되는 부족분을 메웠다. 이러한 사실이 시인되지는 않았으나 그런 의미에서 동 프로그램은 분명히 금융지원규모가 적정수준에 미달하였다고 볼 수 있다.

이 프로그램에는 통화긴축정책, 소규모의 재정수지 흑자, 금융부문의 구조조정 자본확충 개혁을 위한 포괄적 전략, 그리고 기업 지배구조와 무역 및 노동시장 개혁 조치들이 포함되었다. 9개 부실 종금사들이 폐쇄되었고 해당 고객들은 최근에 설립된 예금보험공사에 의해 보호를 받았다.

IMF 프로그램에 대한 초기 시장반응은 대체로 긍정적이었으나 수일 후 상황은 반전되었다. IMF 당국이 시장의 신뢰 잠식을 우려하여 비밀로 하여왔던 한국의 외화보유고 및 단기 채무에 대한 주요 자료가 담긴 기밀 문서가 한국언론에 유출되었기 때문이다. 기밀문서를 통해 한국의 가용 외환보유고가 시장에서 우려한 것보다 훨씬 작고 급속히 감소되고 있다는 사실이 밝혀졌다. 선거가 한창 치뤄지던 정치 환경도 불확실성을 자아냈다. 이러한 상황속에서 한국의 단기채무 차환(rollover)은 계속 어려워졌으며 원화가치는 더욱 하락하여 프로그램 승인 2 주 후에는 39%의 가치 하락을 기록했다. 다행히 12월 18일 대통령 선거에서 승리한 김대중 대통령 당선자의 IMF 프로그램 실행 의지 발표 및 후속 조치들은 시장의 신뢰구축에 많은 도움이 되

었다.

차환 약정

12월 24일, 개혁 프로그램의 강화, 지원금 지급 가속화, 민간 부문 단기 채무 차환으로 구성되는 3개 개선안이 발표되었다. IMF는 민간부문 여신규모를 매일 감시하고 주요국간 원활한 정보교환 체제를 마련함으로써 민간부문 여신의 현상유지를 겨냥한 공동대처에 유익한 역할을 수행하였다.

시장은 그 후 몇주간 심한 변동을 경험하였으나, 돌이켜보면 12월 24일은 한국 외환위기의 중요한 전환점이었다. 국제은행들은 대체적으로 그들의 차환 약정을 준수하였으며 약정은 1월 중순에 갱신되었고 3월말로 연장되었다.

그 직후 은행들은 그들의 단기 채권을 1년에서 3년 만기의 국가 채무로 교환하는데 동의하였다. 차환과 상환기일 연장의 성공 그리고 당국의 금융 및 기업개혁 프로그램 실시를 통해 한국에 대한 시장의 시각은 극적으로 향상되었다. IMF 지원자금은 전액 인출되지 않았고 종국적으로는 일정보다 앞당겨 변제되었다.

외환위기의 거시경제적 영향은 심각했으나 단기적이었다. 실질 GDP는 1998년 중 6.7% 하락했고 실업률은 연말까지 7.4%로 증가하였다. 그러나 L자형 경제회복에 대한 우려와는 달리 1998년 말에는 이미 회복 조짐이 나타나기 시작했으며, 1999년에는 성장률이 10.9%로 반등하였다. 이에 따라 정부는 신속히 외환보유고 재비축에 들어갔으며 1998년 말에는 외환보유고가 총 520억불에 달했다. 1999년 초를 정점으로 실업률이 점차적으로 감소되기 시작했으며 실질임금상승률도 강력한 증가세를 보였다.

IMF과 한국

IMF 상임이사회는 12월 4일 한국에 대한 3년 기한 210억달러의 차관제공을 골자로 하는 프로그램을 승인하였고, 필요할 경우 “제2의 방어선”으로서 추가 200억불을 제공할 용의가 있음을 시사했다. 그러나, 제 2의 방어선은 과연 한국의 유동성 부족 문제가 해결될 것인가에 대한 시장의 불신을 키웠을 뿐이라는 점에서 IMF의 금융지원규모가 적정수준에 미달하였다. 결국 12월 24일, 개혁 프로그램의 강화, 지원금 지급 가속화, 민간 부문 단기 채무 차환 등의 개선안이 발표되고 나서야 사태가 호전되기 시작하였다.

지나치게 낙관적이었던 IMF의 당초 전망을 토대로 세워진 과도한 긴축기

조의 영향으로 총수요 및 생산이 타격을 입었다. 그러나, 재정긴축정책을 생산붕괴의 원인으로 볼 수 없으며, 실제로 긴축재정정책은 곧 완화되었다. 한편 고금리가 환율안정에 어느 정도 효력을 발휘하느냐에 대하여 명확한 답을 내리기 힘들다는 신중한 입장을 취하였다. 한국의 금리인상은 원화가치를 지탱하기 위해서는 적절한 조처였으나 자본유출의 대부분이 신용문제 때문에 발생하고 있었기 때문에 그 자체로서는 환율안정을 달성하기에 불충분하였다. 환율시장이 안정된 1998년초 실질금리가 필요이상으로 높게 유지되고 있었다는 문제도 제기되었으나, 여전히 상황이 불확실했기 때문에 신중을 기해야 할 필요가 있었다고 할 수 있다.

한편 은행부문의 구조조정정책은 긍정적으로 평가할 수 있다. 성공적인 은행 폐쇄 및 구조조정 프로그램에는 투명한 규칙이 일관되게 적용되는 포괄적인 전략이 포함되어야 하며 그 전략이 널리 전달되어야 한다는 원칙을 잘 지켰다. 그러나, IMF 프로그램에는 강조된 광범위한 구조조정 이행조건, 특히 비금융 부문의 구조개혁방안은 장기적인 경제능률의 향상에는 도움이 되었을 수 있겠으나 당장 직면한 위기 해소 방안으로는 불필요한 것이었다.

브라질 및 인도네시아 위기와 공통점 및 차이점

3개국 외환위기는 자본계정위기가 흔히 나타나는 몇 가지 공통적인 특징을 공유하고 있다. 각 위기는 시장 심리의 갑작스런 변동으로 촉발된 유입자본의 대량 유출로 인해 발생한 것이다. 이 과정에서 단기 자본의 흐름은 중요한 역할을 했고 위기의 파급 (contagion) 도 중요한 요인이었다. 3개국 위기는 모두 거액의 IMF 자금을 포함한 IMF 프로그램으로 이어졌으며 쌍무간 금융지원 및 기타 금융지원에 의해서도 뒷받침되었다.

인도네시아와 한국의 경우 수출성장의 호조, 가격 안정, 그리고 전반적인 재정적 균형 등 건실한 국내 거시경제적 기반을 배경으로 위기가 발생했기 때문에 IMF의 감시결과가 심각한 경고로 받아들여지지 않았다. 양국 모두 금융 부실, 기업의 과다차입 채무구조, 공 사기업 지배구조의 취약, 헛지되지 않은 단기성 대외 채무 등의 문제점들을 가지고 있었다. 이러한 잠재적인 취약점들은 IMF 관찰을 통해 정도의 차이는 있으나 어느 정도 진단된 상태였다. 그러나 이러한 취약점들은 아직 IMF 의 주요 감시대상이 아닌 민간부문과 그 중에서도 특히 금융체계에 뿌리를 둔 성질의 것이었기 때문에 그 심각성과 잠재적 피해가 충분히 인식되지 않았다. 인도네시아와 한국에서의 금융부문 취약성은 각국의 위기가 “쌍둥이 위기”임을 뜻하는 것이었다. 즉, 국

제수지 위기와 금융 위기가 동시에 발생한 것이다.

반대로 브라질의 경우는 만성적 재정적자, 공공 부문 부채의 증가, 레알화의 평가절상 등 치명적인 거시경제적 불균형의 징후가 농후했다. 이러한 브라질의 취약점들은 IMF의 전통적인 감시 대상이었던 거시경제정책 및 공공 부문에서 그 원인을 찾아볼 수 있었기 때문에 IMF의 감시를 통해 더 효과적으로 포착될 수 있었다. 인도네시아 및 한국에서와는 달리 금융 부실은 브라질 위기 당시 그다지 심각한 문제가 아니었다.

3개국 모두 자국화폐가치의 급락을 경험하였으나 인도네시아 루피아의 약세는 한국 원화나 브라질 레알화보다 훨씬 심각하였으며 인도네시아 위기가 예외적인 성질의 것이었음을 보여주고 있다. 한국의 생산량은 급격히 감소하였고 인도네시아의 경우는 더 했다. 특히 인도네시아에서는 상당한 빈곤의 확산마저 수반되었다. 한국에서는 위기 발생 2년 후 강한 반등을 경험한 반면 인도네시아에서는 회복이 지연되었으며 어떤 의미에서는 아직도 완전한 회복이 이루어지지 않은 상태이다. 브라질은 예상보다 위기를 빨리 극복한 편이며 브라질 경제는 위기 발생 다음 해에 플러스 성장을 기록하였다. 그러나 악성 부채에 기인한 경제 기저의 취약성은 완전히 제거되지는 않았으며 2002년에 다시 표면화된다.

정치적 환경도 3개국이 각각 상이한 양상을 보였으며 이는 각국에서의 효과적인 위기 관리에 심층적인 영향을 미쳤다. 브라질과 한국은 초기에는 불확실성이 엿보였으나 추후 IMF 프로그램 실행에 대한 강한 정치적인 의지의 발휘와 함께 신뢰회복을 이룩할 수 있었다. 반면 인도네시아에서는 경제 위기에 더해 정치위기의 전개로 위기관리가 효과적으로 이루어지지 못했다.

3.교훈

위기감시활동의 문제점

IMF의 한국경제에 대한 감시활동은 거시경제적인 변수에 초점을 맞춘 재래식 접근 방법에 의거한 관계로 불균형적 자본자유화와 심각한 금융 부실에 의해 발생할 수 있는 리스크를 충분히 포착하지 못하였다. 보다 완전한 평가를 하기 위해 필요한 자료가 미비했을 뿐만 아니라 단기채무 관련 데이터와 금융시장 지표가 충분히 활용되지 않았다. 1997년 7월 아시아 위기 발생 이전에도 이미 외국 은행들은 한국 금융 부문의 취약성을 우려하여 한국 기관에 대한 용자를 재검토하고 있었으나 IMF는 거의 마지막 순간까지 낙

관적인 입장을 고수하였다.

IMF 감시의 효과는 3개국에 경우 다양한 양상으로 나타났다. 브라질의 경우에는 감시활동의 결과 보다 정확하게 핵심 문제를 가려낼 수 있었지만 인도네시아와 한국의 경우에는 그렇지 못했다. 이들 국가의 취약성들을 구체적으로 집어내기는 했지만 그 심각성을 과소평가한 결과 충분한 사전 경고에 실패한 셈이다. 이렇게 감시활동의 효율성이 차이 나는 것은 브라질에서는 주로 IMF의 전통적인 감시대상이었던 거시경제적 불균형이 문제였던 반면 인도네시아와 한국에서는 금융 및 기업 부문에 취약점이 있었다는 사실을 반영하고 있다.

IMF 감시가 이러한 취약점들을 발견하긴 했으나 그 심각성에 대한 정확한 평가를 내리지 못했던 것이다. 보고서에는 잠재적 취약점에 대한 솔직한 내용, 특히 지배구조와 관련된 내용이 부족했다. 이러한 문제들은 가용한 자료가 부족하였다는 사실을 반영해주고 있고 후속 프로그램들에서는 이러한 약점을 시정하기 위한 대대적인 노력이 이루어지기도 하였다. 그러나, 이들 문제들은 실상 공개를 꺼려하게 하는 내부적인 동기의 소산이기도 하였다. 보다 일반적으로 보면 대부분의 거시경제적 지표상으로는 현격한 경제난을 암시하는 것이 없었다고 하더라도 순자산악화효과의 문제가 상당한 거시경제적 리스크로 대두될 수 있다는 사실에 대한 인식이 부족하였다는 것을 보여주고 있기도 하다.

IMF의 감시는 금융 및 기업 대차대조표상의 부실이나 그러한 부실에 기여한 지배구조 관련 문제들로부터 발생하는 리스크에 대한 인식과 심층 분석보다는 거시경제적인 약점들을 발견하는 데 더 성공적이었다. 사실성, 투명성의 부족은 IMF의 진단이 비교적 정확했던 분야에서도 IMF의 감시결과가 정책에 반영되는 데에 제약을 가했다.

거시경제적 결과 겨냥한 프로그램 설계

‘3개국에서의 통화정책 관련 경험이 다양하기 때문에 고금리가 환율 안정에 얼마나 큰 영향을 미치는 지에 대한 정확한 답은 없다

3개국에서의 거시경제적 결과는 IMF 프로그램에서 예상했던 것과는 각각 다른 양상으로 나타났다. 인도네시아와 한국의 경우, 지나치게 낙관적이었던 IMF의 당초 전망을 토대로 세워진 과도한 긴축거시경제정책의 영향으로 각국의 총수요 및 생산이 타격을 입게 된다. 이와는 대조적으로 1999년 브라질에 대한 IMF의 초기 전망은 너무 회의적이었던 관계로 브라질의 악순환

적 공채문제를 해결하기에는 불충분한 재정 조치가 뒤따랐다.

이러한 문제는 IMF 프로그램의 거시경제적 전망은 불가피하게 협상의 산물이기 때문에 발생하는 것이다. 물론 분석차원의 문제도 있었다. 즉 생산요소와의 환 위기 과정에서 이들의 반응을 적절히 분석할 수 있는 분석체계가 결여돼 있었다는 것이다. 특히 복수균형 현상 (multiple equilibria) 과 그 부산물인 극심한 순자산구조 악화효과의 발생가능성으로 보아 대대적인 평가절하가 일어날 수 있다는 사실에 대한 인식이 부족하였다.

위기적인 상황에서는 특히 거시경제적 결과를 비교적 정확히 예측한다는 것은 본질적으로 어려운 일이다. 그러나 총 수요에 영향을 미치는 주요 요인들, 특히 민간투자에 대한 집중적인 분석이 있었다면 이러한 문제들은 어느정도 해소 될 수 있었을 것이다.

불확실성의 정도가 심각했던 만큼 그러한 불확실성이 거시경제 체계에 미치는 주요 리스크, 그리고 이러한 리스크가 현실화되었을 경우 어떤 정책대응을 할 것인가에 대한 보다 명백한 논의가 프로그램 문서에 포함돼 있었다면 유용했을 것이다. 실제로 인도네시아와 한국에 대한 프로그램을 검토해본 결과 유연성 있게 운용됐던 것은 사실이나 리스크에 대한 인식 및 그 정책적 대안의 규명이 조기에 이루어졌다면 해당국들에게 IMF 가 의도하는 정책입장에 대한 메시지를 보다 투명하게 전달할 수 있었을 것이다.

재정정책

세 경우 모두 IMF프로그램은 초기에 긴축 재정을 포함하고 있었다. 이러한 긴축은 인도네시아와 한국의 경우에는 미약하고 브라질의 경우에는 비교적 강했다. 생산량의 상태와 낮은 국가 채무를 감안하면 인도네시아와 한국에서의 재정긴축정책은 필요한 것이 아니었고 생산붕괴의 심각성이 자명해지자 실제로는 완화되었다. 어쨌든 인도네시아에서도 한국에서도 초기의 재정긴축이 생산붕괴의 원인은 아니었다. 생산붕괴는 대차대조표효과의 결과였고 이 사실은 프로그램 설계 시 고려 되지 않았다. 브라질에서의 재정긴축은 보다 강도 높은 것이었다. 이는 부채의 지속가능성이 브라질 위기 전개의 중요한 현안이었기 때문에 적절한 조치였다고 볼 수 있다. 그러나 결과적으로는 GDP 대비 부채율을 우선 안정시킨 후 다시 감소시키려는 목적을 달성하기에는 역부족이었다.

통화정책

3개국 통화정책은 초기에 모두 긴축으로 설정되었고 고금리와 환율약세의 상쇄 관계에 대한 구체적인 인식이 있었다. 그러나 3개국에서의 경험의 양상이 상이했기 때문에 고금리가 환율안정에 어느 정도 효력을 발휘하느냐에 대한 현재의 논란에 명확한 해답을 제공하지는 못한다.

인도네시아에서는 통화기조가 급속히 확대되고 프로그램 실행 직후 몇 달간은 실질금리가 점차적인 마이너스 증가세를 보였기 때문에 프로그램상 계획되어 있던 긴축통화정책이 실시되지 않았다. IMF에서 주장한 통화긴축정책이 생산붕괴의 원인이었다는 일부 비난은 위기 발생 후 대부분의 기간 동안 이러한 긴축정책이 실시되지 않았다는 단순한 이유 때문에 정확한 지적이라고 할 수 없다. 환율안정은 1998년 3월 루피아가 충분히 평가절하되고 금리가 인상되며 통화량의 통제가 회복되고 난 후에 이루어졌다.

반대로 한국은 국내 금리를 올리고 중앙은행으로부터 외화를 대출 받은 은행에 벌금을 물림으로써 초기 프로그램에 계획된 통화긴축정책을 실행하였다. 이는 화폐가치를 지탱하기 위해서는 적절한 조치였으나 자본유출의 대부분이 수익문제가 아닌 신용문제 때문에 발생하고 있었기 때문에 그 자체로서는 환율안정을 달성하기에 불충분하였다. 환율시장이 안정된 1998년 초 실질금리가 필요이상으로 높게 유지되고 있었다는 주장을 펼 수도 있으나 상황이 여전히 불확실했기 때문에 어느 정도의 신중을 기해야 할 필요가 있었음은 이해할 만한 일이다. 금융구조조정이 신용 흐름의 축소를 초래한다는 사실을 감안해 보면 몇 달 간 필요이상으로 높게 유지되었던 금리가 경기침체의 주 원인일 수는 없었다.

브라질에서는 IMF의 반대에도 불구하고 과도하게 낮게 유지되었던 금리가 크롤링페그제의 붕괴를 불가피하게 하였음은 물론 그 붕괴 시점에도 영향을 미쳤을 가능성이 있다. 1999년 3월 과감히 실시된 통화긴축정책과 때를 맞추어 외환시장도 안정을 회복하게 된다. 그러나 여기에서 성급한 인과관계를 부여하면 안 된다. 왜냐하면 브라질에 대한 신용을 계속 유지하겠다는 주요 국제 은행들의 비공식적 약정 또한 이 무렵에 이루어졌기 때문이다. 아시아의 상황과 비교해 보았을 때, 브라질에서는 금융체계가 건전하고 기업 부채율이 낮았기 때문에 고금리가 민간부문에 큰 타격을 입히지는 않았다. 그 후 IMF는 브라질의 인플레이션 제도로의 전환을 지원했고 그 결과 물가안정과 금리의 신속한 인하가 가능해졌다.

민간부문의 개입 (PSI)

한국의 경우, 위기 초기 단계에서는 위기 관리자로서의 IMF가 공공부문과의 분담형식으로 민간 부문의 개입을 체계적으로 이끌어내기에는 한계가 있었다. 왜냐하면 주요 회원국들이 시장 외적 수단을 동원하여 민간 부문의 움직임을 유도해 내기를 꺼려했고 그러한 조치들로 인해 신흥 경제국으로부터 자본이 대량 유출 될 것을 우려했기 때문이다. 그러나 주요 주주국들이 채무를 유지하기 위해 민간 부문을 개입시키겠다는 결정을 내렸을 때 IMF는 주요국 정부들간의 정보교환과 합의사항 준수 감시체제 구축에 유용한 역할을 수행하였다.

초기에는 주요 IMF 회원국 정부들이 공동 대처하기를 꺼려했기 때문에 IMF가 할 수 있는 일은 지극히 제한적이었다. 1997년 12월 24일 주요 국제 은행들이 은행간 부채를 차환하기로 합의한 것은 한국 위기에 있어서 전환점이 되었다. 한국의 단기 대외 부채의 대부분이 은행간 부채였기 때문에 이러한 접근 방안은 성공을 거둘 수가 있었다. 그러나 보다 일찍 한국의 민간부문을 개입시키는 것이 바람직했을 것으로 판단된다.

브라질에서의 두번째 프로그램 경험으로 미루어 보아 민간 부문의 “자발적”인 참여를 유도하기 위해서는 신뢰도가 높은 프로그램이 필요하다.

브라질이 고정환율제를 포기하고 브라질에 대한 새로운 IMF 프로그램에서 인플레이션 목표제를 조건부로 한 후에야 비로서 국제 은행들은 최소한 6개월간 브라질에 대한 무역 및 은행간 여신을 유지하기로 합의했다. 일단 합의가 이루어지자 IMF는 중간 매개자로서 유용한 역할을 수행하게 된다.

인도네시아에서는 IMF가 기업 부채 구조조정 과정에서 기술적인 지원을 하긴 했으나 그 역할은 제한적이었다.

은행 폐쇄 및 구조조정

인도네시아와 한국의 경험으로 미루어 보아 성공적인 은행 폐쇄 및 구조조정 프로그램에는 투명한 규칙이 일관되게 적용되는 포괄적인 전략이 포함되어야 하며 그 전략은 널리 전달되어야 한다. 한국 프로그램은 초기부터 이러한 포괄적인 전략이 개발되어 있었기 때문에 대체적으로 그 목표를 달성했다고 볼 수 있다.

반면 인도네시아의 금융 부문 프로그램은 초기에는 포괄적 전략이 결여되어 있었고 관련 정책의 논리와 개요를 대중들에게 전달하는 데 실패한 결과 초

기에는 많은 어려움을 겪었다. 그리하여 1997년 11월, 16개 은행이 폐쇄됐다
가 다시 부활하게 된 상황은 위기를 진정시키기 보다는 악화시켰다. 1998년
4월 인도네시아가 은행 폐쇄에 성공한 것은 그러한 조치가 포괄적인 전략의
일부분이었으며 일반인들에게 제대로 전달되었고 일정하고 투명한 기준을
일관되게 적용하여 실시된 것이었기 때문이다.

11월 인도네시아에게 실제로 제공된 부분 보증 (partial guarantee) 보다 포
괄 보증 (blanket guarantee) 이 제공됐어야 하는지의 여부는 신중한 고려를
요하는 사항이다. 11월에는 아직 금융 위기가 전체적으로 확산된 상태가 아
니었기 때문에 부분보증이 적절했다는 것이 평가서의 지적이다. 궁극적으로
1월에 도입된 포괄 보증은 악용되어 금융구조조정의 재정적 비용을 증가시
키는 결과를 낳았다. 은행구조조정에서 어떤 성격의 보증이었느냐 보
다는 초기에 포괄적이고 잘 전달된 전략이 없었다는 점이 더 문제였다.

구조조정의 이행조건

3개국 프로그램이 모두 구조조정을 조건부로 한 것이었지만 이와 관련된
각국에서의 경험은 다양한 양상을 띄고 있다. 인도네시아와 한국의 경우, 특
히 1998년 인도네시아 프로그램에 있어서, 거시경제에 큰 영향을 미치지 않
는 몇 개 분야에 대해 광범위한 구조조정 이행조건이 적용되었다는 것이 특
징이다. 브라질 프로그램의 구조조정 조건은 재정적 구조개혁과 신중한 규제
에 국한되었다. 이러한 차이점은 브라질에서는 아시아와는 달리 왜곡이 없
었음을 보여주고 있다.

금융부문의 재할 및 개혁 조치는 인도네시아에서도 한국에서도 필요했던
것으로서 양 프로그램에 다 포함되어 있었다는 것은 적절한 일이다. 인도네
시아의 경우 법률체제 개혁을 포함한 다양한 방법으로 기업 구조조정을 실
시하는 것도 중요했으나 첫 두 프로그램에서는 그것이 결여되어 있었다. 인
도네시아와 한국 프로그램에 포함된 여러 비금융 부문 구조개혁은 장기적인
경제능률의 향상에는 도움이 되었을 수 있겠으나 당장 직면한 위기 해소 방
안으로는 불필요한 것이었다.

인도네시아의 경우 과거의 청산만이 신뢰를 회복시켜 줄 수 있다는 몇몇
IMF 주요회원국들의 주장을 반영하여 1월 프로그램에는 지배구조 관련 조
치들이 많이 포함되어 있었다. 그러나 평가서에 따르면 비금융 부문의 구조
조정 이행조건의 증가로 인해 안정회복에 더 중요한 금융 부문 주요 개혁에
대한 초점이 흐려졌다는 것이다. 구조조정 조건의 확산은 최고위 정치권의

개혁 실행 의지를 상실 시키고 구조조정 불이행을 초래하여 시장 신뢰에 타격을 입혔다.

홍보전략

신뢰회복 프로그램에는 그 프로그램의 논리를 일반 대중과 시장들에게 전달할 수 있는 전략이 포함되어야 해당국가의 개혁 의지 및 신용을 향상시킬 수 있다. 3개국의 초기 프로그램 중에는 이와 같은 전략을 포함한 것이 하나도 없었다.

효과적인 대외 홍보는 프로그램에 대한 광범위한 지지를 구축하기 위해 필수적인 것이다. 마찬가지로 시장과의 효과적인 대화가 이루어지면 시장의 기대 사항을 이해하게 되기 때문에 프로그램 설계가 개선될 수 있으며 프로그램에 대한 신뢰도를 강화할 수 있을 것이다. 그러므로 IMF 가 특정 프로그램의 논리와 전략을 분명히 설명하면서 관련 리스크를 구체적으로 열거하고 이에 대한 광범위한 정책적 대응을 제시하는 것은 중요한 작업이다.

4. 위기재발방지를 위한 IMF의 개선책

압박 실험적 (stress testing) 접근방법

한 국가의 자본계정위기 발생 가능성을 분석함에 있어 “압박 실험”적 방법을 채택하는 것이 바람직하다. 2002년 9월 개정된 현행 지침 하에서는 감시에는 “시장심리에 영향을 미칠 수 있는 기본 경제 요소” “세계 시장의 양상속에서 발생할 수 있는 리스크” “자본 흐름의 갑작스러운 변동에 대한 국가의 대처 능력에 영향을 미치는 제 요소” 등을 포함하는 위기 촉발 요인들에 대한 포괄적 평가가 포함되어야 함을 시사하고 있다. 이러한 접근방법은 더욱 확대되고 체계화되어야 한다.

자문 보고서는 가까운 장래 한 국가 경제가 직면할 수 있는 주요 위기를 항목별로 열거하고 이러한 위기의 실질적 금융적 여파를 검토해 보며 (순자산구조 악화효과 포함) 이에 대한 당국의 대응책에 대한 논의를 포함할 수 있다. 그러한 논의에는 재정 자동 안정화 장치로서 그리고 가장 취약한 사회계층에 대한 위기 피해 최소화 수단으로서의 기존 사회 안전망의 효력도 포함되어야 할 것이다.

정책결정에 제약을 가할 수 있는 정치적 요소를 광범위하게 이해하기 위해

고위 경제 관리들뿐만 아니라 특히 국내외 금융 업계 인사들과 보다 폭 넓은 대화를 추구해야 할 것이다.

감시결과의 투명화, 공개화

IMF는 감시결과의 영향력을 강화하기 위해 추가적인 조치를 취해야 한다. 여기에는 IMF 스탭의 평가를 보다 투명하게 하고 대중에 대해 공개하는 것이 포함된다.

최근 수정된 관찰 지침 하에서는 IMF의 정책 권고 결과를 보다 체계적으로 평가 기록하게 되어 있으며 정책 권고에 대한 당국의 의견을 게재할 수 있는 기회도 부여하고 있다. 이러한 평가의 효력을 높이기 위해 IMF는 몇 차례의 감시를 거치고도 문제에 대처하지 않을 경우에 대비한 보다 강도 높은 경고 전달 절차의 개발을 생각해 볼 수 있다.

IMF는 또한 당국이 중대한 부분에 있어서 IMF 스탭의 진단과 의견을 달리할 때 외부로부터 “제 3자적 의견”을 들어보는 가능성에 대해서도 검토해 보아야 할 것이다. 이는 감시 과정에서 논란의 대상이 되는 현안들을 객관적으로 처리할 수 있는 능력을 향상시킴으로써 관찰의 영향력을 더욱 증가시킬 수 있다. 또한 보다 강도 높은 경고 전달 체제 구축의 토대가 될 수도 있다.

IMF는 당사국이 이의를 제기하지 않는 경우로만 국한시키는 현재의 관행에서 벗어나 자문 보고서를 반드시 출판한다는 전제로 선회해야 할 것이다. 그렇게 되면 위기 예방을 겨냥한 구조개혁 필요성에 대한 논의가 보다 정확한 정보를 토대로 이루어질 수 있을 것이다. 보고서의 출판은 또한 IMF가 특정 국가에 대해 프로그램을 실시해야 할 경우 필요하다고 느껴지는 개혁의 타당성을 대중들에게 보다 효과적으로 전달할 수 있는 방법이 될 수 있다.

IMF 프로그램 설계의 재검토

자본계정위기 대처 프로그램 설계에 대한 IMF의 접근방법을 포괄적으로 재검토해 볼 필요가 있다.

첫째, IMF 위기관리 프로그램의 가장 중요한 목적은 신뢰 회복이어야 한다. 둘째, IMF프로그램 설계는 기업 재무구조의 취약점과 주요 거시경제적 변수의 상호작용은 경제의 반응 양상에 중요한 영향을 미친다는 점에 주목하

여 한다.

셋째, IMF 프로그램은 또한 불리한 결과가 발생할 경우 이에 유연하게 대처할 수 있도록 설계되어야 한다. 자본계정위기에 있어서 주요 변수들의 대변동은 초기에 설계한 프로그램을 쉽게 무용화 시킬 수 있으며 실패한 프로그램에 매달리는 듯한 인상은 시장 심리에 타격을 입힐 수 있다. IMF 프로그램 관련 문서는 경기 침체가 예상보다 심각한 하강곡선을 그릴 때 거시경제정책적 차원에서 어떻게 대처할 것인가를 구체적으로 설명할 수 있어야 하고 이는 대중들에게 명확히 전달되어야 한다.

넷째, 특정 위기를 계기 삼아 당면한 위기 극복에 당장 필요하지도 않은데 오랫동안 지연되어 왔던 타 부문의 개혁을 강요하는 것은 그것이 아무리 바람직한 일이라 하여도 피하는 것이 좋다.

충분하고 신뢰할 수 있는 금융지원

금융지원 총액을 부풀리기 위하여 불확실한 조건 하에 제공된 지원 공약을 포함시키는 것은 IMF 구제 노력의 신빙성을 실추시킬 위험이 있다. 이는 IMF가 위기 관리자로서의 역할을 효과적으로 수행해 나가기 위해서는 자체적으로 충분한 금융 자원을 보유하고 있어야 하거나 외부로부터 자금을 지원 받는 경우 예측 가능하고 통일된 하나의 조건 체계 안에서 운용되어야 한다는 것을 의미한다.

다른 국제 금융 기관으로부터의 금융지원을 요청하는 경우 처음부터 그 가입 조건을 명백히 해야 하며 이견 조정 방법과 이들 기관의 의견이 프로그램 설계에 반영되는 방식 등에 대한 구체적인 언급이 있어야 한다. 이는 특히 지역 개발 은행과의 협조에 있어서 매우 중요한 사항이나 현재는 체계화된 절차가 존재하지 않는다.

위기 관리자로서의 IMF의 역할 증대 필요

IMF의 경영진은 이사회 및 회원국들에 대해서 위기극복의 성공가능성에 대하여 솔직하여야 한다. 또한 스태프의 기술적 판단에 대하여 정치적인 간섭이 있어서는 안 된다.

IMF는 보다 폭 넓은 협조가 한국에서의 경우와 같이 “집단 행동” 상의 계약을 극복하는데 유용할 수 있는 상황을 파악하는 데 있어 중심적인 역할을 해야 한다. 이는 최근 새로 구축된 대화 체계를 통한 민간부문과의 보다 심

도 있는 대화를 토대로 이루어져야 한다.

IMF 스태프의 훈련

IMF가 위기발생시 적시에 대응할 수 있도록 인적자원이 갖추어져야 한다. 또한 민감한 문제를 제기한다고 하여도 이들 스태프들을 보호하여야 한다. 다시 한번 강조하면, 지역 및 개별국가의 경제사정과 정치경제적 분석에 정통한 스태프를 충분히 확보하는 일이 중요하다.

The IMF and Recent
Capital Account Crisis: Korea

Jong-Nam Oh

- It is my great pleasure to be here today and to participate as one of discussants on this timely issue Independent Evaluation Office (IEO) of the Fund raised through the publication of their findings. IEO does an excellent job to carefully re-examine the crisis of 1997 in order to extract valuable lessons and recommendations for Korea.
- The period of September 1999 to January 2001 as an Alternative Executive Director at the IMF gave me a precious chance to get an exclusive look at the decision-making process of the IMF. So I would say that I am in a position to better understand the IMF.
- Now the crisis is **six** years behind us and Korea has made a remarkable recovery after a period of considerable economic pain and dislocation. Economic growth resumed just fourth quarter after the start of the crisis, and the lost ground had been recovered in less than two years. The challenge now is to put the economy on a path of stronger and more sustainable growth.
- The IMF program, which had prescribed tight fiscal and monetary policies, remained on track until the second half of 1998. Despite their contractionary impacts, the IMF-supported stabilization policies did contribute to an early restoration of investor confidence in the Korean economy as well as the accumulation of a large current account surplus and improvement of the nation's sovereign credit ratings.
- Today I **will** try to identify some of the lessons of my own version that should be drawn from financial crisis experience.

(Macroeconomic Policy needed Micro-foundation Approach)

- Setting monetary and fiscal policy in crisis situations is by no means an easy task and even expert economists might easily be confused about the precise course chosen. Perhaps the most important lesson is that in a situation of pervasive uncertainty, it is essential to monitor the program closely through regular reviews so that it can be modified in line with changing circumstances.
- Unfortunately the regular IMF's Article IV consultations before the crisis did not adequately assess the micro aspects such as firm's corporate governance, ownership structure, debt/equity ratio and financial sector BIS problems.
- For instance, Korean firms' high indebtedness as well as higher financing costs compared to international level were much **talked-about** issues before the crisis. IMF's initial rescue package program did not fully incorporate the fact that the possible negative impact arising from firm's high debt/equity problem clearly linked to financial sector vulnerability.
- In Korea, total corporate debt was already more than one and a half times the level of annual GDP, extremely high compared to most economies. About one third of this had been allocated of firms whose earnings before tax were smaller than the interest payment obligation. A sharp increase of interest rates in this situation magnified potential non-performing assets, deepened the financial crisis, and increased the ultimate burden on taxpayers.
- In this context, IEO's recognition about the importance of a precise pre-crisis surveillance especially in the area of microeconomic-structure let alone about the macro side story is a critical checking point. IEO, under the benefit of hindsight, rightly

picked up **BIS** problems of financial sector and corporate sector as well as governance **issues** that were needed an intense examination.

(High Interest Rates)

- Numerous research studies have investigated whether monetary tightening is effective in supporting the exchange rate during financial crises of this sort. Results differ, but I read them as broadly supporting the view that so long as interest rates are in a reasonable range monetary tightening will help strengthen the currency.
- Proponents of the policy such as Fischer (1998) suggest that the high interest rate policy helped stabilize exchange rates during the crisis. By restoring confidence and fostering needed corporate restructuring, the policy encouraged capital inflow to, or discouraged capital outflow from, countries in crisis, which subsequently strengthened their currencies.
- Opponents of the policy such as Furman and Stiglitz (1998) argue that the high interest rate policy destabilized exchange rates by raising corporate bankruptcies, which accelerated capital outflows.
- Since the debate has still been an on-going issue, I think that IEO's further investigation on this topic of high interest rates are in order.

(Speed and Sequencing of Economic Reforms)

- In an economy where the initial problems were very deep and the gap between international standards and domestic practice was wide, the speed of reforms, including the opening of the capital market and the introduction of global standards, may have to be tuned with the society's capacity to endure the economic contraction.

- If a social safety net is not well established to accommodate a sharp increase in the unemployment rate, and if increasing social tension cannot be properly soothed by the political leadership, too ambitious a speed of reform can backfire, putting at risk the reform process itself.
- Thus I strongly support that IEO's plan to develop sufficient staffs with country-specific experience and political economy skills is quite a carefully chosen proposal.
- The Korean corporate sector problem was extraordinarily deep. According to a study by Nam(2000), about 25 percent of corporate firms, accounting for 40 percent of total borrowings, had an interest rate coverage ratio below one in 1999. Therefore, in terms of the amount of debt, about 40 percent of firms were not able to pay interest out of their earnings.
- Other studies show similar results. According to an analysis undertaken by the BOK of 3,701 companies in the manufacturing sector, roughly one in four manufacturers were unable to pay their financial costs with their cash income in 1997. A more recent BOK study of 1,807 firms for the first half of 2000 found that about 27 percent of firms still had an interest coverage ratio of less than one.
- In such a situation, the rapid introduction of global standards in banking supervision (e.g., loan classification based on forward-looking criteria) and accounting caused a flood of **NPLs** in the financial sector. This in turn would cause the bankruptcy and liquidation of many de facto insolvent firms and a sharp increase in unemployment.
- In order to deal with these problems properly, an economy must first mobilize sufficient public funds to re-capitalize troubled financial institutions on one hand, and to deal with high unemployment on the other. Otherwise, the resulting social tension may frustrate the reform

process itself. Thus, a dilemma is faced in a crisis-hit country regarding the speed of reform: if it is too slow, foreign confidence cannot be recovered **quickly**; if it is too fast, the domestic political economy cannot digest it.

(Financial Reform)

- IEO report on capital account crisis only deals with the past but **does** not cover the story aftermath the recovery driven by the Fund rescue package. So I think the IEO assessment report describing the performance of Korea in her effort of the road to recovery is much needed. This is because in some cases, a country's economy might falter again **in just less than three years** after the IMF package program.
- On that score, I **briefly present the case in Korea, as a an example**, in the method of financial reform.
- The method employed in financial reform in Korea **can be** best be described as twin-pronged. On one hand came the injection of public funds. The Korean government raised 104 trillion won in public funds in two separate exercises through the issue of bonds **backed by guarantee**.
- The greater part of the public funds raised were used to heighten the soundness of the financial sector through the repayment of deposits of failed or exited banks, the recapitalization of fragile banks, and the purchase of banks' non-performing loans. In particular, in the process of injecting public funds into financial institutions, the principle of the survival of the fittest was strictly applied. Those deemed unviable were resolutely forced to exit while those deemed viable were revitalized through active support.

- Another prong of the reform exercise was a resolute drive for internal reform by the financial sector itself. While the government eased the burden of the overhang of bad loans through its injection of public funds, the banks undertook a wrenching process of reform at their own initiative. The number of banks was reduced by exits and mergers from 33 to 20 and their staff declined by 40 percent.
- Furthermore, the principle of management accountability was established and matching incentives provided for, while internal control was strengthened with a focus on the overall management of risk. There has also been brisk **activities** in business tie-ups across financial boundaries. Together with this, a continuing drive has been mounted to construct market-oriented financial systems while a partial deposit insurance scheme has been introduced in order to reduce moral hazard on the part of financial institutions or depositors.
- The financial reform carried out in Korea over the last four years has actually gone far beyond the scope and the severity demanded by the IMF. It can be assessed as constituting a rapid and thoroughgoing structural reform, the like of which is hard to find elsewhere.
- The reform process brought many hardships and ordeals to the Korean public. Its fruit, however, has been by no means trifling. Above all, there has been a huge improvement in the soundness and profitability of banks. The share of banks' non-performing loans in their total loans was cut from 12.9 percent at the end of 1999 to 3.3 percent at the end of September 2003.
- According to statistics compiled by "The Banker", the return on assets of ten major Korean banks rose to 0.85 percent for fiscal 2001, which was not far behind the figures for prominent banks worldwide. Meanwhile, the average BIS capital adequacy ratio of Korean commercial banks moved up sharply from 7 percent as of the end of 1997 to 10.8 percent as of the end of the year 2001.

- Not only has the financial system been revitalized but corporate fundamentals have also become healthy. The debt to equity ratio in manufacturing, which had reached 400 percent in 1997, was brought down to 136 percent by 2002. This is lower than those of the U.S.(167.3%) and Japan(162.5%). As a climate favouring sound management practices has gradually taken hold, corporate profitability has greatly increased.
- Together with this visible improvement in the indicators of banks' management performance, there have been numerous changes in their practical methods of operation. A system of handling the processing of loan applications has become generalized(**has taken roots? or has become commonplace?**) in which judgements are arrived at independently by a credit screening body following scientific(**professional?**) appraisal.
- Reflecting the new paradigm in which profitability is paramount, new systems are emerging in which business units operate as independent profit centers, or relationship managers deliver a comprehensive range of financial services to companies. Internet banking was launched in Korea in July 1999, and its users now number 15 million, **thanks to Korea's global edge in IT infrastructures.** It is bringing immense changes in the pattern of banking operations.

(Measures to Prevent Future Economic Crises)

- Now that the real objective of the IEO report is for us to have more clear vision of forward-looking perspective, I want to present some measures to prevent future crisis.

(Economic Fundamentals Matters)

- The main lesson from the analysis of Korean crisis is that the problems intrinsic to the economic system should be cured fundamentally so that a crisis does not recur.
- The 1997 economic crisis was caused by over-borrowings by firms, financial sector weakness, inefficiency in the economic system, and policy mistakes. All of these factors are fundamental problems of the Korean economy; they had all been causes of past crises. Measures to prevent future crises should focus on resolving these fundamental problems.
- The measures so far were undertaken to establish the proper environment to enable firms and financial institutions to do business in a changed manner. The undertaking of such measures is one thing, and whether the firms and financial institutions will actually change their attitudes is another.
- Firms and financial institutions should reinforce their business competence by themselves, lest they confront crisis again. Their doing so will constitute the last stage of the crisis resolution policy for the 1997 crisis. Only after this has been achieved will it be possible for the current structural adjustment policy to finish.

(Restructuring Efforts to be Continued)

- Introduction and implementation of the concept of the so-called second-generation reform is necessary for the success of the second stage structural adjustment policy. While the first-generation reform typically involves liberalization, stabilization, and selected structural reforms, the second-generation reform focuses on deeper and broader institutional reform, to enhance institutional capabilities (World Bank 1997).

- The first-generation (**first-stage? or first-phase?**) reform can mostly be enacted through executive order, and thus the main actors are limited to the few elite technocrats. The second-generation(**second stage or second-phase**) reform, however, relates to all those affected by the institutional change. This implies that the government should refrain from initiating reforms, and ways should be opened for all interested parties to participate in the reform process, that is, in identifying the problems, improving institutions, and creating a new economic order, all with the willingness for mutual understanding and compromise.

(Preemptive macroeconomic Policies)

- Macroeconomic policy, moreover, as a part of the crisis prevention measures, should be implemented in a different manner from in the past.
- It is the timing of a stabilization policy that matters. In the past, poor timing of(**ill-timed?**) stabilization policy typically lessened the effects of stabilization policy. Stabilization measures were introduced just when the economy had begun to stagnate after a long period of boom, and seldom contributed to preventing recurrence of crisis.
- If a stabilization policy is to be used, it should be implemented in a preemptive manner, so that it can prevent an exceptional boom or wide-spread speculation, which is one of the main macroeconomic causes of an economic crisis. Even in that case, of course, the authorities must remember that microeconomic means to reduce corporate over-borrowings and restrain banks' exposures are no less important in achieving the purpose than aggregate demand management.

(Long-term Capital Inducement & Proper Supervision Policy)

- As IEO already pointed out in its report, Korea went through the reverse of the proper order when opening the capital account. Even while there were various restrictions on foreign direct investment and long-term borrowing, we liberalized short-term borrowing. And this was done without any kind of **prudent or proper**, supervisory infrastructure in place.
- Short-term capital flows, on occasions, may pose systemic risk to the Korean economy. Accordingly, more efforts should be made to design policies that promote long-term capital inflows. The efficient management of foreign debt is another area of keen interest, since the inefficiently managed foreign debt may trigger speculations by foreign investors.
- Moreover, the roles of stockholders, employees, creditors and customers, in checking and monitoring the behavior of firms or financial institutions, should also be strengthened. In addition, the government should enact regulations and laws ensuring that firms and financial institutions operate on their own initiative and exert their creativeness freely, and that they also assume responsibilities consonant with their new freedom to choose.

(Closing Remarks)

- **Again, I very much appreciate and highly praise IEO's genuine efforts and courage in its careful, frank explanations of their mistakes (shortcomings?)** Surely IEO's valuable report will be a strong benchmark for the future unexpected crisis.

- The most important lesson and it is actually an old one, is that -- the "ownership of the reform" and adjustment program by the country implementing it -- is important to the program's success and to convincing financial markets that the program will succeed. "Reform ownership" and "IMF guidance" must go hand in hand for a successful and prompt recovery.

Thank you so much.

References

Coe, David T. and Se-Jik Kim, 2002, "Korean Crisis and Recovery," IMF and Korea Institute for International Economic Policy.

Fischer, Stanley, 1998, "The Asian Crisis: A View from the IMF," IMF.

Furman, Jason and Joseph Stiglitz, 1998, "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia," Brookings Papers on Economic Activity, No. 2, Brookings Institution.

IMF, 2003, "IMF and Recent Capital Account Crises: Indonesia, Korea, Brazil," Evaluation Paper.

Lee, Jong Kyu, 2001, "Korean Experiences of Economic Crisis Resolution," The Bank of Korea.

Nam, Joo-Ha, 2000, "Non-Performing Assets of the Korean Banks," mimeo, Sogang University, September(in Korean).

Stiglitz, Joseph E., 2002, "Globalization and Its Discontents," New York: Norton.

Fischer, Stanley, 1998, "The Asian Crisis: A View from the IMF," IMF.

Furman, Jason and Joseph Stiglitz, 1998, "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia," Brookings Papers on Economic Activity, No. 2, Brookings Institution.

Nam, Joo-Ha, 2000, "Non-Performing Assets of the Korean Banks," mimeo, Sogang University, September(in Korean).

IMF와 최근의 외환위기: 한국의 사례

오 중 남 통계청장님

(인사말)

본인은 1999년부터 2001년까지 IMF 대리이사로 근무하면서 IMF의 의사결정 과정을 관찰할 수 있는 귀중한 기회를 접해보았음. 그렇기 때문에 본인은 IMF에 관해 조금은 잘 이해할 수 있는 입장에 있다고 말할 수 있겠음

한국이 외환위기를 맞은 지도 이제 6년이 지났음. 그동안 상당한 경제적 고통도 있었지만 지금은 괄목할 만한 경제회복을 일구어냈음. 이제 한국 경제가 당면한 과제는 보다 견실하고 지속적인 성장을 위한 발판을 마련하는 일이라고 할 수 있음

IMF가 적용한 바 있는 긴축 재정·통화 정책은 한국이 대규모 경상수지 흑자와 국가신용등급의 개선을 실현할 수 있도록 하였을 뿐만 아니라, 한국 경제에 대한 투자자들의 신뢰도를 조기에 되돌려 놓는 데 기여하였음. 오늘 본인은 외환위기 과정에서 느꼈던 나름대로의 교훈들에 관한 얘기를 하고자 함

(미시적 접근을 필요로 하였던 거시정책)

좀 안된 일이긴 하지만 외환위기를 겪기 전만 해도 통상적으로 개최되었던 IMF의 연례협의를 기업의 지배구조라든가 소유구조, 부채비율, 그리고 금융기관의 BIS 문제들과 같은 미시적 측면을 제대로 들여다 보지 못했다고 봄. IMF가 초기에 적용했던 구제금융 프로그램은 필시 금융부문의 취약성과 관련이 깊은 기업의 부채비율이 가져다 줄 부정적 영향에 관해 충분히 고려하지 못했음.

이러한 점에서 IEO가 위기 이전 단계에서는 특히 미시경제 구조 분야에 관해 면밀하게 관찰하는 일이 중요하다고 보고있다는 사실은 시사하는 바가 큼.

(고금리 정책)

고금리 정책이 환율안정으로 이어지는 지 여부에 관하여는 의견들이 분분함. 하지만 개인적으로는 금리가 합리적인 범위 내에서 움직이는 한 긴축 통화정책은 환율안정에 기여한다고 봄. 고금리와 환율 안정간의 연계성에 관한 IEO측의 추가적인 연구는 적절한 것이라고 생각함.

(경제개혁의 속도와 순서)

국제기준과 위기발생 국가의 관행간에 차이가 클수록 자본시장 개방, 국제적 관행의 도입 등과 같은 개혁 조치는 해당 국가가 감내할 수 있는 범위 내에서 추진되어야 함. 예를 들어 사회안전망 제도가 정착되어 있지 않은 경우 실업 급증은 정치 지도력만으로 수습될 수 없는 사회불안으로 이어져 개혁자체가 위협에 빠질 수가 있음

한국의 경우 기업부문의 문제는 기이할 정도로 심각했었음. 즉, 1999년의 경우 전체 기업 중 40%가 높은 부채비율로 인하여 이자보상배율이 1%선을 밑돌았었음. 기업의 40%가 자체수익으로 이자 상환을 못하는 상황이었던 것임.

이러한 여건하에서 금융감독과 관련한 국제기준을 급격히 도입(예: 미래 부채상환 능력을 평가하는 FLC기준 도입 등)하게 되면 부실채권의 급증으로 이어져 대규모의 파산과 부실기업의 퇴출, 그리고 실업으로 이어질 수가 있음

이러한 문제를 방지하려면 위기발생 국가는 우선 공적자금을 충분히 조성하여 부실금융기관의 자본을 확충하고 동시에 실업문제를 해결하여야 함. 즉, 위기발생 국가는 개혁의 속도를 신중하게 검토하여야 함

(금융개혁)

IEO의 외환위기 보고서는 과거의 측면만 고려하고 구제금융 프로그램의 후속결과에 대하여는 상대적으로 소홀하다는 느낌임. 본인이 생각하기에는 한

국이 경제회복을 위해 노력해 오면서 이루어낸 여러 가지 성과들을 정리한 IEO의 평가보고서가 작성될 필요가 있다고 봄.

한국의 금융개혁은 two-pronged 방식으로 추진되었음. 한편으로는 104조원 규모의 정부보증 채권발행을 통해 공적자금을 투입한 일임. 또 다른 한편으로는 금융권 내부의 강도 높은 자구적인 구조조정을 추진한 일임

지난 4년간 한국의 금융개혁은 IMF의 요구나 기준을 능가하는 강도높은 것이었음. 이러한 예는 다른 나라의 경우에는 유례가 드문 경우라고 생각함

결과적으로 금융권의 건전성과 수익성이 대폭 개선되었음. 1999년에 12.9%에 이르렀던 금융기관의 부실채권 비율은 2003년에는 3.3%로 개선되었음

금융기관의 건전성과 함께 기업의 펀더멘털도 개선되었음. 1997년 400%에 달하던 기업의 부채비율이 2002년에는 136%로 개선되었는 바, 이는 미국의 167.3%나 일본의 162%보다도 낮은 비율임

수치상의 변화와 함께 금융기관들의 대출심사 등 경영방식도 개선되었음. 수익이 우선시되는 새로운 경영환경에서 금융통합 서비스, 인터넷 뱅킹 등이 자리잡아 가고 있음. 1999년에 개시된 인터넷 뱅킹의 경우 1,500백만명의 인터넷 사용자를 보유한 IT 강국인 한국에서 차츰 뿌리를 내려 가고 있음

(향후 경제위기 재발 방지 대책)

향후 위기 재발 방지를 위한 조치들을 몇 가지 제시하고자 함

(경제 펀더멘털이 중요)

경제시스템에 내재하는 문제들을 근본적으로 해결해야 함. 근본적인 문제들은 기업 과잉대출, 금융부문의 취약성, 경제구조의 비효율성, 정책혼선 등을 들 수 있음.

지금까지의 정책은 기업과 금융기관들이 변화된 방식에 입각하여 경영할 수 있는 환경을 조성하는 것이었음. 그러나 이와 함께 기업과 금융기관들의 경

영관행을 바꾸는 것 또한 중요한 일이라고 봄

기업과 금융기관들은 스스로 경쟁력을 강화해야 함. 경쟁력 강화야말로 1997년 이후 추진되어 온 구조조정이 잘 마무리될 수 있도록 하는 마지막 수순이 될 것임

(지속적인 구조조정 노력)

1세대 개혁이 자율화·안정화·선택적 구조개혁을 수반하고 있다면, 2세대 개혁은 보다 심도있고 폭 넓은 제도개혁에 초점이 맞추어져야 함

1세대 개혁이 소수의 관료에 의한 행정력을 통해서 이루어지는 반면, 2세대 개혁은 제도의 변화에 영향을 받기 때문에 정부는 개혁을 주도하는 것을 자제하고 이익집단이 개혁 과정(즉, 문제확인, 제도개선, 새로운 경제질서 마련)에 참여할 수 있도록 하여야 함

(선제적인 거시경제정책)

위기 방지 대책으로서의 거시경제정책은 과거와는 달라야 함
과거에는 안정화정책이 적시에 이루어지지 못하여 큰 효과를 거두지 못하고 위기의 재발 방지에도 기여하지 못했었음

그러므로 안정화정책은 예외적인 경기확장이나 만연하는 투기를 막을 수 있도록 선제적인 방법으로 이루어져야 함. 물론 이 경우에도 정책당국은 기업의 과도한 차입 축소와 같은 미시적인 정책에도 소홀히 하면 안될 것임

(장기적 자본유치와 적절한 감독정책)

한국은 외국인 직접투자와 장기 외채에 대한 규제가 작동하고 있는 상황에서 단기 외채만을 자유화했었음

단기적 자금유입은 한국경제에 구조적인 위험요인이 될 수 있기 때문에 장기 자본유입을 촉진할 수 있는 정책을 마련해야함

기업과 금융기관들의 부당행위를 감시할 수 있는 주주·고용인·채권자·고객들의 역할이 강화되어야 함. 또한 정부는 기업과 금융기관들이 자발적이고 자유롭게 경영하는 가운데, 창조력을 도모하면서 선택에 상응하는 책임을 질 수 있도록 하는 법과 제도를 제정해야 함

(맺음말)

IEO의 보고서는 향후 예상치 못한 위기시에 큰 도움이 될 것임

중요한 교훈은 개혁에 대한 주인의식을 토대로 구조개혁이 지속적으로 일관되게 추진될 것이라는 점을 시장에 분명히 전달해 주는 일임. 성공적이고 빠른 경제회복을 위해 개혁에 대한 주인의식과 IMF의 지도력이 동시에 요구되고 있는 것임

Discussion on Evaluation Report by Independent Evaluation Office

by

Hak Kil Pyo

The Faculty of Economics

Seoul National University

pyohk@plaza.snu.ac.kr

In retrospect, the financial crisis in 1997 had forced the Korean society and its political economy to change drastically in many respects. Even though we are here today to assess only its economic impacts and post-crisis reforms, it may take many years to fully assess its socio-political impacts. Most of all, the value system and the ways of conduct by all economic agents including firms, households, and government seem to have changed drastically since the crisis.

At this point in time after six years since the IMF Executive Board approved the Stand-By-Arrangement of SDR 15.5 billion(US \$21billion) to Korea on December 4, 1997, the publication of the Evaluation Report by Independent Evaluation Office of International Monetary Fund seems timely and appropriate. The Report has addressed three aspects of crisis management programs by IMF: (1) Precrisis surveillance (2) Program Design and implementation and (3) Internal Governance. I have found the Report a well-balanced comprehensive and objective report on the three recent capital account crises: Indonesia, Korea, and Brazil. However, with reference to Korea, I want to make following comments on the Report.

(1) Precrisis Surveillance

The Report (p.2) correctly points out in its executive summary that IMF surveillance failed adequately to identify the risks posed by the uneven pace of capital account liberalization and the extent of banking sector weaknesses, owing to the adoption of a conventional approach that focused on macroeconomic variables. Chopra *et. al.*(2002) has already concluded that the Korean experience suggests that crisis prediction frameworks should pay greater attention to structural vulnerabilities and microeconomic performance. But it will be difficult to identify any quantifiable indicators to account for these factors. I propose to include the growth rates of reserve base (bank notes and coins issued and reserve deposits of Deposit Monetary Banks (DMB)) in the list of such indicators.

In case of Korea, a rapid contraction of reserve base started to occur during the first quarter of 1996, eighteen months prior to the December 1997 currency attack as shown in Figure 1. The average balance of reserve base in nominal terms was at peak in 1996 (24.8 trillion won) but declined very rapidly in subsequent years: 1997 (21.1 trillion won) and 1998 (19.6 trillion won). It started to increase only in 1999 (22.0 trillion won) and 2000 (26.4 trillion won) after the injection of massive public funds (117.9 trillion won by the end of 2000) to salvage failing banks and corporate sector. In other words, the domestic credit crunch as a result of large-scale corporate bankruptcies such as Hanbo Steel, Kia Automobile, and Sammi Steel etc. started well in advance of the actual currency attack. As the domestic credit crunch proceeded sending out the signal to the market that there was no longer too-big to fail phenomena and that the Korean government was not going to bail out big conglomerates, the remaining companies and banks went for short-term foreign loans to solve their liquidity problems worsening the mismatch between short-term liability and long-term assets.

When we estimated Harberger's before-tax gross rate of return (gross operating surplus/ gross capital stock) in OECD countries in Pyo and Nam (1999), two outliers had maintained extremely high rates of return: Korea maintaining 33.7% in 1971, 17.2 % in 1981 and Japan maintaining 31.2 % in 1971 and 16.7 % in 1981 respectively. Japan's rate of return started to fall steadily but remarkably after 1990 ultimately converging to OECD average by 1994. But Korea's rate of return reveals a faster rate of convergence. In particular, it fell very sharply after 1990 and reached 9.9 percent by 1994, which was lower than Japan's rate of return (11.9 %) and the average of 10 OECD countries of which data were available (10.2 %). Therefore, the systemic risk inherent in Korean companies' excessive borrowing and low rate of return preceded well before the 1997 crisis.

(2) Fiscal Policy

The Report is right in pointing out that the initial fiscal tightening in Korea was not warranted in view of Korea's rapid output contraction because fiscal sustainability was not a major issue driving the evolution of the Korean crisis (p.3). However, it further argues that the initial fiscal tightening was not the cause of the output collapse and it was the result of balance sheet effects, which were not factored into program design. But this assessment is wrong because the initial fiscal tightening has sent strong signal to market participants that even the government budget is endangered and has lowered the public expectation for a recovery in the foreseeable future. Therefore, if IMF was

careful enough in assessing fiscal fundamentals in Korea before the crisis, moderate fiscal expansion rather than fiscal tightening must have been designed and implemented at the initial stage of the crisis.

(3) Monetary Policy

Regarding the monetary policy, the Report (p.49) concludes, “It can be argued with hindsight that the tight monetary policy in Korea was continued for too long in face of unexpected sharp output contraction. However, the period in which rates may have been higher than necessary was relatively short and the delay in monetary loosening was not the major factor causing the recession.”

But indeed extremely high rates of interest above 20 percent level continued to exist nearly six months after the crisis and definitely contributed to accelerating output contraction by depressing both ordinary consumption demand and normal business activity including payments to subcontractors and opening letter of credit, etc.

For this reason, I would argue that the high interest policy at the initial stage of the Fund program may have contributed to stabilizing the exchange rate but aggravated the sharp cutback in domestic demand. For the same reason, as I have pointed out in Pyo(2003), the sudden imposition of the BIS standard (minimum 8 percent rule of maintaining banks’ own capital) was not a realistic goal for the economy which had maintained 33 – 37.5 percent domestic savings rate, 34- 40 percent ratio of gross domestic investment and high debt-to-equity ratio (524 percent for the big-30 conglomerates, 467 percent for the big-5 and 350 percent for Non-chaebol companies as of end of 1997).

As the Report (p.36) correctly points out, interest rate policy poses special problems in situations of “twin crises” in which a balance of payments crisis triggered by capital outflows takes place simultaneously with a banking crisis. The Fund’s monetary policy in their crisis management program seemed to have failed in detecting the true nature of Korea crisis as “twin crises” and therefore, maintained the tight monetary policy for too long until the unexpectedly sharp contraction occur. In my view, Korean won got stabilized around April 1998 not because the excessively high interest rates had been maintained but because the rollover agreements with major creditor banks(March 16, 1998) backed by the second line of credits committed by Fund’s major shareholders were to be completed by that time.

(4) Communication Strategy

Finally, the Report(p.43) is right in pointing out that all three country programs initially suffered from the failure to communicate their logic to the public and the markets to enhance country ownership and credibility. In case of Korea, the Fund seems to have overdone in communication strategy. As I recall, the Managing Director had met the opposition party leaders, labor union leaders and presidential candidates to solicit endorsement on the negotiated crisis management programs.

To the eyes of Korean public, the image of IMF was projected very negatively and the credibility of the government was further eroded. I think at the time of crisis, the Fund should abide by the rule of dealing with the current regime and government however weak they are. Otherwise both public and the government will blame the Fund not themselves for creating the crisis to begin with. This is one of the reasons why, after so much having been done by the Fund, the public image of IMF in Korea is still not that positive.

References

Chopra, A. K. Kang, M. Karasulu, H. Liang, H. Ma, and A. Richards, "From Crisis to Recovery in Korea : Strategy, Achievements, and Lessons", in David T. Coe and Se-Jik Kim eds. *Korean Crisis and Recovery*. International Monetary Fund and Korea Institute for International Economics Policy, 2002

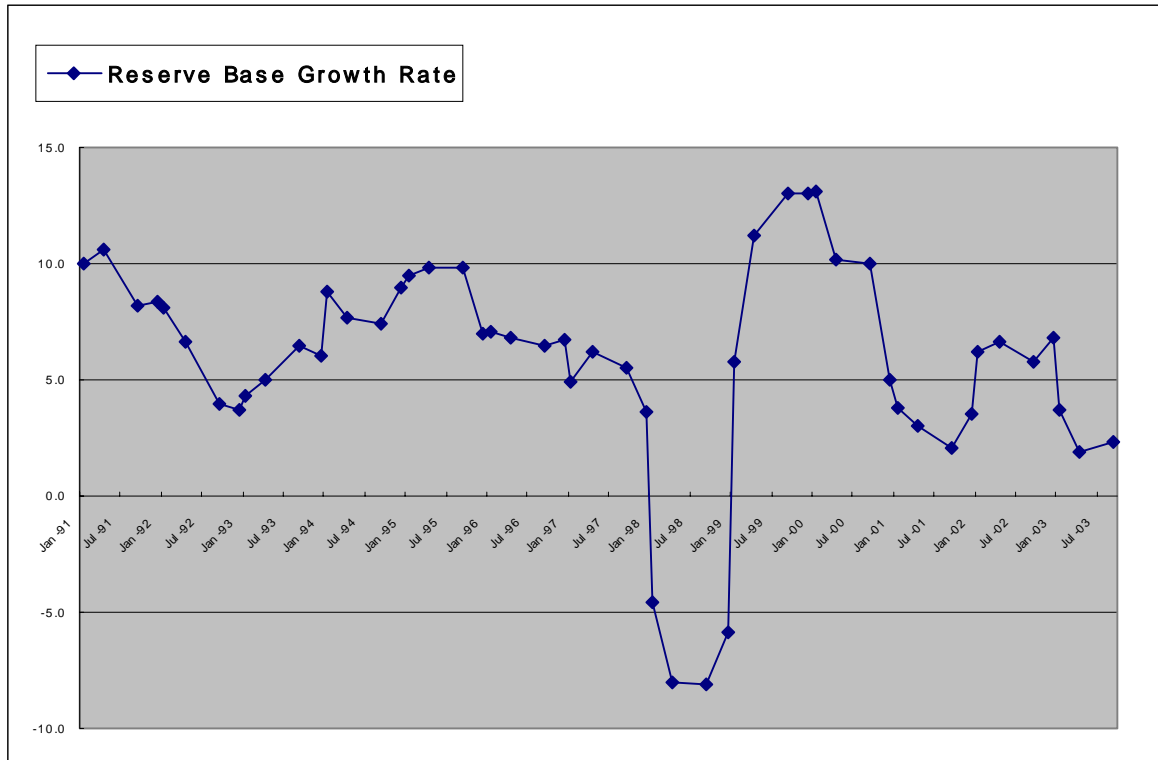
Pyo Hak K, "Interdependency in East Asia and the Post-Crisis Macroeconomic Adjustment in Korea", paper presented at Research Institute, Ministry of Economy, Trade and Industry(RIETI)-Keio Conference on Japanese Economy on May 30, 2003 in Tokyo.

Pyo Hak K. "Excess Competition, Moral Hazard and Industrial Trauma in Korea, 1997-8", in U. Dadush, D. Dasgupta, and M. Uzan eds. *Private Capital Flows in the Age of Globalization: The Aftermath of the Asian Crisis*, Edward Elgar, Northampton, MA, The World Bank 2000

Pyo Hak K. and Kwanghee Nam, "A Test of the Convergence Hypothesis by Rates of Return to Capital:Evidence from OECD Countries", *CIRJE Discussion Paper Series F-51*, Faculty of Economics, University of Tokyo, Tokyo, June 1999

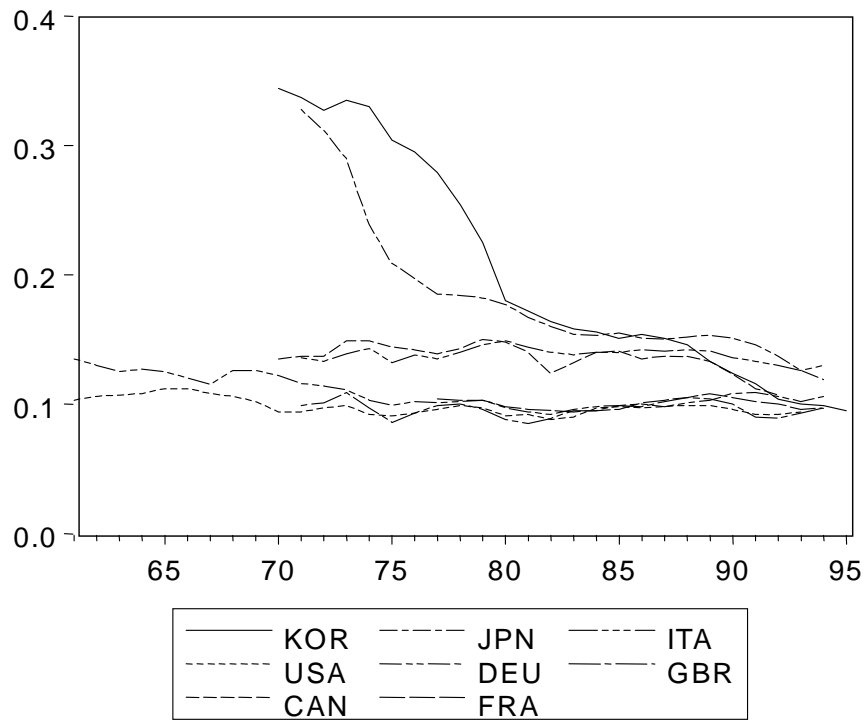
<Figure 1> Reserve Base: Growth Rate (1991.1~2003.9)

(in current prices)



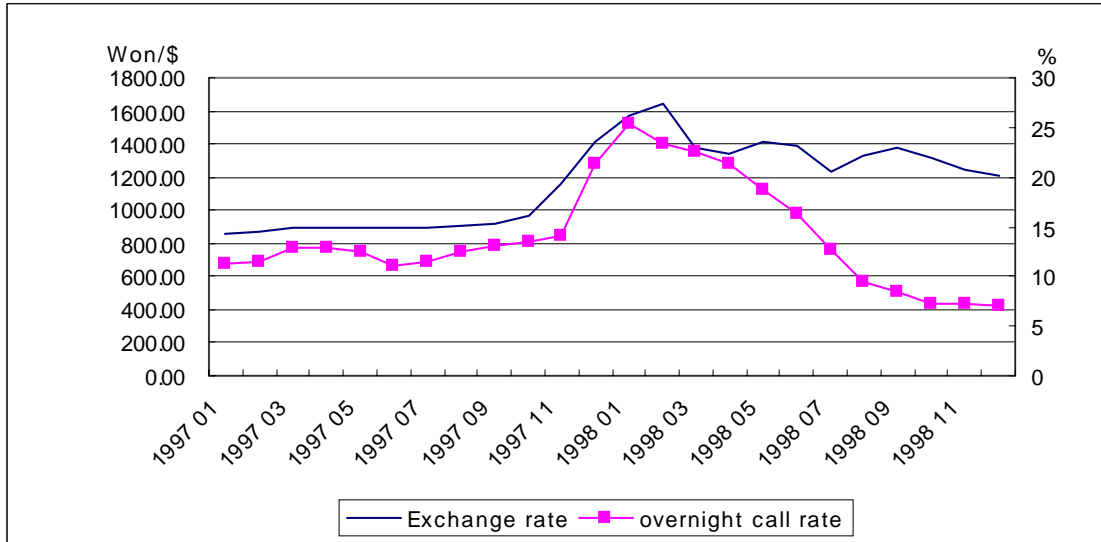
Sources: The Bank of Korea, Monthly Bulletin, selected years

<Figure 2> Gross Rates of Return on Capital in G7 Countries & Korea



Sources : Pyo and Nam(1999)

**<Figure 3> Exchange Rate(Won/\$) and Overnight Call Rate
(Jan 1997 - Dec 1998)**



Sources : Bank of Korea

IMF 독립평가국 보고서에 대한 검토 의견

서울대학교 경제학부 표학길 교수

회고하건데 1997년에 일어난 한국의 금융위기는 한국사회와 정치, 경제에 심대한 변화를 초래하였다. 오늘 우리는 한국금융위기가 가져다 준 경제적 충격과 외환위기 이후의 경제개혁 조치들을 평가하고 있지만, 외환위기의 사회정치적 영향까지 충분히 평가하기 위해서는 앞으로도 상당한 시간이 소요될지 모른다. 무엇보다 1997년 외환위기는 기업, 가계 및 정부 등 모든 경제주체들의 행동양식과 가치체계에 변화를 가지고 왔다.

이러한 시점에서 IMF 독립평가국이 IMF 정책과 관련된 평가 보고서를 발표하게 된 것은 IMF 위기가 있는 지 6년이 되는 현 시점에서 참으로 의의 있는 일이 아닐 수 없다. 본인의 견해로는 동보고서가 비교적 객관적이며 균형잡힌 시각에서 상세하게 작성된 보고서라고 판단한다. 다만, 특히 한국에 대한 IMF의 위기관리 정책(crisis management policy)과 관련하여 다음과 같은 점들을 지적하고자 한다.

(1) 위기관리체계

동보고서(p.2)는 한국의 경우 IMF감독체계가 자본계정의 자유화가 순탄하게 진행되지 못하고 있었고 한국의 은행부문이 갖고 있는 광범위한 취약성으로 말미암아 야기될 수 있는 위험을 제대로 식별하는데 실패하였음을 인정하고 있다. 본인의 견해로는 한국의 경우 본원통화(reserve base)의 증가율이 1997년 12월의 외환위기가 있기 1년 6개월 전에, 즉 1996년 1분기동안 이미 급속한 속도로 줄어들고 있었음을 지적하고자 한다(그림 1 참조). 본원통화의 명목평균잔고는 1996년에 248조원으로 정점에 도달한 바 있으며, 그 후로는 1997년에는 21.1조원까지, 1998년에는 19.6조원까지 감소한 바 있다.

이러한 기본적인 거시경제변수의 동향을 한국정부당국이나 IMF당국이 전부 제대로 파악하는데 실패했다는 것은 아직도 위기감독체계에 큰 결함이 있음을 반증하는 것이다. Pyo and Nam (1999)의 추계결과에 의하면 한국과 일본의 경우 총영업잉여를 총자본스탁으로 나누어 산출한 세전자본수익률이 1971년에는 각각 33.7% 및 31.2%에 달하였다(그림 2 참조).그러나 1981년에

는 각각 17.2% 및 16.7%로 하락한바 있다. 일본의 자본수익률은 1990년 이후 서서히 하락하여 1994년에는 OECD평균 수준인 11.9%에 도달한 바 있지만 한국의 자본수익률은 1990년 이후 더욱 급격히 하락하여 1994년에는 9.9%에 도달함으로써 일본의 자본수익률(11.9%)이나 OECD 10개국의 평균 수익률(10.2%)보다도 낮은 수준에 머물렀던 것이다. 다시 말하면, 한국의 기업들이 과도한 차입을 통한 확장에만 열중하여 극도로 낮은 자본수익률을 획득하고 있는데 따른 시스템적 위험은 1997년 외환위기보다 훨씬 전에 이미 진행되고 있었음을 지적하고 싶다.

(2) 재정정책

IMF 독립평가국의 보고서(p.3)는 한국의 경우 위기발생 초기에 긴축재정정책을 실시하게 한 것이 실패작이었음을 인정하고 있는데 이것은 올바른 평가라고 생각한다. 왜냐하면 한국의 위기가 기본적으로 재정적자의 누적에 기인한 것이 아니었기 때문이다. 이어 동보고서는 초기의 긴축재정정책이 예상했던 것보다도 훨씬 깊은 불황을 초래한 원인이 아니라고 주장하고 그 주된 이유는 IMF의 위기관리 프로그램에 포함되지 못했던 balance sheet effects의 결과라고 평가하고 있다. 그러나 이러한 평가는 잘못된 것이라고 생각한다. 왜냐하면, 초기의 긴축재정정책은 결과적으로 정부의 재정마저 위협당하고 있다는 신호를 시장에 던져준 셈이 되었고 가까운 장래에 한국경제가 회복되리라는 일반의 기대감을 낮추고 말았기 때문이다. 따라서 만일 IMF가 한국의 위기 전 재정상황에 대한 면밀하고 사려 깊은 평가를 진행하였다면, 외환위기 초기에 긴축재정정책보다 완만한 재정팽창정책을 제안하고 실시했어야 했다.

(3) 금융정책

동보고서(p.49)는 IMF의 금융정책에 대해서도 "한국에서의 긴축금융정책은 예상치 못했던 급격한 GDP감소에 직면함으로써 너무 오랜 기간 지속되었다는 비판이 있어왔다. 그러나 필요한 이상으로 높은 수준의 이자율이 유지된 기간은 상대적으로 짧았으며, 금융완화의 지연이 위기 후 불황을 초래한 주요 요인이라고는 볼 수 없다"라고 평가하고 있다.

그러나 실제로 외환위기 이후 거의 6개월 동안 연 20%를 상회하는 초고금리체계가 지속됨으로 해서 통상의 소비수요는 물론 하청대금의 지급이라던

가, 신용장의 개설 등 정상적인 기업 활동조차 크게 위축되어 불황의 가속화를 초래하였다는 것을 인정하지 않으면 안 된다. 바로 이런 이유 때문에 나는 외환위기 초기에 채택된 초고금리정책은 환율의 안정화에 기여하였을지는 몰라도 국내수요를 급격히 위축시키는 결과를 초래하였다고 본다. 필자가 Pyo(2003)에서 지적한 바와 같이 연평균 국내저축률이 33~37.5%에 달하고, 총국내투자율이 34~40%에 달하며 부채 자본비율이 30대 재벌의 경우 524%(1997년 말 현재)에 달했던 소규모 개방경제에 갑자기 은행의 자기자본 비율을 최소한 8%이상 유지해야 된다는 국제결제은행기준(BIS standard)을 적용한 것은 현실적인 정책목표가 아니었다.

평가보고서(p.36)가 지적한 대로 자본유출로 시작된 국제수지위기와 동시에 금융위기가 진행되는 복합위기("twin crises")는 특별한 문제를 야기시킬 수 있다. IMF의 금융정책은 한국의 경제위기의 본질을 이와 같은 복합위기로 파악하는데 실패하였으며, 그 결과, 예상치 못할 정도로 깊은 불황이 초래될 때까지 긴축금융정책을 너무 오랫동안 유지시켰다는 비난을 면하기 어렵게 되었다. 본인의 견해로는 원화환율이 1998년 4월을 전후로 안정되기 시작한 것은 그때까지 초고금리 정책이 유지되었기 때문이라기보다 주요 선진회원국들의 제 2선 신용공여약속에 의해 뒷받침된 주채권은행들과의 채권만기협약(1998년 3월 16일)이 성사되었기 때문이다(그림3 참조).

(4) 의사소통전략

평가보고서(p.43)는 위기관리정책에 대한 당해국들의 주권과 신임을 높이기 위해 국민과 시장참여자들에게 IMF 프로그램의 당위성을 설득시키는데 실패하였음을 인정하고 있다. 한국에서는 오히려 IMF의 의사소통전략이 과도하게 추진되었었다고 볼 수 있다. 본인이 기억하기로는, 당시 IMF 대표는 한국의 야당지도자들, 노조지도자 및 여러 대통령 후보자들까지 만나서 IMF 프로그램에 대한 추인을 받으려고 노력하였다. 그러나 이러한 노력들이 한국민일반의 눈에는 IMF 이미지를 부정적으로 심어준 동인이 되었으며, 당시 한국 정부의 신임도는 더욱 하락될 수밖에 없었다. 본인의 견해로는 IMF가 아무리 약체정부라도 위기 관리시점에 정권을 유지하고 있는 체제와 그 정부를 직접적으로 상대하는 관행을 계속 지켜나가야 한다고 생각한다. 만일 그렇지 않을 경우, 당해국민과 정부는 그러한 위기를 창출한 자기 자신들을 원망하는 것이 아니라 IMF를 원망할 수 있기 때문이다. 바로 이러한 이유 때문에 IMF가 한국이 외환위기로부터 탈출하고 경기를 회복하는데 상당한

공적을 쌓았음에도 불구하고 아직도 한국에서의 IMF에 대한 대중적 이미지는 그렇게 긍정적인 것으로 바뀌지 못하고 있다고 본다.

참고문헌

Chopra, A. K. Kang, M. Karasulu, H. Liang, H. Ma, and A. Richards, "From Crisis to Recovery in Korea : Strategy, Achievements, and Lessons", in David T. Coe and Se-Jik Kim eds. Korean Crisis and Recovery. International Monetary Fund and Korea Institute for International Economics Policy, 2002

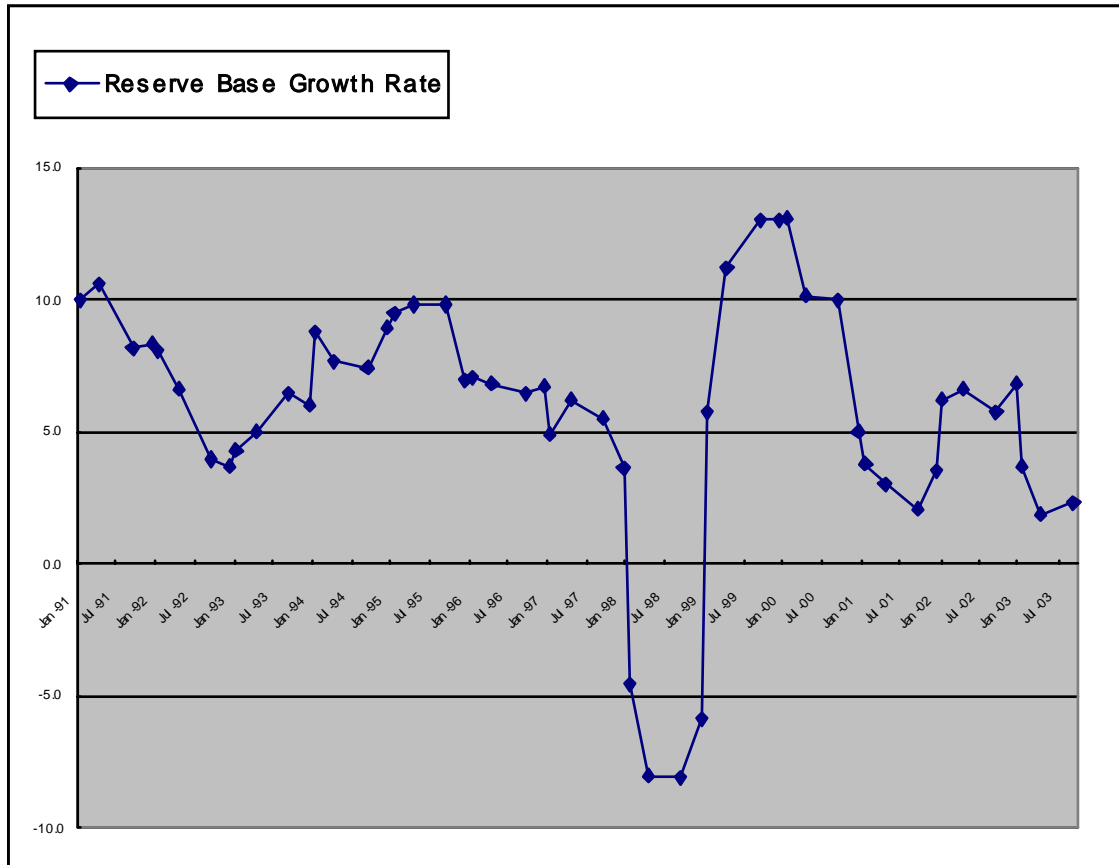
Pyo Hak K, "Interdependency in East Asia and the Post-Crisis Macroeconomic Adjustment in Korea", paper presented at Research Institute, Ministry of Economy, Trade and Industry(RIETI)-Keio Conference on Japanese Economy on May 30, 2003 in Tokyo.

Pyo Hak K. "Excess Competition, Moral Hazard and Industrial Trauma in Korea, 1997-8", in U. Dadush, D. Dasgupta, and M. Uzan eds. Private Capital Flows in the Age of Globalization: The Aftermath of the Asian Crisis, Edward Elgar, Northampton, MA, The World Bank 2000

Pyo Hak K. and Kwanghee Nam, "A Test of the Convergence Hypothesis by Rates of Return to Capital:Evidence from OECD Countries", CIRJE Discussion Paper Series F-51, Faculty of Economics, University of Tokyo, Tokyo, June 1999

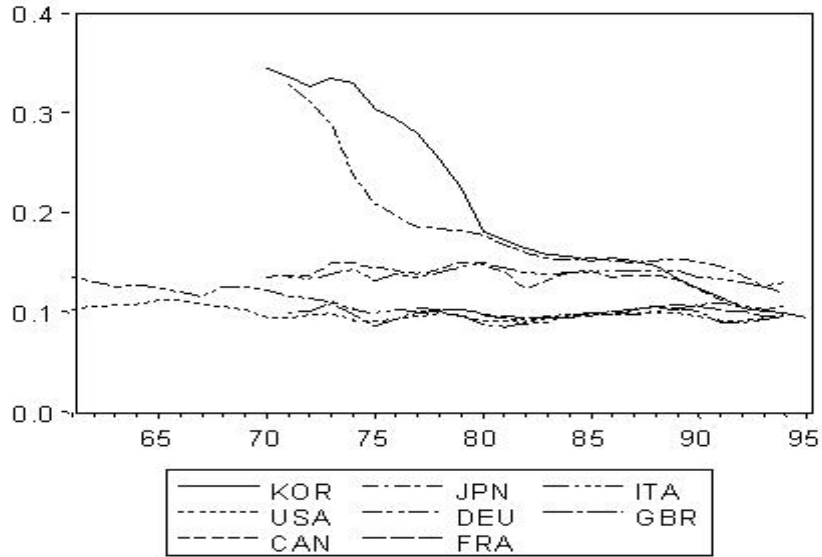
<그림 1> 본원통화 증가율(1991.1~2003.9)

(명목가격)



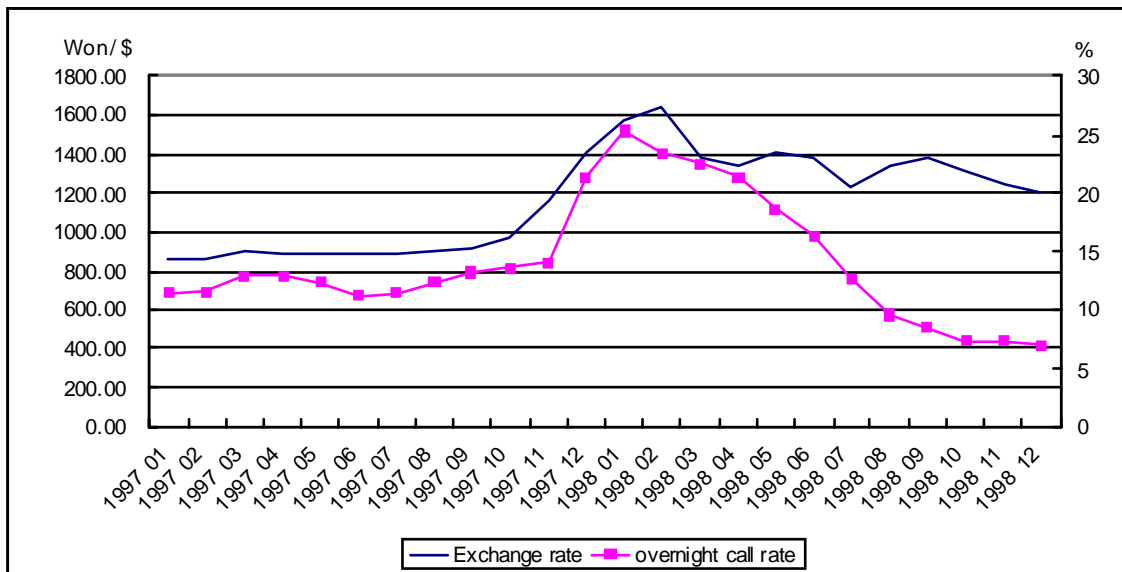
자료: 한국은행

<그림 2> G7 및 한국의 자본 수익율



자료: Pyo and Nam(1999)

<그림 3> 환율 및 콜금리 동향 (1997년 1월 ~ 1998년 12월)



자료 : 한국은행

**Discussion on Independent Evaluation Office Report
(IMF and Recent Capital Account Crisis: Korea)**

by

Oh-Seok Hyun

**President Trade Research Institute
Kores International Trade Association**

The Korean economy experienced a rapid growth of almost 9% from 1994 to 1995, but experienced a slowdown starting from 1996. The 6.8% economic growth of 1996 seemed to be an indication of a successful soft landing, but serious problems remained concealed.

- As Korea's competitive power weakened due to the increasing ineffectiveness of the economic structure, export growth, which was 30% in 1995, was less than 4% in 1996.
- In addition, with trade conditions worsened due to the sudden drop in the unit cost of exports, the deficit in international payments and receipts was 23 million dollars, equivalent to 4.7% of the GDP.
- The deficit in international payments and receipts could have been filled up with foreign capital, but external debt rose from 127.2 million dollars in 1995 to 164.3 million dollars at the end of 1996, and short-term external debt amounted to 56.6%.

With the economic decline in 1997 came a series of bankruptcies of conglomerates, starting with Hanbo Steel. The companies that went bankrupt all had weak financial structures due to expanded investment in the boom years of 1994 and 1995. As a result, the financial organizations that provided the funds for these companies also underwent rapid decline.

- Signs of financial crisis started to show, such as foreign financial organizations reducing the short-term credit line towards Korean financial organizations in early 1997.

- The international financial market also started becoming uneasy, with the drastic devaluation of the Taiwanese currency (5.4%, October 17-20, 1997) and the sharp decline in Hong Kong's stock value (10.4%, October 23, 1997).
- Because the bankruptcy deferral agreement for Kia terminated on October 22, the Korean Industrial Bank transferred the loan to investment, and Kia had practically become state-owned.
- As the financial market worsened rapidly, foreign financial organizations started to withdraw their funds in late October, and the roll-over ratio of short term loans for Korean financial organizations rapidly declined during this period.

The change in overseas roll-over rate of the seven largest commercial banks in Korea

(1997):115.4(January)→106.3(June)→86.5(October)→58.8(November)
→32.2(December)

- In addition, short-term and long-term credit ratings of Korea by international credit rating organizations such as S&P's and Moody's were lowered, and Korea's financial organizations lost their ability to supply and repay foreign currency funds.

* The change in Korea's credit ratings:

Moody's: A1(90.4.4)→A3(97.11.27)→Baa2(97.12.10)→Ba1(97.12.21)

S&P: AA-(95.5.30)→A-(97.11.25)→BBB-(97.12.10)→B+(97.12.22)

- On the other hand, because it became more difficult to obtain foreign loans for domestic financial organizations, the supply and demand of foreign currency became more unbalanced, and the won increased dramatically from November to December.

* The change in the Korean won and the U.S. dollar:

844.4(97.1.4)→1,035.5(97.11.20)→1,964.8(97.12.24)

- The stagnation in the foreign currency market prevented some financial organizations from obtaining settlement foreign currency, and as a result, while

the Bank of Korea was providing emergency foreign currency, the foreign exchange reserve was exhausted, and the IMF was called to for help on November 21.

The IMF pointed out in its Stand-by Agreement, Letter of Intent, that the successive bankruptcy of conglomerates, weak financial organizations, deterioration in overseas conditions, misdirected policies, and loss of market credibility were the cause for Korea's foreign currency crisis.

The IMF/IBRD program that was applied in Korea has two components. The macroeconomic structural policy aims to quickly recover foreign credibility, and in the long term, by 1999, to restore the level of Korea's potential growth rate.

- To realize this, the macroeconomic policy employs currency retrenchment policy and financial retrenchment policy through absorption of liquidities, high interests, tax rate increases, in order to regulate prices and control international payments and receipts.
 - As a result, the economic growth rate fell from 5.0% in 1997 to -6.7% in 1998, but the international payments and receipts was reversed from a 8.2 million dollar deficit in 1997 to a 40.4 million dollar surplus in 1998.
 - On the other hand, with the implementation of currency fluctuation system, the currency rose greatly and at the end of 1997, the call rate was raised from 15% to 31.3% in order to alleviate additional pressures from the currency rise.
- However, the focus of the structural reform was on the financial sector, and the IMF tried to reform the structure of financial organizations, obtain funds, enhance transparency, establish a market-friendly financial system, and strengthen financial supervision.
- In addition, the IMF promoted policies to expand trade and the liberalization of capital, as well as to enhance the flexibility of the labor market.

The IEO(Independent Evaluation Office) of the IMF reported that the financial retrenchment in the initial stage of the foreign currency crisis was unnecessary,

but the structural reform in the financial sector ultimately showed significant improvement. Also, it was reported that the initial program did not immediately recover market credibility but did so gradually.

- However, it was noted that the IMF program was too optimistic concerning the macroeconomic policy, and underestimated the effects on currency devaluation, international receipts and expenditure, and private investment.
- At the first Letter of Intent of Stand-by Agreement on December 3, 1997, the IMF predicted that Korea's economy would grow by 3%, but the economic growth rate actually fell by 6.7%. The IMF was too optimistic about the Korean economy in the initial stages, and this was probably due to their failure to consider that the IMF program might result in overkill in the domestic market.
- In particular, the high interest policy was insufficient in stabilizing currency, and could even bring on an adverse impact if the financial structure of a company was weak.
- It was expected that outflow of foreign funds would be halted or influx of capital increased due to the high interest policy, but in fact, the burden of financial expenses of companies was increased and credibility was tightened.

The IMF program was effective in stabilizing Korea's financial market and foreign currency market in the initial stage by utilizing currency rate and interest as a variable. However, the IMF was insufficient in obtaining growth potential and microeconomic structural reform.

- Stanley Fischer admits that the present IMF policy program does not have the deciding factors of economic growth: macroeconomic stability, market mechanism, material and human foundations, adequate level of savings, and a system to successfully lead savings to investment.

* *Corbo, V. and Stanley Fischer, "Structural Adjustment, Stabilization and Policy Reform", IMF Staff Paper (2002),*

On the other hand, the IMF pointed out successive bankruptcy of conglomerates, weak financial organizations, deterioration in overseas conditions, misdirected policies, and loss of market credibility as the causes for Korea's foreign currency crisis, but this is not an in-depth analysis of the cause but rather a narration of the process of the financial crisis.

- For instance, the weakening of Korea's financial organizations was because they could not properly perform their lending function, and although this was due a variety of causes, the IMF failed to analyze these causes and only gave a description of the external phenomena.

* *Corsetti, G. and N.Roubini, "What caused the Asian currency and financial crisis?", NBER Working Paper. 6833, (1998)*

In addition, the IMF applied a standardized policy program regardless of the analysis of the cause of the financial crisis, and as a result, the macroeconomic stabilization policy and microeconomic structural reform policy conflicted with each other.

- First, the currency retrenchment policy and financial retrenchment policy expanded corporate bankruptcy and increased the structural weakness of financial organizations, making structural reform more difficult.
- In addition, although its long-term objective should have been to raise growth potential, the IMF relief policy shrank government and corporate investment to a point that was almost irrecoverable.
- Without an in-depth analysis of the causes of the foreign currency crisis, the IMF reduced government intervention and tried to implement a policy that relied on private capital, but when the macroeconomic situation worsened and corporate bankruptcies spread, it became impossible to bring in government funds, and private management of financial organizations became a new issue.
- As economic overkill increased, the IMF allowed loosened its retrenchment, but this was probably a factor that made financial organizations and corporations feel that the IMF relief fund and structural reform were not so essential.

- Structural reform in trade must be promoted on a middle and long-term basis, with a common feeling of necessity by those involved.
- At the first Stand-by Agreement (December 3, 1997), the IMF advised that Korea maintain its financial surplus in income and expenditure through internal revenue and by reforming its expenditure structure, but in the fourth agreement (February 7, 1998), increasing the financial deficit to 3.6% of the GDP was allowed and in 1998, the deficit was 4.2%.

On the other hand, as *Martin Feldstein* pointed out in his essay in *Foreign Affairs* in 1998, "*Refocusing the IMF*," the IMF took on a new role during the Latin American debt crisis of the 1980's, providing moderate amounts of credit, facilitating debt renegotiations, and recommending responsible macroeconomic policies.

- Furthermore, the IMF applied the lessons of Eastern Europe and the former Soviet Union, where a fundamental economic restructuring was necessary, to Asia.
- For example, in Korea, the fund called for reform of inefficient conglomerates and inflexible labor laws. Although such measures may be beneficial in the long run, such changes were not needed to resolve the crisis in Korea.
- Even worse, the IMF encouraged bankers to undertake more risky loans, raising the chances of another crisis.

<Key Economic Indicators of Korea before/after 1997 Crisis>

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
-Growth Rate(%)	5.0	6.7	10.9	9.3	3.1	6.3	2.7(first half)
-Per Capita GNI(bil \$)	1,031	674	859	977	900	1,001	-
-Unemp Rate(%)	2.6	7.0	6.3	4.1	3.8	3.1	3.3(August)
-Unemp(10 thousand)	57	149	137	91	85	71	76(August)
-CPI(%)	4.4	7.5	0.8	2.3	4.1	2.7	3.3(Septemb)
-Current Ac(100 mil)	82	404	245	122	82	61	26(1 ~ 8) 83(1 ~ 9)
-Trand Ac(100 mil)	85	390	239	118	93	103	23.8(Septemb
(Growth Rate of Exp)	5.0	2.8	8.6	19.9	12.7	8.0)
(Growth Rate of Imp)	3.8	35.5	28.4	34.0	12.1	7.8	12.3(Septemb
-Trade Dep Rate(%)	58.9	71.0	64.9	72.1	68.2	66.0)
							-
-Fiscal Balance(tril)	7.0	18.8	13.1	6.5	7.3	22.7	4.9(Budget)
(GDP Portion)	(1.5)	(4.2)	(2.1)	(1.3)	(1.3)	(3.8)	(0.8)
-National Credit(Tril)	98.3	118.1	126.7	143.7	155.2	159.2	-
-National Debt(Tril)	60.3	80.4	98.6	111.4	122.1	133.6	-
(GDP Portion)	(13.3)	(18.1)	(20.4)	(21.3)	(22.1)	(22.4)	-
-Call Rate	31.32	6.48	4.74	6.01	3.98	4.49	3.73(end of 9)
-Gov ' t Bond(3year)	15.00	6.95	9.03	6.70	5.91	5.11	4.11(end of 9)
-Commer Bond(3year)	28.98	8.00	9.95	8.13	7.04	5.68	5.05(end of 9)
-Bankrupcy Rate(%)	0.40	0.38	0.33	0.26	0.23	0.06	0.09(end of 8)
-Stock Index(p.p)	376.31	562.46	1,028.07	504.62	693.70	627.55	697.54 (end 9)
-FRX Reserve(100 mil)	89	485	740	962	1,028	1,214	1,415(end of 9)
-Ex Rate(W/US \$)	1,695	1,204	1,138	1,264.5	1,313. 5	1,186. 2	1,150.1(end 9)
-Foreign Debt(100 mil)	1,742	1,638	1,529	1,485	1,308	1,446	1,590(June)
-Tot Asset(100 mil \$)	1,061	1,293	1,461	1,674	1,655	1,840	1,994(June)
-Tot Liability(100 mil)	681	345	68	189	347	394	404(June)
-Foreing Inv(mil \$)	70	89	155	152	113	91	46(1/4 ~ 3/4)
-Overseas Spread	-	375	157	236	82	113	60(end of 9)
-Sovereign Rate (Moody's)	Ba1	Ba1	Baa2	Baa2	Baa2	A3(Mar)	-