

브라질의 외환위기 회복 과정과 남미의 달러화 논의
동향을 통해서 본 정책적 시사점

1999. 5

한국경제연구원

본 자료는 금융조세연구실 최두열 연구위원이
작성한 것이며, 본원의 공식견해가 아닙니다.

자료문의 : ☎ 3771-0021 Fax 785-0273

차 례

I. 정책적 시사점 요약

II. 1999년 브라질의 외환위기

1. 브라질 외환위기의 조기 회복
2. 브라질 외환위기 조기 회복 원인분석
3. 브라질 외환위기의 주변국에 대한 전염효과
4. 브라질의 외환위기 과정
 - 1) 브라질 경제의 문제점
 - 2) 브라질 외환위기의 경제적 배경
 - 3) 브라질 경제위기 전개과정
5. 브라질 외환위기의 정책적 시사점

III. 남미 국가들의 달러화(Dollarization) 논의 동향

1. Dollarization의 의미
2. Full Dollarization 논의의 성격
3. Full Dollarization의 장단점 비교
 - 1) Full Dollarization의 이점
 - 2) Full Dollarization의 비용
4. 세계 각국의 Full Dollarization 논의 동향
 - 1) 아르헨티나의 경우
 - 2) 멕시코의 경우
 - 3) 엘살바도르의 경우
 - 4) 홍콩의 경우
 - 5) 개도국들의 Full Dollarization 논의에 대한 미국의 입장
 - 6) 아시아의 단일 통화 논의 동향
5. Dollarization 논의의 정책적 시사점

참고문헌

부록

I. 정책적 시사점 요약

- 브라질의 외환위기 발생과 그 회복 과정 및 남미의 달러화 논의 확산을 통하여 본 정책적 시사점은 다음과 같음
- 브라질은 고질적 재정적자로 인하여 발생하는 물가상승 압력을 레알 플랜에 의한 고정 환율제도를 통하여 억제하고자 하였음
- 그러나 막대한 재정적자 아래서 재정 지출의 삭감이 없이 무리하게 고정 환율제도를 지속하였던 것이 브라질 거시경제의 불균형을 심화하여 금번 외환위기 발생의 원인을 제공하였음
- 브라질의 외환위기는 그 전염 현상이 당초 예상보다 좁은 범위 내로 국한되었으며 외환위기가 조기에 회복되는 과정을 거쳤음
- 이는 브라질의 금융 부문이 아시아와 남미의 외환위기 발생 국가들에 비하여 상대적으로 견실하여 외환위기의 확산을 방지하였던 것이 중요한 요인으로 보임
- 따라서 외환위기 발생과 확산을 방지하기 위해서는 견실한 금융 시스템의 확보가 중요하다는 점을 상기시켜 주고 있음
- 또한 외환위기의 전염 현상이 과거와는 달리 좁은 범위 내로 국한되어 나타났음
 - o 이는 국제 투자자들이 실제로 국제투자자들이 과거와 같이 하나의 지역으로 취급하지 아니하고 비록 동일한 지역 국가라 하더라도 차별하는 경향이 나타나기 시작하였다는 점을 시사
 - o 따라서 외환위기가 주변국에서 발생하더라도 주변 국가들이 위기 발생국과 차별화하는 노력이 외환위기의 전염 방지를 위하여 중요하다는 점을 시사
- 한편 Euro화의 출범을 비롯한 통화 통합의 조류 속에서 브라질 외환위기를 계기로 최근 자국 통화를 달러화로 교체하고자 하는 Dollarization의 움직임이 남미와 홍콩을 중심으로 표면적으로 나타나고 있음

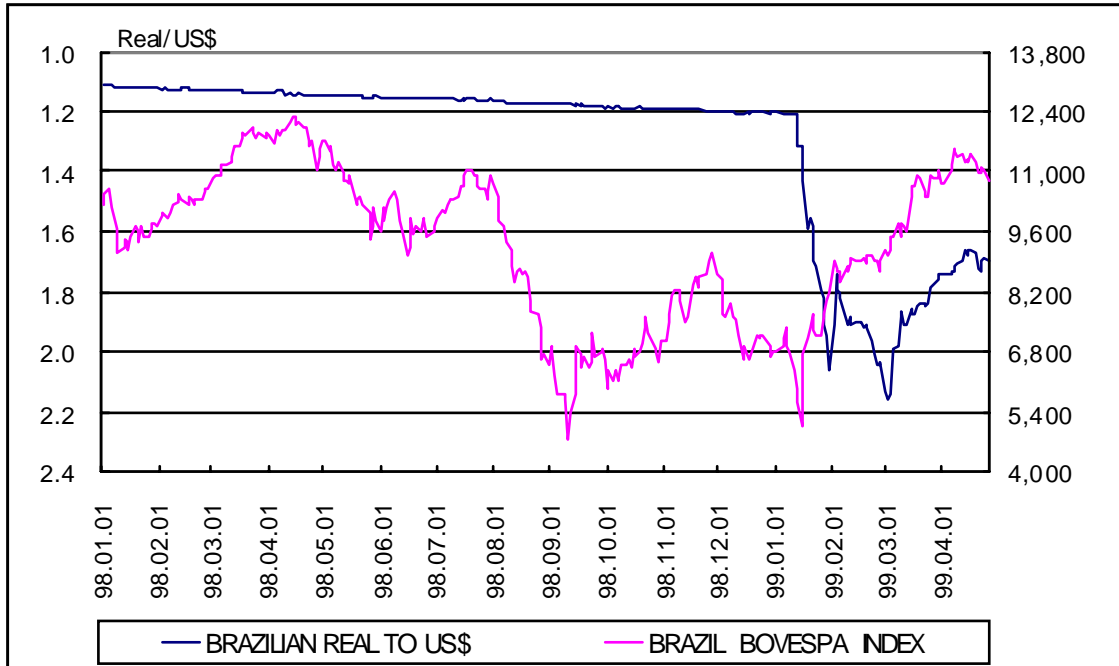
- 그런데 최근의 Dollarization 움직임은 과거와 같은 인플레이션 방지를 위한 목적보다는 점차 빈발하는 외환위기에 대한 보호 수단으로서 논의되고 있으며, 미국과 최적 통화 지역을 구성하지 않는 소규모 개방 경제에서 진행되고 있다는 점에서 주목할 필요가 있음
- 이는 소규모 개방경제인 한국의 경우에도 통화통합의 전체적인 조류 속에서 어느 통화권과의 통합이 국가의 후생을 최대로 증진시킬 것인가에 대한 검토가 시작되어야 할 것이라는 점을 시사해 주고 있음
- 통화권의 통합에 있어서 검토되어야 할 사항은 과거의 전통적인 최적 통화 지역의 관점에서뿐만 아니라 외환위기 발생에 대한 소규모 개방경제의 자기 보호 수단이라는 측면이 추가로 고려되어야 할 것임을 시사

II. 1999년 브라질 외환위기

1. 브라질 외환위기의 조기 회복

- 브라질 외환위기는 확대될 것이라는 당초의 우려와는 달리 남미지역 내로 국한
- 또한 외환위기 회복도 대단히 빠른 속도로 진전
- 1999년 1월 브라질 외환위기 발생시 Real 화의 평가절하로 인하여 브라질의 고질적인 Hyper Inflation이 재발되고 전염효과로 인하여 외환위기가 신흥시장 전체로 확대되어 전세계적인 외환위기가 재연될 것이라고 다수의 경제학자들이 예상
- 그러나 1999년 3월말 현재 \$2.20/Real에서부터 1개월만인 1999년 4월 말 현재 \$1.70/Real로 Real화 안정을 회복하였고 주식시장도 Bovespa Index가 1999년 1월 최저 5,057로부터 1999년 4월 말에는 11,083으로 회복

<그림 1> 브라질의 환율 및 주가 추이



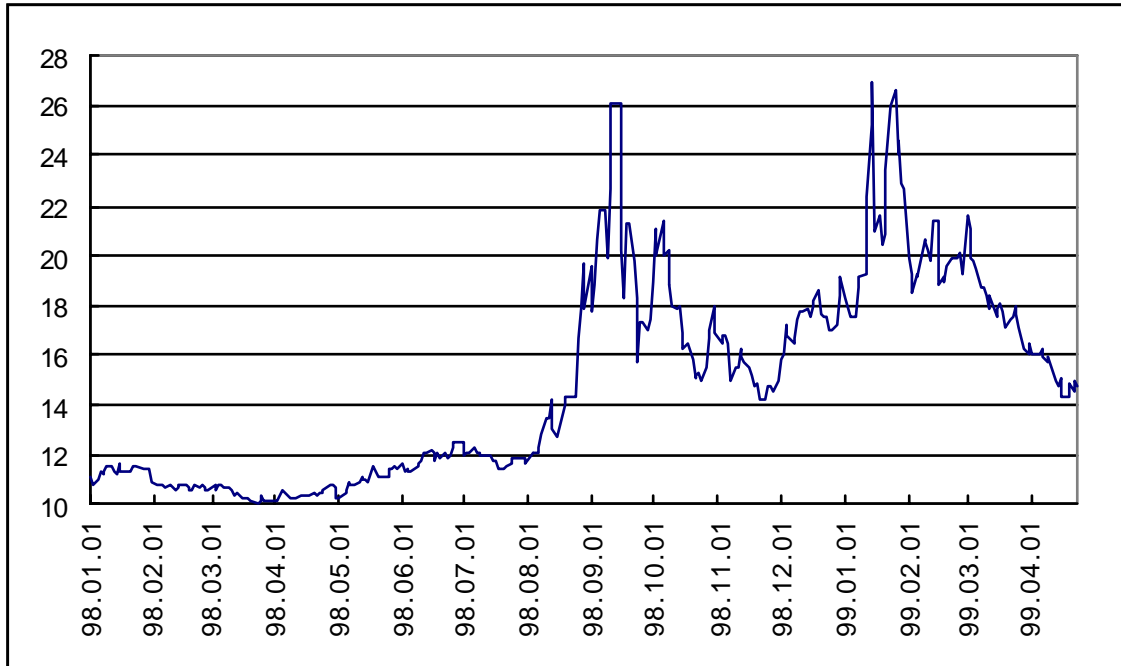
자료 : Datastream

- IMF는 공식적으로 브라질 경제가 안정기에 접어들었다고 발표¹⁾
- 물가상승률도 당초 예상했던 수준에 비하여 대단히 낮은 수준으로 나타남
- 브라질은 예상보다 조기에 국제금융시장에 복귀
 - o Cardoso 브라질 대통령은 브라질이 곧 국제금융시장에서 \$50억 규모의 채권을 발행할 계획임을 발표²⁾
 - o 1999년 4월중에만 \$10억에서 \$15억의 채권을 국제금융시장에서 발행할 계획
 - o 외환위기 발생 후 국제금융시장에 복귀하여 다시 채권을 발행할 수 있을 때까지 멕시코의 경우 6개월, 한국의 경우 5개월이 소요되었으며 말레이시아와 인도네시아는 아직 미복귀

1) *Financial Times*, "IMF Praises Brazil, Warns Russia," 1999. 4. 1, p.8 참조

2) *Financial Times*, "Brazil plans international bond issue," 1999. 4. 19, p.24 참조

<그림 2> 브라질 Brady Bond의 수익률 추이

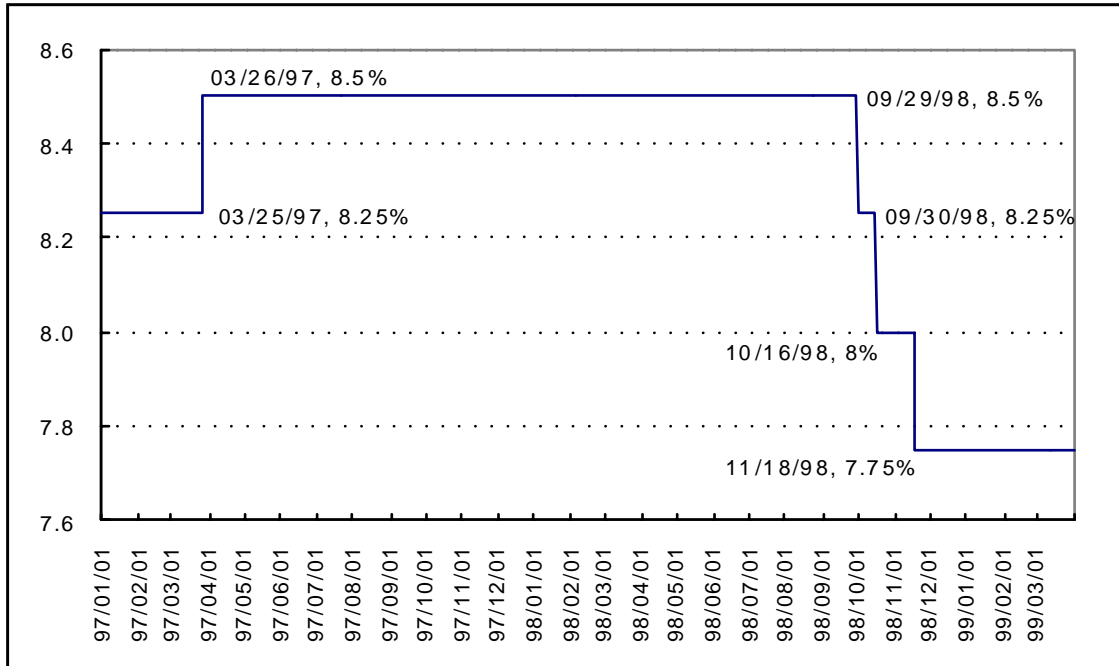


자료 : Datastream

2. 브라질의 외환위기 조기 회복 원인분석

- 아시아 외환위기 당시와는 달리 미국과 유럽의 금리 인하로 국제 유동성이 호전
 - o 미국은 1997년 아시아 외환위기 발생 당시와는 달리 1998년 9월과 10월에 3차례에 걸쳐 금리를 인하하여 전세계에 국제 유동성을 원활히 공급
 - o 미국의 금리인하에 따라 미국과 유럽의 국제투자자들은 미국과 유럽 내부보다는 신흥시장지역으로 자금을 유입

<그림 3> 미국 prime rates 추이



자료 : <http://www.bog.frb.fed.us/releases/H15/data/d/prime.txt>

- 브라질이 당초 예상보다 훨씬 낮은 수준으로 물가상승률을 통제
 - o 브라질 외환위기가 악화될 당시 국제투자자들의 1999년도 브라질의 소비자물가 상승률 예상치는 70%
 - o 1999년 4월 현재 1999년 중 브라질 소비자물가 상승률 예상치는 9%
 - o 브라질의 이러한 물가상승 억제는 Real화 평가절하가 물가에 미치는 영향이 당초 예상보다 소폭이었던 점과 고금리를 통한 총수요 억제정책의 결과임
 - o 브라질의 총수요 억제정책은 경기침체를 초래하였으나 그럼에도 불구하고 일단 인플레이 심리를 진정시킨 것으로 평가 가능

- 브라질 외환위기는 1998년 8월 러시아 외환위기 발생 이후 사전에 이미 예측된 사건이었음에 따라 위기 발생의 파급효과가 감소
 - o 러시아의 1998년 8월 외환위기 이후 국제투자자들이 1998년 8월부터 1999년 1월에 걸쳐 점진적으로 \$400억 자본을 인출
 - o 이에 따라 1999년 1월 13일에 Real화가 평가 단행되었음에도 불구하고 급작스런 자본 유출이 부재

- 브라질의 금융 시스템은 외환위기를 당한 멕시코와 아시아 국가들에 비하여 상대적으로 견실³⁾
 - o 아시아 국가들과 멕시코의 경우는 이들 국가의 금융 시스템이 취약하였다는 점이 외환위기의 발생과 확산을 가속화
 - o 태국의 경우 Finance Company 등을 비롯한 금융 시스템의 부실화가 외국 자본의 일탈을 가속화시켜 외환위기 발생을 촉발
 - o 한국의 경우는 기업 부실에 따라 종금사 등 금융권이 부실화됨에 따라 Credit Line이 단절되면서 외환위기가 발생
 - o 멕시코의 경우도 외환위기 당시 금융 시스템의 부실이 인플레이션을 가속화하고 위기를 증폭

- 이에 비하여 브라질은 1995년부터 1996년까지 은행 위기(Banking Crisis)를 미리 겪었음에 따라 금융 시스템이 교육효과로 인하여 상대적으로 견실⁴⁾
 - o 1994년 중반 이후 브라질 은행들 중 17개 은행이 대규모 부실 채권으로 인해 파산 위기에 직면하였으며 8개 은행이 중앙은행의 관리하에 놓이게 됨
 - o 1995년 11월 3일 Cardoso 대통령은 임시 포고령을 통해 금융시스템의 구조조정을 위한 프로그램인 Proer를 발표하여 경제적으로 안정된 기간 동안 부실한 몇 개의 대형 은행들을 합병
 - o Proer program은 유동성 부족으로 인해 파산 위기에 처한 은행들에게 자금을 저리로 대출하거나 은행의 매수 합병에 소요되는 비용을 저리도 대출해 주는 것을 주내용으로 하고 있음
 - o 1995년 11월에 자산 규모 제7위 은행인 Unibanco가 제6위 은행인 Banco Nacional의 소매 및 국제업무 부문을 약 10.4억 달러에 매입함으로써 자산규모 제2위 은행으로 부상
 - o 1995년 12월에 브라질 내의 중위권 규모 은행인 Banco Bandeirantes가 Banorte를 인수 합병
 - o 외국 은행의 진입을 허용하여 선진금융기관의 영업기법을 확산

- 이처럼 금융개혁이 선행하였음에 따라 금융시스템이 견실해져 Real화의 급격한 가치 하락에도 불구하고 비록 2개의 소형 은행이 파산의 위협에

3) *Financial Times*, "Real Test Still to Come," 1999. 4. 21 참조

4) 김희경·정승원·이경형, 『남미 주요국의 금융제도』, 한국금융연구원, 1996. 6, p.115 참조

직면하기는 하였으나 전체적인 금융 시스템의 붕괴로까지 이어지지 않는
아 외환위기가 증폭되는 것을 방지

- 자산 가격 버블이 부재
 - o 아시아 외환위기 발생 전 다수의 아시아 국가에서는 자본 유입으로 인
한 자산 가격의 버블이 형성
 - o 아시아 국가들의 자산 가격의 버블 붕괴는 금융 시스템의 부실화와 이
로 인한 외화 유출을 초래하여 외화 위기 발생의 촉매역할을 수행
 - o 이에 비해 브라질 경제에는 부동산을 비롯한 자산 가격 버블이 존재하
지 않았음
 - o 이에 따라 버블 붕괴에 따른 금융 시스템의 붕괴가 나타나지 않았음

- 브라질 기업의 보수적 경영
 - o 한국을 비롯한 아시아 국가들은 기업의 부실화가 금융시스템의 부실화
를 초래
 - o 외환위기를 당한 아시아 국가들과는 달리 브라질 기업들은 과다 차입
등의 문제가 없었음⁵⁾
 - o 이는 브라질의 과거부터 반복되는 경제위기에 따라 일찍이 기업들이 보
수적 경영을 실시하는 등 교육효과(Education Effect) 때문으로 보임

- 국제 원자재 가격의 상승
 - o 지난 몇 년간 하락세를 보여오던 석유, 주식, 브라질산 펄프 및 종이 등
국제 원자재 가격이 1999년 2월말부터 상승하기 시작
 - o 국제 원자재 가격의 상승은 수출액의 다수를 원자재 수출에 의존하는
남미지역 경제회복에 도움을 주고 있음

5) *Financial Times*, "Real Test Still to Come," 1999. 4. 21, p.17 참조

<그림 4> CRB Commodities Price Index 추이



자료 : Datastream

3. 브라질 외환위기의 주변국에 대한 전염효과

- 브라질 외환위기의 주변 라틴 아메리카 지역 국가로의 전염이 당초 예상보다 경미
 - o 과거 멕시코, 아시아, 러시아 외환위기는 강력한 전염효과를 통하여 건설한 주변 국가들을 위기에 몰아넣었음
 - o 이와 마찬가지로 남미 최대의 경제권인 브라질의 금변 외환위기도 브라질에 대한 수출 의존도가 높은 아르헨티나를 비롯하여 멕시코 등을 전염시킬 것으로 당초 예상

- 당초 예상과는 달리 국제투자자들 사이에서 같은 남미지역 국가임에도 불구하고 차별화하는 경향이 현저
 - o 재정적자가 많은 브라질과 에쿠아도르 등의 국가에 대하여 그보다 건설한 멕시코, 아르헨티나 등의 국가 등을 구분하여 투자하는 경향⁶⁾
 - o 1999년 1월 15일 브라질 Real화의 평가 절하 이후에도 3주 이내에 아르헨티나는 20년 만기 \$10억짜리 global bond 발행을 성사시켰으며 멕시

6) *Financial Times*, "Seeking to avoid yet another wild ride in Latin America," 1999. 3. 5, p.5 참조

코도 역시 국제금융시장에서 차입 성공⁷⁾

- 브라질의 외환위기 발생 후에도 달리 멕시코, 아르헨티나 등 국가의 채권 수익률이 빠른 속도로 하락

<그림 5> Latin America 지역의 Emerging Market Bond Index 추이

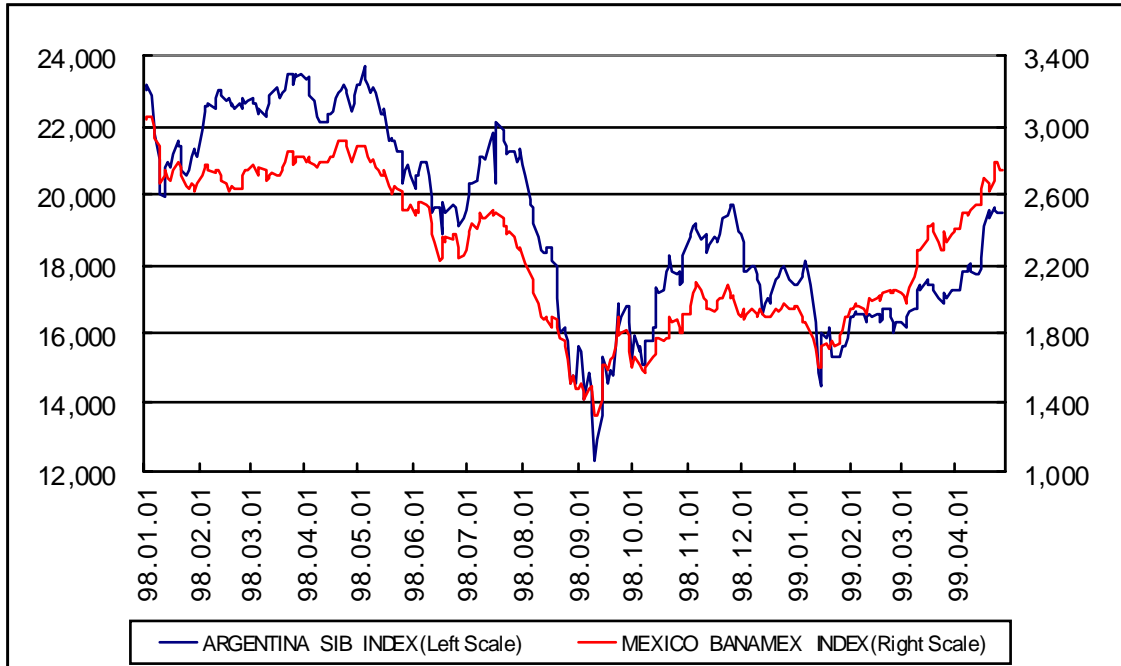


자료 : <http://www.jpmorgan.com/MarketData/nd/EMBI/embi.html>

- 이는 과거와는 달리 국제투자자들이 투자를 함에 있어서 남미지역을 하나의 동일한 지역으로 간주하지 않을 수도 있음을 시사
- 아울러 아르헨티나와 멕시코 등 남미 각국의 브라질과의 차별화 노력이 성공을 거두었다는 것을 의미

7) *Financial Times*, "Presidential initiative pays off," 1999. 3. 12, p.5 참조

<그림 6> 아르헨티나와 멕시코의 주가지수 추이



자료 : Datastream

4. 브라질의 외환위기 과정

1) 브라질 경제의 문제점

- 장기간의 고인플레이션
- 사회적인 불균형
- 장기간의 독재정권
- 브라질은 세계 제9위의 경제규모를 가지고 있으나 가장 큰 문제는 막대한 재정적자
 - o 레알화의 평가절하 후 공공부문의 누적 부채는 5천 8억 레알(2천 9백9십 억\$)로서 GDP의 51.9%를 차지⁸⁾
 - o 향후 과제는 재정 개혁
 - 국가와 지방정부간 교육과 의료분야에 있어서의 사회보장의 중복을 제

8) *Financial Times*, "Brazilian budget deficit soars," 1999. 4. 14 p.6 참조

- 거
- 조세 기반을 확충하고 소득에 역진적으로 되어 있는 현행 조세개혁의 개혁이 관건⁹⁾

<표 1> 브라질 정부의 재정수지 추이

(단위 : 재정적자/GDP)

구 분	1995	1996	1997	1998
명목적자	7.2	5.9	6.1	7.7
중앙정부	2.3	2.6	2.6	4.0
지방정부	3.6	2.7	3.0	3.1
국영기업	1.3	0.6	0.5	0.7
기초재정적자	-0.3	0.1	0.9	1.3
중앙정부	-0.6	-0.4	0.3	0.1
지방정부	0.2	0.6	0.7	0.8
국영기업	0.1	0.1	-0.1	0.5

자료 : KDI 경제정보센터, 1999년 1월 21일

2) 브라질 외환위기의 경제적 배경

- 1964년부터 1985년까지 군부 독재
- 장기간의 고인플레이는 정부의 재정 및 통화 신용정책에 대해서 극심한 불신을 초래
- 이러한 인플레이 심리를 진정시키기 위하여 현대통령 Cardoso는 Real Plan을 실시(1994년 7월)
 - o Cruzeiro Real화를 신통화인 Real화로 교체
 - o 달러당 1레알로 고정
 - o 현재 레알화의 환율은 정부의 고시가격으로 결정
- 레알정책(Real Plan)
 - o 방만한 재정운용으로 인플레이션이 극심해지자 1994년 7월 당시 재무장관이던 Cardoso(현 대통령)에 의해 발표

9) *Financial Times*, "Next steps for Brazil," 1995. 4. 5, p.13 참조

- 레알정책으로 기존의 통화인 크루제이로가 퇴장하고 새화폐 레알화가 도입되고 환율은 달러당 1레알화로 고정
 - 레알정책의 효과로서 1993년 2500%에 달하던 물가상승률이 1995년 23%, 1996년 10%, 1998년에는 2% 수준으로 안정
 - Real Plan의 지속 여부는 브라질 재정 지출의 감소 여부에 달려 있었음
- Real Plan은 브라질의 고인플레이션의 악순환을 극복한 것으로 평가받았으나 Real Plan 지속의 관건이 되는 재정 지출의 감소가 병행되지 못하였음에 따라 장기간 지속 불가능한 위태로운 정책으로 전략
 - 브라질 재정 지출은 오히려 증가하여 연간 재정적자가 GDP의 8%로 상승
 - 브라질의 물가수준은 허용된 환율 절하폭보다도 빠른 속도로 상승
 - 이에 따라 레알화의 고평가가 진행되고 국제금융시장에 Real화가 고평가되어 있다는 인식이 확산
 - Real화의 고평가에 따라 브라질의 경상수지 적자 확대
 - 경상수지 적자 보전을 위해 고금리 정책을 실시
 - 고금리 정책은 과도한 부채(국내 부채 : \$350bn)를 가지고 있는 브라질의 중앙 및 지방 정부들의 지불이자 부담을 가중시켜 재정적자를 확대시키는 악순환의 과정에 진입
 - 이러한 환율의 고평가와 고금리정책에 따라 경제성장 둔화, 경상수지 악화 등을 초래
 - 1998년 8월 러시아 모라토리엄 선언 이후 불안한 경제상황이 다음의 조치에 의하여 간신히 외환위기를 모면
 - 고금리 정책 (연 30% 이상의 이자율)
 - 280억 레알에 해당하는 재정 감축과 장기적인 정부 예산감축
 - 415억 달러에 달하는 IMF의 긴급 자금지원(1998년 11월 13일)
 - IMF 180억 달러
 - IBRD 및 IADB 각각 45억 달러
 - 주요선진국 145억 달러
 - 위의 조치 등에 의하여 일시적인 안정세를 보였으나, 최근 일부 브라질 주 정부가 중앙정부 채무에 대해 지불유예를 선언하면서 다시 불안한 상황 재연

- 1999년 1월 6일 브라질에서 두 번째로 큰 州인 Minas Gerais州가 180억 Real(153억 달러 상당)의 對중앙정부 채무에 대한 90일간 지불유예를 선언하면서 브라질의 외환위기 시작
 - o 헌법상 연방 정부의 지방정부 장악 능력에 한계
 - o Rio Grande do Sul州, Rio de Janeiro州 등 여타 州들도 중앙정부에 채무재조정 협상을 요구¹⁰⁾
 - o 이에 대해 중앙정부는 1월 11일 Minas Gerais州에 대한 보조금 지급 중단 및 同州가 예치한 중앙은행 예금 인출을 제한할 것이라고 발표
 - o Minas주의 문제는 정부의 신뢰도가 의문시되고 있던 시점에서 발생¹¹⁾

3) 브라질 경제위기 전개과정

- 1958년 10월 IMF와 구제금융에 대해 처음으로 협상 시작
- 1959년 6월 인플레이션 진정을 위한 정책을 포기하라는 정치적 압력으로 인하여 IMF와 협상 중단
- 1982년 멕시코 모라토리엄 선언, 라틴 아메리카 부채위기
- 1983년 2월 국제자본시장으로부터 소외되자 IMF와 새 합의서를 체결하였

-
- 10) 현대통령은 각종 재정 감축 등에 있어서 주지사들의 협력이 없이는 정부 지출 감소에 관한 법안을 통과시키기가 어려움. 브라질은 총 27개 州로 구성되어 있는데 Minas Gerais州는 인구 16백만명으로서 브라질 GDP의 13%를 차지. Minas Gerais 주지사로 중앙정부에 대한 모라토리엄을 선포한 Itamar Franco는 5년전 Brazil 대통령으로서 2년 반 재임한 바 있으며 Itamar Franco는 성격이 매우 거친 인물로 알려져 있음. Franco 주지사의 Brazilian Democratic Movement(PDMB)는 의회의 다수당 3개 중의 하나. 형식상으로는 현 대통령과 정치적인 연정관계이지만 언제든지 돌변할 가능성을 가지고 있음. 현대통령인 Cardoso가 1994년 6월 30일부터 실시한 Real Plan에 의하여 브라질 경제가 안정을 되찾아 가자 경제안정에 대한 공로가 전적으로 현대통령에게 돌아가는 것에 대하여 정치적 불만을 품어 왔던 것으로 알려지고 있음. 또한 현대통령인 Cardoso는 Itamar Franco가 대통령이던 당시 재무장관이었으며 1999년 1월 1일 대통령 연임 시작. Franco 주지사는 2002년 대통령 선거에 재출마를 선언하여 야당인 노동당과 연합하여 Cardoso 대통령을 압박. 이에 따라 현대통령이 재선되어 두 번째 임기가 시작된지 불과 13일만에 모라토리엄을 선언한 것으로 알려지고 있음. *Financial Times*, "Brazil's tough year," 1999. 1. 13, p.11 참조
- 11) 지난 2년간 브라질 정부는 24개 주에 대하여 860억R\$에 대해 정부 지원을 제공하였음. 이는 GDP의 10%에 해당하며 만일 Minas주에 대하여 보다 호의적인 조건으로 채무 재조정을 한다면 나머지 주들과 재조정을 해야하는 입장임. 이는 IMF와 합의한 재정 감축에 정면으로 배치되는 일로서 외국인 투자자들의 신뢰를 상실하게 하는 일이라는 데 문제해결의 어려움이 있음.

으나 군사정부의 굴복에도 불구하고 경기후퇴 지속

- 1987년 2월 새로운 민간 정부, 부채에 대한 모라토리엄 선언
- 1988년 6월 IMF와 새로운 합의에 도달
- 1989년 7월 물가상승률 급등으로 새로운 모라토리엄 위기
- 1990년 3월 Collor 대통령하에 은행예금 자유화를 포함한 새로운 안정화 계획 수립
- 1992년 1월 안정화 계획이 성과를 보이지 않자 IMF와 새로운 합의서 체결
- 1993년 물가상승률이 연 2,500%에 도달
- 1994년 3월 레알 플랜 시작(Launch of Real Plan)
- 1995년 1월 Fernando Henrique Cardoso 후보가 대통령에 취임
- 1998년 1월 아시아 외환위기 발생 후 브라질에 대한 국제투자가들의 신뢰가 되돌아 왔다는 판단아래 금리인하 단행
- 1998년 8월 17일 러시아가 평가 절하와 동시 러시아의 모라토리엄 선언
- 1998년 9월 10일 브라질 자본 도피를 방지하기 위해 금리를 49.75%까지 상승시킴
- 1998년 10월 4일 Cardoso가 대통령 선거에서 재당선
- 1998년 11월 13일 IMF는 415억 달러 규모의 구제금융 제공 계획 발표
- 1998년 12월 2일 공공부문의 연금 기여금 인상안에 대한 브라질 의회의 부결(재정 개혁의 핵심내용)

- 1999년 1월 1일 Cardoso가 대통령으로서 두 번째 임기에 취임
- 1999년 1월 6일 Minas Gerais주의 주지사 Itamar Franco 중앙정부에 대한 채무 지불유예 선언
- 1999년 1월 6일 Minas Gerais주는 128억 달러에 이르는 연방정부 채무에 대해 90일간의 지불유예를 선언하고 1999년 2월 만기가 도래하는 유로채 등 108억 달러의 대외채무에 대해서도 지불유예 가능성을 시사
- 1999년 1월 13일 브라질 정부는 고정 환율 제도로 운용되어 왔던 레알화에 대한 평가절하를 단행
 - o 강한 Real화 정책의 실패자였던 브라질 중앙은행총재 Gustavo Franco가 전격적으로 교체됨과 동시에 Real화 환율변동 상·하한을 상향조정함에 따라 브라질경제에 대한 불안감이 고조
 - o 중앙은행 총재 Gustavo Franco 전격 사임 후 그 후임에는 중앙은행의 통화정책 책임자인 Francisco Lopes가 내정
- 1999년 1월 15일 브라질 정부는 고정환율제를 사실상 포기
- 1999년 1월 19일 브라질 정부는 자유변동환율제 도입 계획을 발표
 - o 중앙은행 우대금리를 36%에서 41%로 상승(국채의 오버나이트 금리는 65%에 도달)
 - o 브라질 지방정부의 주지사 7명은 연방정부에 채무상환 협정을 새로 맺자고 요청
- 1999년 1월 19일 브라질 상원은 투자신뢰 회복과 외부지원의 관건인 재정 긴축안을 통과(세율을 0.2%에서 0.38%로 인상하고 공무원에 대한 연금지급액을 줄이자는 내용)
- 1999년 1월 20일 금리 인상에도 불구하고 연일 외국자본 이탈(총 60억 달러로 집계), 레알화 가치 하락 지속 등 경제불안 계속
- 1999년 1월 21일 세계주가 폭락

- 1999년 1월 23일 브라질 정부 자유 변동환율제를 최종적으로 채택
- 1999년 1월 26일 영국 신용평가기관인 피치IBCA는 브라질의 장기외화표시 및 레알화 표시 채권등급을 'B+'와 'BB-'에서 'B'로 각각 하향 조정
- 1999년 1월 27일 상파울루시 파산 소문
- 1999년 1월 29일 Black Friday 레알화 40% 폭락(2.09레알)
 - o 브라질 정부가 은행을 폐쇄 조치하고 \$200억에 달하는 국내 부채에 대하여 모라토리움을 선언할 것이라고 국제 투자자들이 예상
 - o 브라질 정부의 환율 방어 의지에 대해 비관적인 예상
 - o 브라질 정부는 외환보유고가 \$3백61억이라고 발표(1998. 12. 19현재)
- 1999년 2월 1일 Rio Grande do Sul주의 신임 주지사인 Olivio Dutra는 중앙정부에 대해 채무 지불유예를 선언(브라질 각주의 지불 유예 현황은 <부록 1> 참조)
- 1999년 2월 3일 브라질 정부는 중앙은행 총재를 Francisco Lopes로부터 Soros Fund의 Managing Director였던 Arminio Fraga로 교체¹²⁾
- 1999년 2월 10일 정부는 7개 주(州)의 부채 지급에 대한 논의를 계속하였으나 합의점을 찾지 못함
- 1999년 2월 11일 브라질 정부는 Minas Gerais주의 채무 불이행분 약 100만 달러를 대신 지불
 - o Cardoso 대통령은 국제시장에서 브라질의 신용이 더 이상 추락하는 것을 막기 위한 예외조치로 Minas Gerais주가 지난 10일 상환해야 할 1억 800만 달러 규모의 유로채권 채무 중 일부를 재무부가 대신 지불하도록 지시

12) Arminio Fraga는 미국 Princeton대학에서 경제학 박사학위를 취득한 이래 Saloman Brothers와 브라질의 Garantia 투자 은행 및 Soros Fund 등에 근무하여 왔음. 브라질 대통령 Cardoso는 중앙은행 총재로 Francisco Lopes를 임명한지 3주만에 Arminio Fraga로 교체한 이유에 대해 "That's why I chose a trader with experience in international markets"라고 설명하고 있음. *Business Week*, "Pulling Brazil from the Brink", 1999.5.10, p. 64 참조.

- 1999년 2월 12일 Minas Gerais주에 대한 모든 은행계좌 동결
- 1999년 2월 17일 Armando Calderon 엘살바도르 대통령은 엘살바도르의 통화를 달러화로 교체해야 한다고 발언
- 1999년 2월 22일 정부는 1998년 경제성장이 1997년에 비해 0.15% 증가했다고 발표
- 1999년 2월 26일 브라질 정부는 1999년 경제성장이 3-4% 성장할 것으로 관측
- 1999년 3월 2일 1달러당 2.25레알로 변동환율제 실시 이후 최저치 기록 (45% 절하)
 - o 브라질 기업들이 외채를 갚기 위해 달러 매입을 크게 늘리고 있기 때문인 것으로 분석
- 1999년 3월 4일 브라질내 금융기관들의 1999년도 브라질 경제전망 발표(<표 2> 참조)

<표 2> 1999년도 브라질 경제전망 현황

	GDP (%)	Inflation (CPI) ¹⁾	Exchange Rate (R\$ per \$ ³⁾)
Sailmon Smith Bamey (NY)	-6.0	25.0	2.00
Morgan Stanley Dean Witter(NY)	-4.0	21.3	1.62
MCM Consultores(São Paulo)	-3.5	12~13	1.70
Santander Inv(São Paulo)	-2.0	11.3	1.75
JP Morgan (São Paulo)	-5.5	9.0	1.70
Brazilian Government	-3~-4	7.0 ²⁾	-

주 : 1) Based on Fipe inflation index

2) Estimate based on monthly inflation figures expected in fourth quarter

3) Year end figures

자료 : Banks, Finance Ministry

- 1999년 3월 4일 브라질 중앙은행 총재 Arminio Fraga는 Overnight Call 금리를 45%까지 인상하고 이는 인플레이션을 방지하고 더 이상의 평가 절하를 방지하기 위한 것이라고 발표
 - o Arminio Fraga는 전임 총재들이 취했던 것과 같은 점진적인 국내 금리 인상은 국제 투자자들의 신뢰를 회복시키기에는 미흡하다고 판단하여 즉각 6% 인상을 실시
 - o 브라질 경제가 이미 침체에 빠져들고 있는 상황에서 정부의 재정 적자 폭을 대폭 확대시키는 대폭적인 금리 인상은 많은 위험을 정책이었으나 Arminio Fraga는 시장에 대한 충격 요법을 사용한 것임

- 1999년 3월 8일 브라질과 IMF은 1998년 10월에 합의한 외에 Real화 안정을 위한 계획에 재차 합의
 - o 2차 구제금융 지원(90억 달러)을 위한 경제개혁 조건에 합의
 - o 브라질 정부는 인플레이션 압력을 완화하기 위하여 단기적으로 긴축 통화정책을 사용하고 IMF 지원 자금으로 외환시장에 개입한다는 것
 - o 국민총생산 대비 정부 채무의 증가를 막기 위해 브라질 정부는 이자 지불전 기준으로 흑자 예산을 향후 3년간 편성할 것

- 이러한 초고금리 정책과 긴축 예산 정책은 브라질 경제를 침체 국면에 접어들게 하고 많은 부작용을 양산할 것으로 당초 예상
 - o Jeffrey Sacks는 이러한 브라질 정부의 IMF와의 합의 내용에 대하여 “이미 침체에 빠져들고 있는 경제에 대하여 고금리와 긴축 예산 정책을 사용한다는 것은 재난을 가져올 뿐이다”고 혹평하면서 “IMF와의 합의는 오히려 상황을 더욱 악화시킬 것”이라고 평가¹³⁾
 - o 결과적으로 보았을 때 브라질의 단기간에 걸친 고금리 정책은 시기 적절한 정책이었던 것으로 보임
 - o 아시아 국가들과는 달리 브라질의 고금리 정책이 실패로 끝나지 않은 것은 브라질 민간 기업의 보수적 경영으로 인하여 부채 비율이 크지 않아 고금리 정책의 민간 부문의 경제활력에 대한 손상이 작았기 때문으로 보임

13) *Financial Times*, “High Stakes for Brazil in IMF deal,” 1999. 3. 10, p.6 참조

- 1999년 3월 11일부터 1999년 3월 16일까지 브라질 중앙은행 총재 Arminio Fraga는 뉴욕, 런던, 파리 등을 방문하여 국제 투자자들에게 브라질에 대한 투자를 설득. 사우 파울로의 주식 시장은 하루만에 주가가 11.7% 상승
- 1999년 3월 15일 브라질의 기업과 금융기관들의 Credit Line이 재개되기 시작
- 1999년 3월 18일 브라질의 붕괴 우려가 없다는 외신 보도¹⁴⁾
- 1999년 3월 31일 IMF는 “브라질 정부가 IMF가 설정한 재정적자 목표를 달성하고 있으며 경제가 안정 궤도에 접어들었다”고 논평
- 1999년 4월 1일 IMF는 브라질이 안정궤도에 들어섰다고 공식 논평¹⁵⁾
- 1999년 4월 5일 브라질이 위기에서 벗어났다는 외신의 평가¹⁶⁾
- 1999년 4월 14일 인플레이션이 진정 기미를 보임에 따라 브라질 중앙 은행 총재 Arminio Fraga는 국내 금리를 45%로부터 34%로 인하
- 1999년 4월 19일 Cardoso 대통령은 브라질이 예상보다 빨리 위기에서 벗어남에 따라 곧 50억불 규모의 채권을 국제금융시장에서 발행할 예정이라고 발표하여 브라질의 국제금융시장 복귀를 대내외에 천명¹⁷⁾
- 1999년 4월 22일 브라질 정부 국제 금융 시장에서 5년 만기 30억불 채권 발행(수익률 11.9%)에 성공¹⁸⁾

14) *Financial Times*, “Meltdown fear falls away in Latin America,” 1999. 3. 18, p.8 참조

15) *Financial Times*, “IMF praises Brazil, warns Russia,” 1999. 4. 1, p.8 참조

16) *Financial Times*, “Next steps for Brazil,” 1999. 4. 5, p.13 참조

17) *Financial Times*, “Brazil plans international bond issue,” 1999. 4. 19, p.24 참조

18) 브라질의 이와 같은 외환 위기 회복 속도에 대해 미 재무 장관 Rubin은 “I’m a bit surprised by the speed of recovery, but not the outcome”이라고 표현하여 브라질의 외환 위기 회복 속도가 예상보다 빨랐음을 인정. 또한 미국의 시사 주간지 *Business Week* 지는 브라질 중앙 은행 총재 Arminio Fraga를 “시장에 대해 잘 알고 있는 실무 경력자로서 국제 투자자들을 설득시키는 능력에 있어서는 타의 추종을 불허하였으며 단호한 결정으로 레알화의 붕괴를 방지하고 인플레이션의 재발을 방지하였으며 모라토리움 선언을 방지하여, 러시아 외환 위기발생후 악화되어 가던 브라질 외환 위기를 회복하는

- 1999년 4월 26일 브라질 정부 국제 금융 시장에서 추가로 채권 10억불 발행에 성공
- 1999년 4월 28일 브라질은 국내 금리를 34%로부터 32%로 인하

<표 3> 라틴 아메리카의 실질GDP 성장률 추이

(단위 : %)

	1997	1998	1999
라틴 아메리카 전체	5.2	2.1	-1.2
아르헨티나	8.6	4.4	-1.1
볼리비아	4.2	4.4	4.0
브라질	3.7	0.4	-3.9
칠레	7.1	3.7	1.6
콜롬비아	3.1	1.7	0.9
코스타 리카	3.7	3.7	3.3
도미니카 공화국	8.1	6.0	5.6
에콰도르	3.4	0.1	0.9
멕시코	7.0	4.8	2.5
파나마	4.7	4.3	4.0
파라과이	2.6	2.8	1.6
페루	7.2	0.9	2.7
우루과이	5.1	2.8	0.4
베네수엘라	5.1	-0.7	-2.2

주: 1999년은 전망치임.

자료 : Financial Times Survey, March 3 1999.

데 있어서 가장 공로가 큰 인물"이라고 까지 극찬하고 있음. *Business Week*, "Pulling Brazil from the Brink", 1999.5.10, p. 64 참조.

<표 4> 라틴 아메리카의 물가상승률 추이

(단위 : %)

	1997	1998	1999
라틴 아메리카 전체	8.9	6.0	13.5
아르헨티나	0.3	0.7	-0.1
볼리비아	6.7	4.4	5.7
브라질	4.8	-1.8	16.2
칠레	6.0	4.7	4.2
콜롬비아	17.7	16.7	15.4
코스타 리카	11.2	11.0	9.7
도미니카 공화국	8.3	7.0	6.3
에콰도르	30.8	43.4	32.8
멕시코	15.7	18.6	16.2
파나마	-0.5	1.5	1.5
파라과이	6.2	13.6	13.0
페루	6.5	6.0	6.6
우루과이	15.2	10.0	9.4
베네수엘라	37.6	29.9	39.3

주: 1999년은 전망치임.

자료 : Financial Times Survey, March 3 1999.

<표 5> 라틴 아메리카의 경상수지 추이

(단위 : 십억 달러)

	1997	1998	1999
라틴 아메리카 전체	-57.0	-85.6	-65.3
아르헨티나	-9.4	-13.0	-12.3
볼리비아	-0.7	-0.6	-0.6
브라질	-33.4	-34.7	-19.7
칠레	-4.1	-5.0	-4.1
콜롬비아	-5.3	-6.2	-5.3
코스타 리카	-0.3	-0.4	-0.5
도미니카 공화국	-0.2	-0.2	-0.2
에콰도르	-0.7	-1.9	-1.4
멕시코	-7.5	-15.8	-13.8
파나마	-0.3	0.0	0.0
파라과이	-0.9	-1.4	-1.2
페루	-3.4	-4.0	-3.5
우루과이	-0.3	-0.7	-0.9
베네수엘라	4.7	-1.7	-1.9

주: 1999년은 전망치임.

자료 : Financial Times Survey, March 3 1999.

5. 브라질 외환위기의 정책적 시사점

- 방만한 재정적자의 지속 아래 고정환율제도는 장기적으로 지속 가능하지 않다는 점
 - o 아시아와 러시아 위기 발생원인의 공통점으로서 장기간 지속 가능하지 않은 자본자유화와 고정환율제도를 동시에 지속하여 거시경제의 불균형이 심화됨에 따라 발생
 - o 브라질의 경우에도 Real Plan 실시 이후 방만한 재정과 함께 고정환율제도를 지속함에 따라 환율의 고평가를 비롯하여 거시경제의 불균형이 심화되었던 것이 외환위기 발생의 원인이 되었음¹⁹⁾
 - o 환율제도의 선택이 경제 기본변수들의 구조적 불균형을 해소하지 못한다는 점

- 위기 발생의 방지와 위기의 확산 방지를 위해서는 견실한 금융 시스템의 확보가 중요하다는 점
 - o 브라질에 비하여 상대적으로 견실한 경제의 fundamental을 가지고 있다고 간주되던 아시아 국가들이 단기간내 외환위기에 휘말리게 된 데는 아시아 지역 국가들의 취약한 금융시스템이 주된 원인
 - o 브라질의 외환위기가 파국적인 국면을 맞이하지 않고 비교적 조기에 진정된 데는 브라질 금융 시스템이 상대적으로 견실하였기 때문임
 - o 브라질 금융 시스템이 여타 외환위기 당사국에 비하여 상대적으로 견실했던 점이 외환위기의 증폭을 방지

- 주변 국가에서 외환위기가 발생하였더라도 위기 발생국과의 차별화 노력이 중요하며 실제로 국제투자자들이 과거와 같이 하나의 지역으로 취급하지 아니하고 비록 동일한 지역 국가라 하더라도 차별하기 시작하였다는 점
 - o 견실한 경제 fundamental을 가지기 위한 경제 구조조정 노력을 시행하고 있다는 점을 대내외에 천명하는 등 위기 발생국과의 차별화 전략이 외환위기의 전염으로부터 벗어나는데 대단히 중요하다는 점

19) Rubin은 아시아, 러시아, 브라질의 금융 위기는 모두 장기간 지속 가능하지 않은 고정환율제도를 유지하려고 한데서 비롯된 것이며 향후에 고정 환율 제도를 지탱하기 위한 시장개입 자금으로서 대규모의 국제 자금을 지원하는 일은 없을 것이라는 입장을 표명. *Financial Times*, "Rubin hardens stance on IMF aid for pegged exchange rates," 1999. 4. 22, p.1 참조

Ⅲ. 남미 국가들의 달러화(Dollarization) 논의 동향

1. Dollarization의 의미

- Dollarization은 근본적으로 달러화와 자국 통화간에 동일한 서비스(가치의 보장, 가치의 척도, 교환의 수단)에 대한 경쟁에서 수요자인 내국인이 달러화에 의한 서비스를 선택하는 과정
- Dollarization은 남미 국가들과 체제 전환 국가들(러시아, 폴란드, 우크라이나 등)에 있어서 국가가 재정에 대한 통제력을 상실함에 따라 이들 지역에서 현저하게 나타났음²⁰⁾
- Dollarization의 과정은 먼저 달러화가 자국 화폐 대신 가치 저장 수단으로 사용되는 단계, 다음으로 가치의 척도로서 사용되는 단계를 지나 최종적으로 교환의 수단으로 사용되는 과정을 거쳐 진전 됨²¹⁾
- Dollarization의 의미에 대해서 공통된 합의는 없으나 대체로 다음과 같은 두 가지 의미로 사용가능²²⁾
 - o 통화 대체(Currency Substitution) : 국내 거주자들의 통화 수요에 있어서 달러화에 대한 수요가 증가하는 것으로서 자국 통화 대신 달러화로써 통화의 기능을 대신토록 하는 것
 - o Full Dollarization : 개도국이 자국의 화폐 발행권을 포기하고 달러화를 자국의 법정 통화로 대체하는 것²³⁾
 - Full Dollarization은 파나마와 리베리아 등에서 실시하고 있으며 최근 아르헨티나 등을 비롯한 남미 국가들 사이에서 논의되고 있는 Dollarization은 이를 의미

20) 달러화의 국외 사용을 촉진하는 요인으로는 미국내 이민자의 본국 송금(Poland의 경우), 미국과의 마약 거래 등으로 사용(볼리비아, 콜롬비아, 페루 등)하는 등의 요인이 있음. 최근의 각국에 있어서의 Dollarization은 자본 이동의 자유화와 거주자 외화 예금의 허용 등으로 국내 거주자의 Portfolio 다양화의 차원에서 공통적으로 나타나는 현상으로 정도의 차이가 있음

21) Melvin and Peiers(1996) 참조

22) 한국은행, “아르헨티나의 Dollarization 도입 논의와 전망”, 『주간해외경제』 제 99-5호, 1999, 참조

23) Calvo(1996)는 통화 대체(Currency Substitution)를 Dollarization과 구분하여 달러화가 자국 통화의 통화로서의 기능 중 교환 수단의 기능을 대신한 것이라고 보다 협의로 개념 정의

2. Full Dollarization 논의의 성격

- 과거의 Dollarization에 대한 논의는 주로 고인플레이션 아래 놓여 있었던 개도국들 사이에서 점진적으로 이루어져 왔던 현상에 대한 논의였음²⁴⁾
 - o 과거의 달러화 논의는 달러화에 따르는 비용으로 통화 정책에 주권 상실 및 세노리지의 상실을 거론하고 달러화에 따르는 이득으로서 인플레이션의 진정에 따르는 이익을 비교하는 정태적인 분석이었음
- 그러나 최근 아르헨티나를 비롯한 남미를 중심으로 일어나고 있는 Full Dollarization 논의는 과거와는 성격을 달리하는 논의로 보임
- 최근 아시아 및 브라질 외환위기를 계기로 남미에서 Full Dollarization과 아르헨티나식의 통화 위원회 제도(Currency Board)에 대한 옹호론자들이 증가²⁵⁾
 - o 이들은 남미 제국에서의 자유변동 환율정책은 오히려 위기를 불러들이는 경향이 있으며 남미 제국은 환율정책의 독립성을 포기하여야 할 것이라고 주장²⁶⁾
 - o 또한 남미 국가들은 아르헨티나식의 통화 위원회제도를 도입하거나 Full Dollarization을 실시하는 것이 이들 국가들을 투기적 공격으로부터 보호하고 국제금융시장에 대한 접근을 용이하게 하는 길이라고 주장
 - o 이와 같은 자국 통화의 퇴장은 바람직할 뿐만 아니라 세계화의 필연적 결과라고 주장
- 즉 최근 달러화의 논의는 과거에 진행되었던 인플레이션 억제 수단으로서 보다는 자본자유화에 따라 점차 빈도가 높아지고 있는 외환위기의 위협에서 벗어나고자 하는 과정에서 부상되기 시작²⁷⁾

24) Guidotti and Rodriguez(1992)는 인플레이션과 개도국의 Dollarization 간에는 비대칭적인 관계가 있는 것으로 주장하는데 높은 인플레이션은 달러화를 촉진하는 효과가 있는 반면 인플레이션율이 낮아졌다고 하여 달러화가 낮아지지 않는 톱니바퀴 효과(Ratchet Effect)가 있다고 주장.

25) *Financial Times*, "Crisis starts debate on Dollarization," 1999. 3. 12, p.4 참조

26) 남미 국가들은 환율을 외환시장의 수요와 공급에 의하여 변동하게 하는 자유변동환율제를 시행하는 것보다는 아르헨티나식의 통화 위원회 제도를 도입하거나 아니면 법정 통화를 미달러화로 대체해 버리는 Full Dollarization에 의하여 보다 안정된 경제 체제를 유지하게 할 것이라는 것이 주된 내용.

27) Garcia-Herrero(1997)에 의하면 아르헨티나와 파라과이의 경우 경제의 달러화의 진전은 예금의 안정성을 높이고 자본 도피를 감소시켜 결과적으로 은행위기(Banking Crisis) 발생시 거시 경제에 대한 부정적 영향을 줄인 것으로 나타남

- 현재 논의되고 있는 Full Dollarization은 소규모 개방경제의 외부의 투기적 공격에 대한 보호 수단으로서 논의되고 있는 성격이 짙음
- 이는 실물 부문에 있어서 세계경제의 블록화의 진전과 함께 금융면에서의 통화 블록 확대 현상과 맥락을 같이 하는 것임
- Stanley Fisher IMF 부총재가 언급한 바와 같이 소수 통화에 대한 집중 현상과 통화 동맹의 확대 현상("fewer currencies and more currency unions")의 하나로 보임
- 한국과 관련해서는 아시아 외환위기 발생 후 논의가 활발해지고 있는 아시아 통화 블록의 형성과 관련하여 관심을 가질 필요가 있음

3. Full Dollarization의 장단점 비교

- Full Dollarization은 국가로서의 정체성(Identity) 상실과 정치적인 부담 측면까지 포함하면 그 비용과 편익을 단순하게 비교하기 곤란
- Dollarization의 비용과 편익에 대한 전통적인 논의는 자국의 인플레이션에 대한 통제의 대가로 주조 차익(seigniorage)의 상실과 이로 인한 inflation tax의 상실을 들고 있음²⁸⁾

1) Full Dollarization의 이점

- 국제 투기 자본의 투기적 공격으로 인한 외환위기의 발생 위험 감소
 - 달러화를 자국 통화로 사용함에 따라 달러화 자체에 대한 투기적 공격이 발생하지 않는 한 국제투기자본의 투기적 공격으로부터 보호
 - 달러화에 대한 자국 통화의 환율변동이 없어짐에 따라 환투기 소지 제거
 - 실제로 브라질의 인접국인 아르헨티나는 1999년 1월 브라질 외환위기 발생 당시 지속적으로 peso화에 대한 달러화 실시 논의로 투기적 공격과 통화위기의 전염을 감소시켰던 사례가 있음
- 세계 최대의 시장인 미국과 동일한 시장권역으로 편입됨에 따라 실물 및 자본시장이 확대되고 시장 확대에 따라 규모의 경제 달성 가능
 - 시장 확대에 따른 교역의 증대

28) Fisher(1982) 참조

- 생산에 있어 규모의 경제 달성
 - 자본조달 비용의 하락(국제금리 수준으로 조달)
 - 이자율의 안정을 통한 금융시장의 안정 달성
 - 대외 교역에 있어서 세계결제통화 중 절대적인 비중을 차지하고 있는 달러화를 사용하는 데 따른 거래비용 및 환위험의 감소와 이로 인한 교역의 증대
- 재정에 대한 통제가 이루어지지 않는 국가의 경우 통화 발행권을 포기함에 따라 인플레이션의 진정이 가능

2) Full Dollarization의 비용

- 통화 금융정책 권한에 대한 포기로 자국 특유의 경제 상황에 적합한 통화 금융 정책 수행이 불가해짐
 - 미국의 통화 금융정책이 dollar를 사용하는 다른 나라의 경제 상황을 고려해 주기를 기대하기 곤란²⁹⁾
- 통화 발행권 포기에 따른 정부의 화폐주조차익(seigniorage)의 상실과 이에 따른 재정수지가 악화될 우려가 있음³⁰⁾
 - 정부의 inflation tax 포기에 따른 사회 후생의 감소
 - 과거 정부의 inflationary finance에 의하여 보충되어 오던 부분을 국내 은행이 담당하도록 하게 되면 은행의 부실채권을 높일 가능성이 존재
- 외부 충격(External Shock)을 흡수해 줄 수 있는 충격흡수(buffer) 장치인 환율 정책이 사라지게 됨에 따라 외부의 충격이 직접적으로 국내 경제에 영향을 미치게 됨
- 이에 따라 외부의 충격을 감당할 수 없을 경우 자국의 환율 정책을 실시하기 위하여 Full Dollarization을 포기할 수 있는 불확실성이 존재

29) Samuel Brittan은 이러한 one-size fits all의 통화 금융정책을 Euro화의 경우 Euro Zone에 위치하는 국가이지만 ECB Bank 내부에 있어서의 발언권은 없는 Ireland나 Portugal의 경우와 마찬가지로 비유(Dollarization is equivalent to joining the euro without having a seat on the European Central Bank). *Financial Times*, "Yet more dollars," 1999. 4. 29, p.4 참조

30) 세노리지 상실액은 대체로 GDP의 0.2%로 추정. *Financial Times*, "Yet more dollars," 1999. 4. 29, p.10 참조

- 중앙은행이 최종 대부자 기능을 충분히 수행할 수 있을 정도의 달러화를 보유하고 있어야 하며 그렇지 못할 경우 최종 대부자가 없는 취약한 금융 시스템을 운영
 - o 최종 대부자로서의 중앙은행의 기능을 대신해줄 수 있도록 IMF 또는 미국 FRB와 합의가 필요
 - o 또한 국내 금융기관이 FRB 등과 통합된 시스템 아래서 작동되어야 할 필요
 - o 그렇지 못한 경우 최종 대부자가 없이 작동하는 금융 시스템이 될 것이며 그 만큼 국내 금융 시스템은 위기 발생에 취약

- 정치적 비용
 - o 자국의 통화 주권과 자국 통화 포기애 따른 국가로서의 정체성(identity) 상실과 이로 인한 정치적 부담

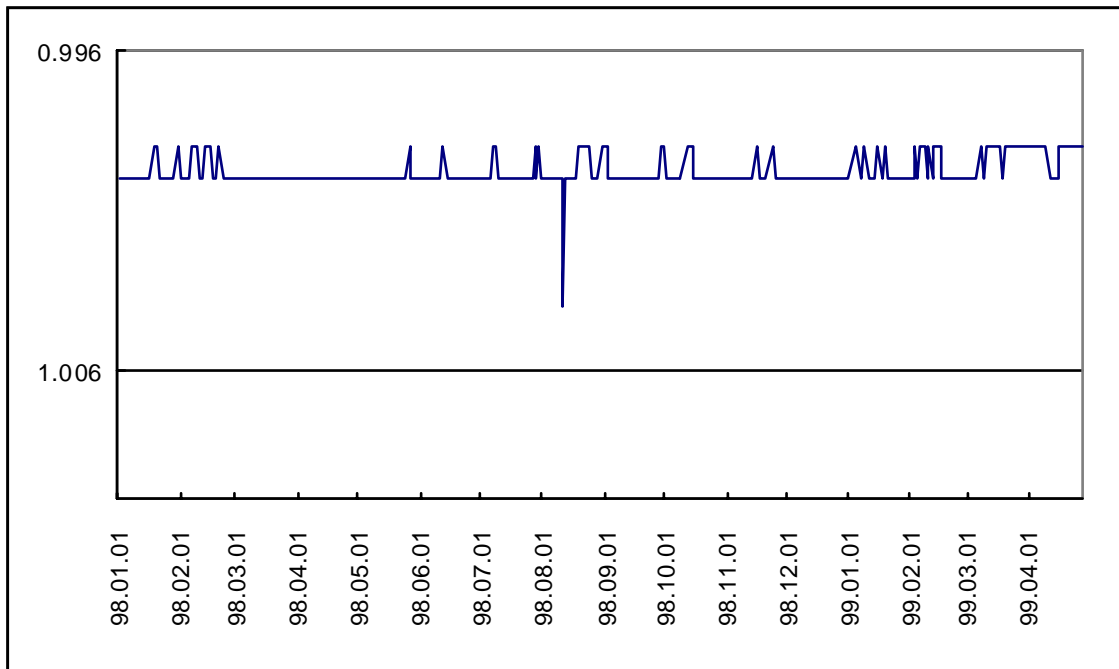
4. 세계 각국의 Full Dollarization 논의 동향

- 최근 브라질의 외환위기를 계기로 아르헨티나를 중심으로 Full Dollarization 논의가 진행되고 있음

1) 아르헨티나의 경우

- 아시아 외환위기와 브라질 외환위기를 겪으면서도 외환위기에 휘말려 들지 아니한 아르헨티나의 외환위기 전염에 대한 내성(resilience)에 대해 최근 관심이 고조
 - o 아르헨티나 수출의 27%와 수입의 23%는 브라질과의 교역
 - o 이러한 밀접한 교역 관계로 인하여 브라질의 1999.1월 외환위기는 아르헨티나로 전염될 것으로 예상
 - o 이러한 예상에도 불구하고 아르헨티나 peso화의 달러화에 대한 1:1 교환 비율은 계속 지켜지고 있으며 더욱 신뢰를 얻고 있음

<그림 7> 아르헨티나의 페소화 환율 추이



자료 : Datastream

- Carlos Menem 아르헨티나 대통령은 아르헨티나가 향후 Full Dollarization 을 추구할 것임을 밝힘과 동시에 통화가치 불안을 제거하기 위해 Mercosur(남미공동시장) 회원국들에게도 달러화를 기축통화로 하는 단일통 화제를 실시할 것을 제의³¹⁾
- 만일 Carlos Menem 대통령(1999년 중 대통령 선거 예정)이 아르헨티나의 Full Dollarization에 성공할 경우 그 효과는 주변의 페루, 우루과이 등의 국가와 나아가서 멕시코 등에까지 아르헨티나의 사례를 따를 가능성을 높 임
- 현행 아르헨티나의 환율제도는 통화 위원회제도
 - o 페소 대 달러화의 교환 비율을 1:1로 정하고 페소화는 해당되는 액수만 큼 중앙은행의 달러화 지불 준비금에 의하여 뒷받침되고 있음
 - o 통화 위원회 채택에 의하여 독립적인 통화신용정책을 포기하고 금리를 시장 자율에 일임
 - o 달러화가 일상 거래에 유통

31) Mercosur 회원국은 아르헨티나, 브라질, 파라과이, 우루과이 등이며 칠레와 볼리비아가 준회원국. 한국경제신문, “남미 ‘달러화를 통용화폐로’ - 아르헨등 주장…환투기등 통화교 란 원천방어,” 1999. 1. 18, 9면

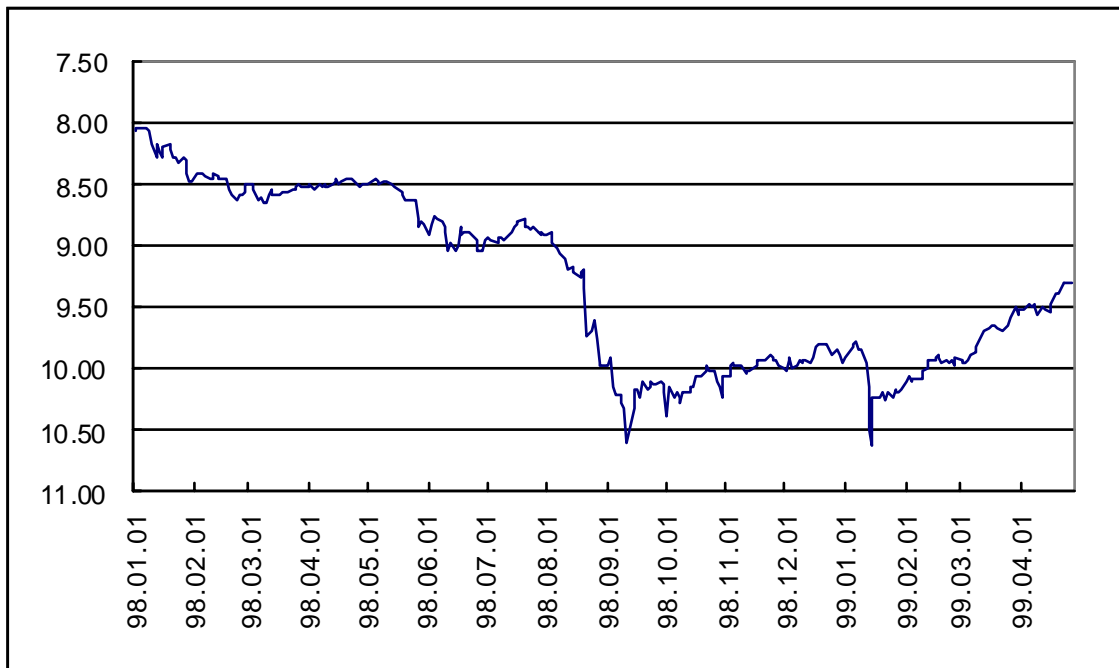
- 은행예금이나 대출의 경우 이미 달러로 이루어지고 있을 만큼 달러화 (Dollarization)가 충분히 진행
 - 일반 소비생활에서도 달러가 이중화폐처럼 사용
- 아르헨티나가 Full Dollarization을 실시하는데 따르는 seigniorage 예상 상 실액
 - 현재 통용되고 있는 \$160억에 달하는 폐소화를 달러화로 모두 흡수하는 데 따른 이자 손실액 기준으로 파악하였을 때 연간 \$7억5천만에 이를 것으로 추정³²⁾
 - 아르헨티나가 달러화를 추진하는 데는 미국과의 합의가 반드시 필요한 것은 아니나 보다 안정적인 최종 대부자 기능 확보를 위해 미국과의 협력이 필요
 - 이러한 아르헨티나의 Full Dollarization 논의에 대해 전임 대통령인 Raul Alfonsin은 달러화를 추진하는 것은 마치 Puerto Rico처럼 미국의 부속품 신세로 전락할 우려가 있다고 불만을 제기
 - 브라질의 중앙 은행 총재 Lopes는 아르헨티나의 Full Dollarization 논의에 대해 “아르헨티나는 파나마와 같은 운명을 걷게 될 것이다. 통화는 어느 사회에 있어서든지 가장 기본적인 요소를 이룬다.”며 회의적인 반응
 - 그럼에도 불구하고 많은 학자들과 정책 결정자들은 미국과의 통화 공동체 (Monetary Association) 구성에 의한 달러화가 장기적으로 아르헨티나에 게 이득을 가져다 줄 것으로 생각하는 추세

32) *Financial Times*, “Crisis starts debate on Dollarization,” 1999. 3. 12, p.4 참조

2) 멕시코의 경우

- 멕시코는 1994년 위기이후 변동환율제를 실시

<그림 8> 멕시코의 환율 추이



자료 : Datastream

- 최근 페소화의 폭락으로 멕시코 자국통화를 미달러로 채택하자는 논의가 제기
- 또한 Private Sector Centre for Economic Studies(CEESP), Banamex 등 대규모 은행을 포함한 멕시코 민간기구는 유로화와 비슷하게 미국 달러에 대한 통화 통합이 필요하다고 주장³³⁾
- 멕시코 통화당국자는 변동환율제를 포기할 계획도 없고, 미국 달러와의 통화통합은 막대한 정치적 장애를 초래한다고 발언하여 Full Dollarization을 위해서는 정치·경제적 예측 문제를 우선 해결해야 한다는 입장을 천명³⁴⁾
- Angel Gurria 멕시코 재무장관은 “멕시코의 경우 자유 변동 환율제도의

33) *Financial Times*, “Calls grow for Mexico to adopt US dollar,” 1998. 9. 24, p.9 참조

34) *Financial Times*, “Calls grow for Mexico to adopt US dollar,” 1998. 9. 24, p.9 참조

도입이 실패라고 판단하기에는 아직 이르다”고 강조하여 당분간 Dollarization을 실시할 의사가 없음을 시사³⁵⁾

- 그럼에도 불구하고 전문가들의 견해로는 미국과의 무역량을 고려해보면 멕시코가 달러 전환 가능성이 높다고 관측 제시³⁶⁾
 - o 멕시코는 현재 전체 무역의 80%를 북미지역에 의존
 - o 국내여론의 85%가 달러 사용을 지지

3) 엘살바도르의 경우

- Armando Calderón Sol 엘살바도르 대통령은 엘살바도르가 달러화를 법정 통화로 채택하여야 한다고 주장하였으나 임기 만료로 구체화시키지는 못하였음³⁷⁾
 - o 현재 엘살바도르 통화 Colón은 1992년 1달러당 8.75Colón으로 pegged 됨.

4) 홍콩의 경우

- 아시아 외환위기를 전후하여 국제 투기 자본의 홍콩 달러에 대한 집요한 투기적 공격으로부터의 홍콩을 보호하기 위한 수단으로서 Full Dollarization 논의 시작³⁸⁾
- 지속되는 국제투기자본의 투기적 공격에 대한 완벽한 대응책은 법정 통화를 홍콩 달러화로부터 미달러화로 대체하는 것이라는 주장이 호응을 얻기 시작³⁹⁾

35) *Financial Times*, “Summers warns on Dollarization,” 1999. 3. 15 p.1 참조

36) 한국경제신문, “홍콩도 달러화 통용 구상,” 1999. 1. 20, 9면

37) *Financial Times*, “Support for Dollarization,” 1999. 2. 17, p.5 참조

38) 국제투기자본의 홍콩에 대한 기존의 투기적 공격 양식은 홍콩의 주식시장과 외환시장에 대한 동시적 공격으로서 주식시장에서는 주식 차입과 함께 공매도(short Selling)하고 동시에 외환시장에서는 홍콩 달러화에 대한 공매도와 미달러화에 대한 매입하는 것임. 그런데 이러한 홍콩 달러화에 대한 공매도와 미달러화에 대한 매입은 통화 위원회 제도의 메커니즘에 따라 통화량 감소와 이자율 상승 초래하게 됨. 국제투기자본은 이자율 상승에 따라 홍콩의 주가가 하락하면 하락한 주가로 주식 상환하여 투기적 이득을 얻어 왔음. 이러한 고질적인 투기적 공격에 대해 홍콩 당국은 투기적 공격시마다 콜금리를 인상하는 정책을 사용하였으나 이는 고금리로 인해 주식시장에 큰 피해를 주는 동시에 자산 디플레를 초래하였음

39) *Asian Wall Street Journal*, “Hong Kong Holds Fire on Dollarizing,” 1999. 1. 19, p.6

- 경제 분석가들은 홍콩의 Full Dollarization이 국제투기자본의 투기적 공격에 대한 완벽한 방어책(perfect solution)이라는 점을 부각
- 기술적으로는 단시간 내에 홍콩의 Full Dollarization이 가능
 - 현재 미달러당 7.8홍콩달러의 환율로 미달러에 연동하는 고정환율제를 유지하고 있음에 따라 미달러화에 일정비율로 고정되어 있는 홍콩달러를 종전 비율 그대로 미달러로 전환하면 가능
- 1998년 4월 홍콩 당국은 Full Dollarization을 검토한 바가 있음
 - 홍콩의 Full Dollarization은 혁신적이고(draconian) 홍콩과 중국과의 관계를 규정하는 홍콩의 헌법과 상충할(may contravene) 가능성이 높다는 결론을 내림
 - 홍콩에서 홍콩 달러를 기준으로 체결된 많은 계약들을 무효화시킬 우려가 있음
 - 이에 따라 홍콩에서 달러화를 추진하기 위해서는 홍콩의 헌법과 계약의 개정을 위해서 시간이 필요하다는 결론을 내림
- 그 밖의 홍콩 Dollarization 추진상의 문제점
 - 홍콩은 중국 영토의 일부로서 중국은 홍콩 지배에 있어서 미국달러를 법정화폐로 쓰는데 따라 발생할 우려가 있는 중국의 주권이 침해에 대해 용납치 않을 것이라는 점⁴⁰⁾
- 홍콩 정부의 공식적인 입장은 현재로서는 추진할 계획이 없다는 것⁴¹⁾

5) 개도국들의 Full Dollarization 논의에 대한 미국의 입장

- 아시아 외환위기 발생 전까지 미국의 여타 국가들의 Full Dollarization에 대한 입장은 관대한 무시(benign neglect)였음⁴²⁾
 - 여타 국가들이 달러화를 진행시킬 경우 여타 국가들이 사용하는 달러화에 대해서는 그만큼 미국의 입장에서는 seigniorage가 발생⁴³⁾

참조

40) *Asian Wall Street Journal*, "Hong Kong Holds Fire on Dollarizing," 1999. 1. 19, p.6

참조

41) "We have examined the issue of Dollarization and we find that it is not to be pursued in Hong Kong." *Asian Wall Street Journal*, "Hong Kong Holds Fire on Dollarizing," 1999. 1. 19, p.6 참조

42) Melvin and Peiers(1996) 참조

- o 그러나 이러한 seigniorage의 규모에 대해서는 미국은 대수롭지 않은 것으로 여기고 무시
- 미국 FRB는 남미 경제가 달러를 통용화폐로 채택할 경우 그 만큼 역외 달러의 유동성 조절이 어려워지고, 남미가 다시 자국통화를 운용하겠다고 정책을 변화시킨다면 FRB는 남미에 풀린 달러를 흡수해야 하는 막중한 부담을 안게 되는 문제점을 보유⁴⁴⁾
- Jeffrey Sack는 “아르헨티나는 모든 면에서 미국과 다른 시회경제 체제를 갖고 있다. 다시 말해 두 나라는 최적 통화 지역이 아니다. 단순히 달러를 사용하는 것은 경제 위기에 대한 저항력을 높이는데 효과가 없다”고 주장하여 최근의 Full Dollarization 논의를 최적 통화 지역의 관점에서만 파악⁴⁵⁾
- Summers 재무차관은 라틴 아메리카의 Full Dollarization 논의에 대해 부정적인 견해를 표명⁴⁶⁾
 - o Summers는 “미국은 다른 나라가 미 연방은행의 재할인 창구를 이용하게 할 수는 없으며 다른 나라의 사정을 고려하여 통화 정책을 실시할 수는 없는 노릇”이라고 발언하여 부정적인 견해를 표명
 - o 또한 “Dollarization이 가져올 정책 수행의 경직성에 대해서 주의 깊게 살펴보아야 할 것”이라고 발언하였으나 Full Dollarization을 실시하는 국가와 미국간에 달러화를 사용하는데 따른 seigniorage 배분에 대해서는 일체의 침묵을 지킴
- 앨런 그린스펀 FRB 이사회 의장은 개도국들이 IMF가 권고한 재정 및 통화정책을 쓰지 않고 달러화만 추진한다고 해서 경제안정 효과를 거둘 수는 없는 노릇이며 개발 도상국들이 달러화를 추진하는 것은 바람직하지

43) 달러화를 진행시키고 있는 국가에서 사용하는 달러화 통화부분 중 달러화 표시 예금은 이자를 지불해야 함에 따라 미국측에 귀속되는 seigniorage 부분은 아니며 개도국에서 사용하는 달러화 현금에 해당되는 부분만 미국측이 이자를 지불할 필요가 없음에 따라 미국측에게 seigniorage로 귀속되는 부분이 될 것임(Melvin and Peiers(1996) 참조).

44) 한국경제신문, “남미 ‘달러화를 통용화폐로’ - 아르헨등 주장…환투기등 통화교란 원천 방어,” 1999. 1. 18, 9면

45) Jeffrey Sack는 단순히 달러를 사용하는 것은 경제위기에 대한 저항력을 높이는데 효과가 없다고 주장함, Jeffrey Sacks, 다보스 포럼, 1999.1.30, 다보스 콩그레스 썬타, 매경과의 인터뷰 내용, 매일경제신문, “한국, 단기 자본 유입 경계해야,” 1999. 2. 1, 8면

46) *Financial Times*, “Summers wars on Dollarization,” 1999. 3. 15, p.1 참조

않다고 발언⁴⁷⁾

6) 아시아의 단일 통화 논의 동향⁴⁸⁾

- 유럽의 유로화처럼 아시아 각국 통화를 하나로 통합하자는 논의가 활발하게 제기
- 아시아 각국의 '단일통화론' 주장
 - o 에스트라다 필리핀 대통령은 아세안 정상회담에서 아시아 단일통화를 만들자고 공식 제의
 - o 홍콩 통화당국의 조셉 얀 총재는 "아시아 국가간 무역을 확대하고 환란이 재발하지 않도록 단일통화를 도입해야 한다"고 주장
- 단일 통화론은 일본과 아세안 11개국에서도 큰 관심을 표명
 - o 엔화의 국제화를 적극 추진하고 있는 일본의 오부치 총리는 달러-엔-유로의 3극 기축 통화제를 주창
 - o 달러에 압도되고 유로화의 출범으로 위상이 약해진 엔화에 대한 응급처방으로 지역별 통화관리체제를 만들자는 취지
- 아시아 각국의 단일 통화론에 대한 반대론자들의 주장
 - o 단일통화를 도입하기 위해서는 회원국들의 물가, 이자율, 실업률 등 거시경제 여건이 수렴될 수 있는 조건 충족이 필요
 - o 사카키바라 일본 대장성 재무관은 "유럽과 달리 아시아는 국가별로 경제적 편차가 심한 데다 지역도 넓어 단일통화권을 만들기에는 불리하다"며 회의적인 견해를 표명
 - o 싱가포르 투자자문사인 아시아-유럽 파운데이션의 토미 고 사장은 "아시아는 결합력이 떨어진다. 즉 일본, 중국, 동남아로 갈려있는 현재의 대립구도에서 단일 통화제는 상당한 노력이 필요한 과제"라고 부정적 견해를 표명
- 그럼에도 불구하고 아세안 핵심 회원국들은 단일통화 출범을 위해 '6개국 실천계획'을 발족한 바 있음

47) 한국경제신문, "달러화 통용 재고해야," 1999. 4. 23, p.8 참조

48) 매일경제신문, " '아시아판 유로' 창설논의 활발," 1999. 1. 20, 9면

5. Dollarization 논의의 정책적 시사점

- 자본자유화와 자본이동에 대한 통제완화는 필연적으로 화폐의 서비스 기능에 대한 통화간 경쟁을 격화시킬 것이며 경쟁에서 패배한 통화가 우월한 통화로 통합되는 과정을 거치게 될 것임
- 또한 전세계적인 자본자유화와 외환위기의 빈발은 소규모 개방 경제가 과연 자국의 통화를 보유하여야 하는가 하는 근본적인 의문을 제기시키고 있음
- Full Dollarization의 동향은 과거와는 달리 최적 통화 지역이 아니면서도 국제투기자본의 투기적 공격으로부터 방어하기 위한 통화 통합의 수단으로서 부각되기 시작하였다는 점에 주목할 필요가 있음
- 이는 1997년 아시아 외환위기 발생 후 외환위기 재발 방지를 위하여 통화협력체 구성 논의 또는 아시아 지역에서의 단일 통화권 구성 논의 등에 참여해야 하는 한국에게도 많은 시사점을 제공할 수 있음
- 현재 Full Dollarization에 대한 논의는 과거의 최적 통화 지역 이론에 입각한 정태적 논의라기보다는 외환위기 발생으로부터의 보호용이라는 차원에서 논의되고 있다는 점을 주목해야 할 필요가 있음
 - o 홍콩이 아시아 지역에서의 지역 협력 차원을 떠나 미국과의 통화 통합을 고려하고 있다는 점은 시사하는 바가 큼
- Euro화의 출범과 Dollarization을 비롯한 통화 통합의 전체적인 조류속에서 한국도 어느 통화권과의 통합이 국가의 후생을 최대로 증진시킬 것인가에 대한 검토가 시작되어야 할 것임
- 기존의 최적통화지역 이론과 같이 자본과 노동 등 생산요소의 이동과 경제정책에 있어서의 합의의 협조 정도를 주된 고려 요소로 하는 분석은 지나치게 정태적인 분석이 될 수 있음
- 최적통화지역이 아니더라도 어떠한 통화권과의 통합이 과연 외환위기 발생 위험을 감소시켜 줄 수 있겠는가라는 차원에서 검토가 있어야 할 것임

참고문헌

- 최 두열, 『대외 지급 불능방지를 위한 정책제안』 - 멕시코 사례로부터의 유추 -, 한국경제연구원 정책보고서 98-01, 1998.2
- _____, 『아시아 외환위기의 발생 과정과 원인』, 한국경제연구원, 1998.12
- 김희경 · 정승원 · 이경형, 『남미 주요국의 금융제도』, 한국금융연구원, 1996. 6.
- 한국은행, 『브라질 외환위기 확산과 국내경제에 미치는 영향』, 1999. 1.
- , 「아르헨티나의 Dollarization 도입 논의와 전망」, 『주간해외경제』 제99-5호, 1999. 1. 24- 1. 30, pp.13-18.
- 국내 일간신문, 각호
- Fischer, Stanley, "Seigniorage and the Case for a National Money," *Journal of Political Economy* Vol.90, No.21, 1982, pp.295-313.
- García-Herrero, Alicia, "Banking Crises in Latin America in the 1990s: Lessons from Argentina, Paraguay, and Venezuela," IMF Working Paper 140, October 1997.
- , "Monetary Impact of a Banking Crisis and the Conduct of Monetary Policy," IMF Working Paper 124, September 1997.
- Giovannini, Alberto and Baart Turtelboom, "Currency Substitution," in Federick van der Ploeg, ed., *Handbook of International Macroeconomics*, Blackwell Publishers, 1994, pp.390-436.
- Guidotti, Pablo, and Carlos Rodriguez, "Dollarization in Latin America: Grasham's Law in Reverse?," IMF Staff Papers 39(3), 1992, 518-544.
- Ize, Alain and Eduardo Levy-Yeyati, "Dollarization of Financial Intermediation: Causes and Policy Implication," IMF Working Paper 28, March 1998.
- Lamdany, Ruben and Jorge Dorlhiac, "The Dollarization of a Small Economy," *Scandinavian Journal of Economics* Vol.89, No.1, 1987, pp.91-102.
- Melvin, Michael and Bettina Peiers, "Dollarization in Developing Countries: Rational Remedy or Domestic Dilemma?" *Contemporary Economic Policy* Vol.14, 1996, pp.30-40.

Mizen, Paul and Eric J. Pentecost, *The Macroeconomics of International Currencies*, Edward Elgar, 1996.

Savastano, Moguel A., "Dollarization in Latin America: Recent Evidence and Some Policy Issues," IMF Working Paper 4, January 1996.

Végh, Carlos A., "From Currency Substitution to Dollarization and Beyond: Analytical and Policy Issues," by Guillermo A. Calvo, *Money, Exchange Rates and Output*, 1996, pp.153-175.

Asian Wall Street Journal, 각호

Business Week, 1999.5.10 호

Financial Times, 각호

<http://161.148.1.151/ingles/ajuste/ipef.html>

<http://161.148.1.151/ingles/ajuste/irespef.html>

<http://161.148.1.151/ingles/releases/ir981113-anx.html>

<http://www.jpmmorgan.com/MarketData/EMBI/embi.html>

부 록

<부록 1> 브라질과 IMF의 합의 내용(1999. 3. 8)

(Brazil Memorandum of Economic Policies)

- 90억 달러에 이르는 2차 구제금융 지원을 위한 경제개혁 조건에 합의 브라질과 IMF의 제2차 구제금융 합의서 내용(1999년 3월 9일)
 - o 90억 달러(IMF에서 49억 달러, 미주개발은행에서 34억 달러, 기타 7억 달러)에 이르는 2차 구제금융 지원을 위한 경제개혁 조건에 합의
 - o 물가상승률 당초 2%에서 16.8%로
 - o 경제성장률 1999년 -3.5-4%, 2000년 3.5-4%, 2001년 4.5-5% 수준으로
 - o 재정적자 당초 GDP대비 4.7%에서 6.9%로
 - o 공공부채 당초 GDP대비 42.6%에서 50%로 상향조정
 - o 레알화 환율수준은 달러당 1.70레알로 절하폭을 연초대비 31%수준에서 유지

- 재정 개혁, 변동환율제, 새로운 통화정책의 명목적 정착에 초점

- 1999년 경제전망
 - o 추가적인 재정 향상과 안정된 통화정책으로 1999년 상반기 레알화의 폭락이 계속되지만 하반기에는 인플레이션의 감소를 전망
 - o 연말 월평균 인플레이션은 0.5 ~ 0.7%일 것으로 예상
 - o 실질 GDP는 연평균 3.5~4%정도 감소할 것으로 전망
 - o 경기 침체는 연 중반에 최하를 기록하고, 1999년 하반기에 회복할 것을 전망
 - o 경상수지 적자는 GDP대비 4.5%에서 평균 GDP대비 3%정도로 감소할 것으로 전망
 - o 자본유입은 전체 상환금의 초과분만큼 계속될 것으로 전망

- 재정정책
 - o 레알화의 폭락에 따른 공공부채의 증가에 대해 브라질 정부는 당초 계획했던 GDP대비 46.5%보다 높은 GDP 대비 50% 정도로 전망
 - o 공공부채는 1999~2001년까지 연평균 GDP대비 3.5%이내에서 증가할 것으로 전망

- 추가적인 재정 삭감은 는 세입의 증가와 세출의 삭감에 따라 실시
 - 지방 주정부들은 연방 정부와의 부채 조정 합의서의 이행과 행정개혁법의 요구에 동의할 것으로 전망
- 통화 및 금융정책
 - 인플레이션, 실질GDP, 전체 상환금 내에서의 성장을 유지
 - 인플레이션과 통화의 증가는 이자율의 신축적 대응으로 가능할 것으로 전망
 - 이자율은 변동환율제 시행 이전보다 낮은 수준으로 감소할 전망
 - 3월 4일 Overnight 시장금리는 45%였음
 - 해외정책
 - 지속적인 경제개방화 촉진을 추진
 - 구조적 정책
 - 사회보장제도 개혁, 행정개혁, 세제개혁 등을 통한 재정건전화 이룩
 - 민간부문의 촉진 및 확장을 추진

자료 : <http://www.imf.org/external/np/loi/1999/030899.htm>

<부록 2> 브라질과 IMF의 금융지원프로그램 합의 내용(1998. 11. 13)

- IMF는 1998년 11월 13일 심각한 경제위기에 봉착한 브라질 경제를 지원하기 위해 브라질과 총415억 달러 규모의 금융지원프로그램에 합의했음
- 금융지원 규모
 - 대 브라질 지원규모는 총 415억 달러로 IMF가 180억 달러, 세계은행이 45억 달러, 미주개발은행(IDB)이 45억 달러, 미국 등 서방 선진국이 145억 달러를 각각 지원함.
- IMF자금지원의 성격 및 자금도입
 - 총 지원금 중 370억 달러는 브라질이 필요시 향후 12개월 이내에 인출이 가능하며 이중 90억 달러는 IMF이사회 승인을 거쳐 1998년 12월

중 인출 가능

- 특히 IMF의 지원금은 총36개월에 걸쳐 분할 지급될 예정인데, 지원금의 70%(126억달러)는 보완준비금제도(Supplemental Reserve Facility, SFR)의 성격을 띠고 나머지 30%(54억달러)는 대기성차관의 형태로 지원됨.

- IMF의 금융지원 조건

- IMF와 브라질 정부가 합의한 주요 금융지원조건은
 - 향후 3년간 기초재정수지 목표를 1999년 GDP대비 2.6% 흑자, 2000년 2.8% 흑자, 2001년 3% 흑자 달성
 - 사회보장제도개혁, 행정개혁, 세제개혁 등을 통한 재정건전화
 - 지속적인 경제개방화 추진
 - 엄격한 통화정책 추진
 - 거시경제안정
 - 현행 환율제도 유지 등임.

<부록 3> 브라질 州政府의 지불유예 현황

	임금총액 ¹⁾	주정부의 부채현황 ²⁾
상파울로	64	46.6
리오 드 자네이르	80	12.9
Minas Gerais	77	10.2
리오 그란드 도 설	84	7.8
산타 카타리나	68	1.4
고이아스	63	1.2
바이아	53	0.9
마토 그로쑤 도 설	74	0.8
마토 그로쑤	55	0.8
에스피리토 산토	68	0.4
세르지페	62	0.3
파라	51	0.3
합 계	799	83.6

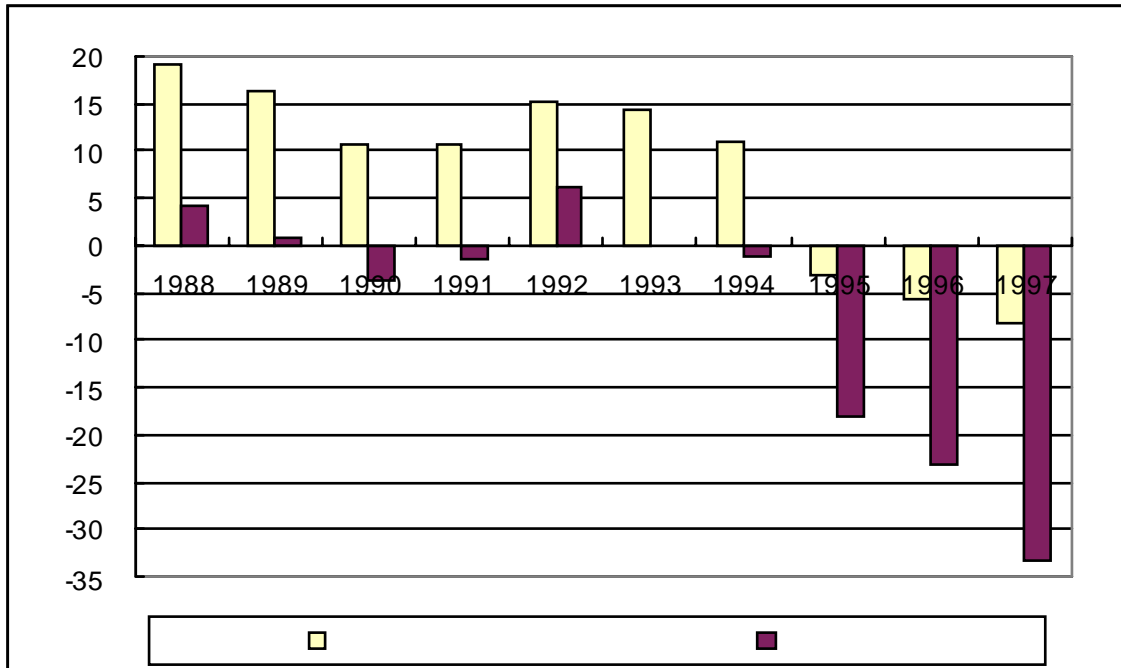
주 : 1) 총세입 대비 퍼센트임.

2) 단위는 십억 레알임.

자료 : JP Morgan. *Financial Times*, February 4 1999, p.4

<부록 4> 브라질의 경상수지와 무역수지 추이

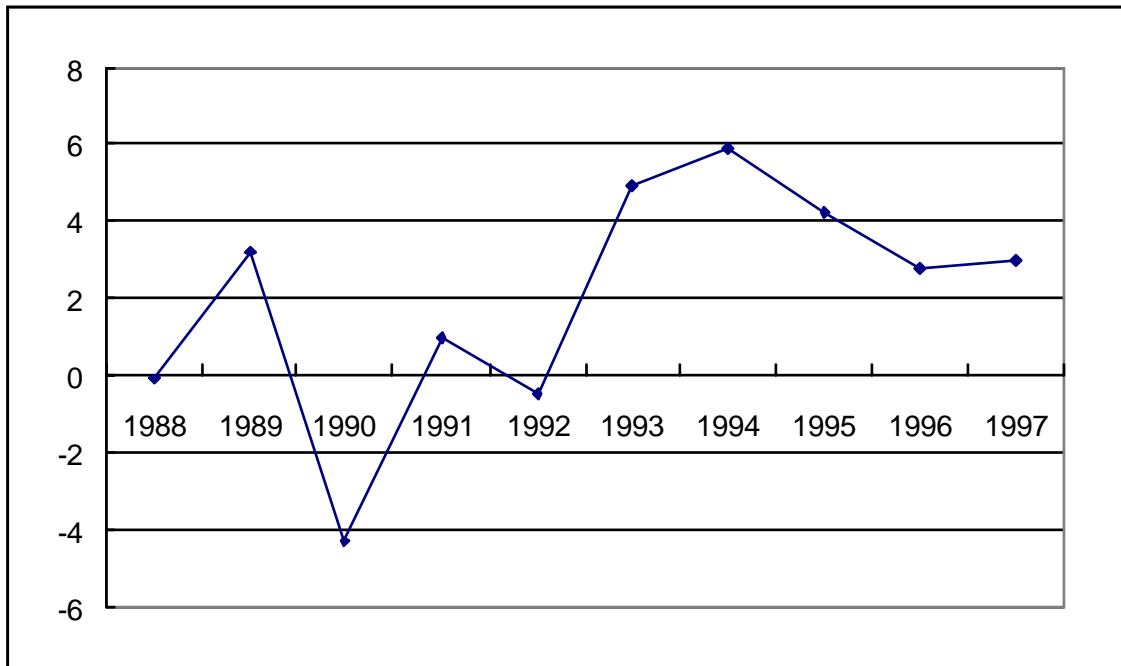
(단위 : 십억 달러)



자료 : IMF, *International Financial Statistics*, 각호
Bank Central of Brazil, *1997 Annual Report*, 1998.

<부록 5> 브라질의 경제성장률 추이

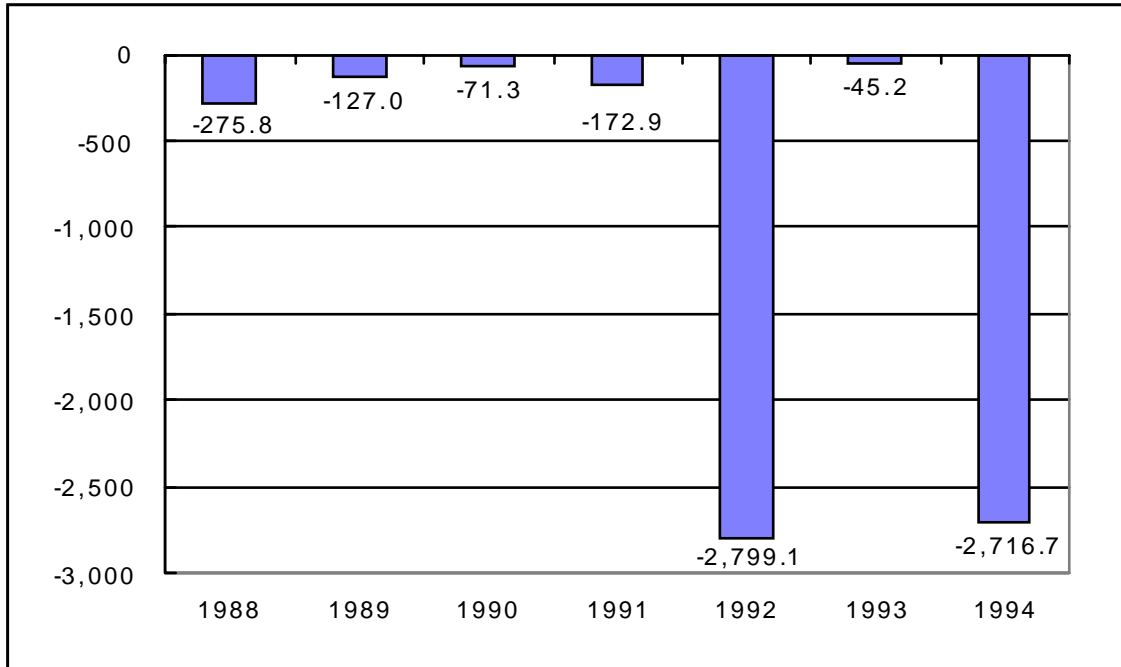
(단위 : %)



자료 : Bank Central of Brazil, *1997 Annual Report*, 1998.

<부록 6> 브라질의 재정수지 추이

(단위 : 백만 레알)



자료 : IMF, *Government Finance Statistics Yearbook*, 1997.

<부록 7> 브라질 중앙은행 조달금리 변화 추이

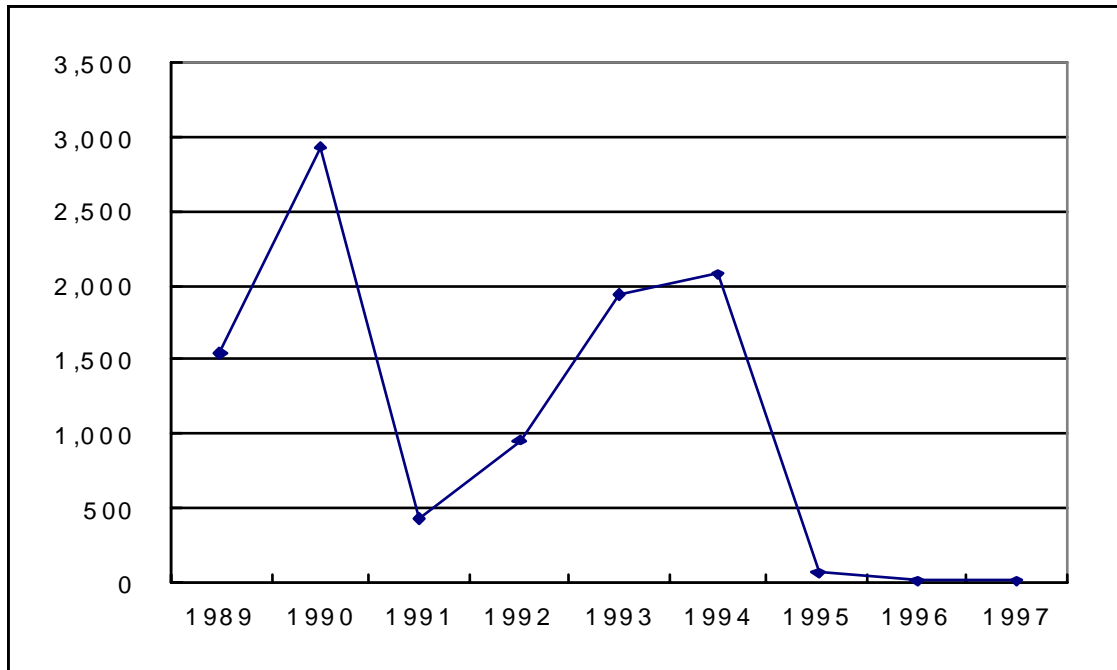
(단위 : %)

1996	1997				1998						1999
	9월	10월	11월	12월	3월	6월	8월	9월	10월	11월	1월 8일
25.3	23.6	24.5	46.4	45.1	38.5	29.4	25.8	49.8	49.8	42.8	29.1

자료 : KDI 경제정보센터, 1999년 1월 21일

<부록 8> 브라질의 물가상승률 추이

(단위 : %)



주 : 1990=1을 기준으로 함.

자료 : IMF, *International Financial Statistics*, 각호

<부록 9> 브라질의 외환보유고 변화 추이

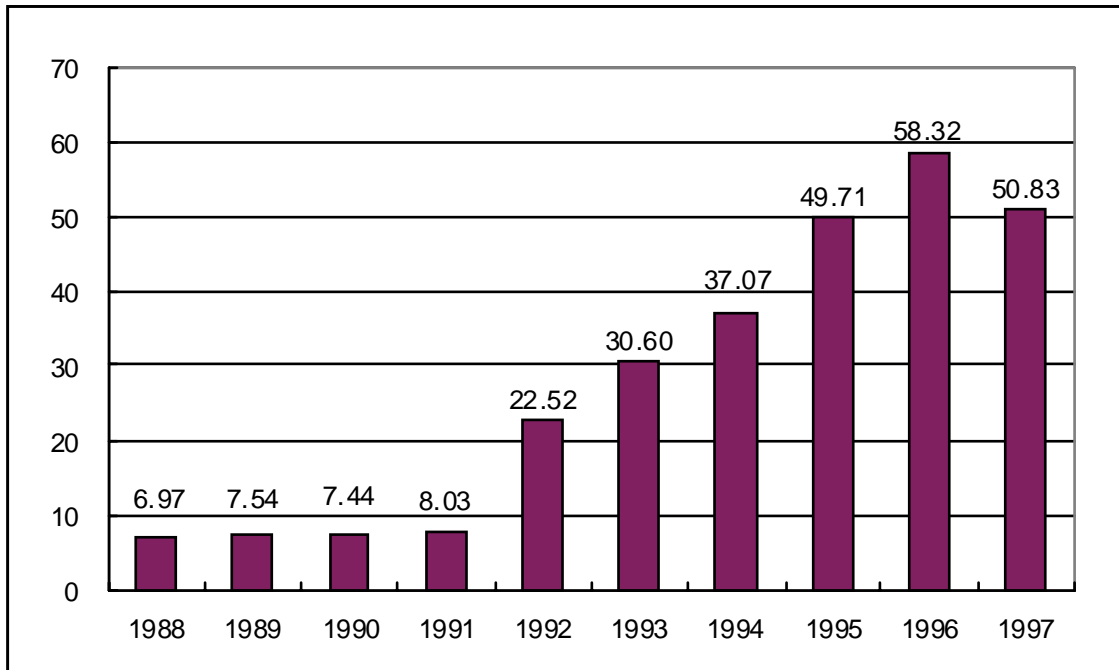
(단위 : 억 달러)

구 분	1997. 8	1997. 12	1998. 4	1998. 8	1998. 9	1998. 12
순외채비중	623	514	738	655	449	326

자료 : KDI 경제정보센터, 1999년 1월 21일

<부록 10> 브라질의 외환보유고 추이

(단위 : 십억 달러)



자료 : IMF, *International Financial Statistics*, 각호

<부록 11> 브라질의 공공부문 순외채 추이

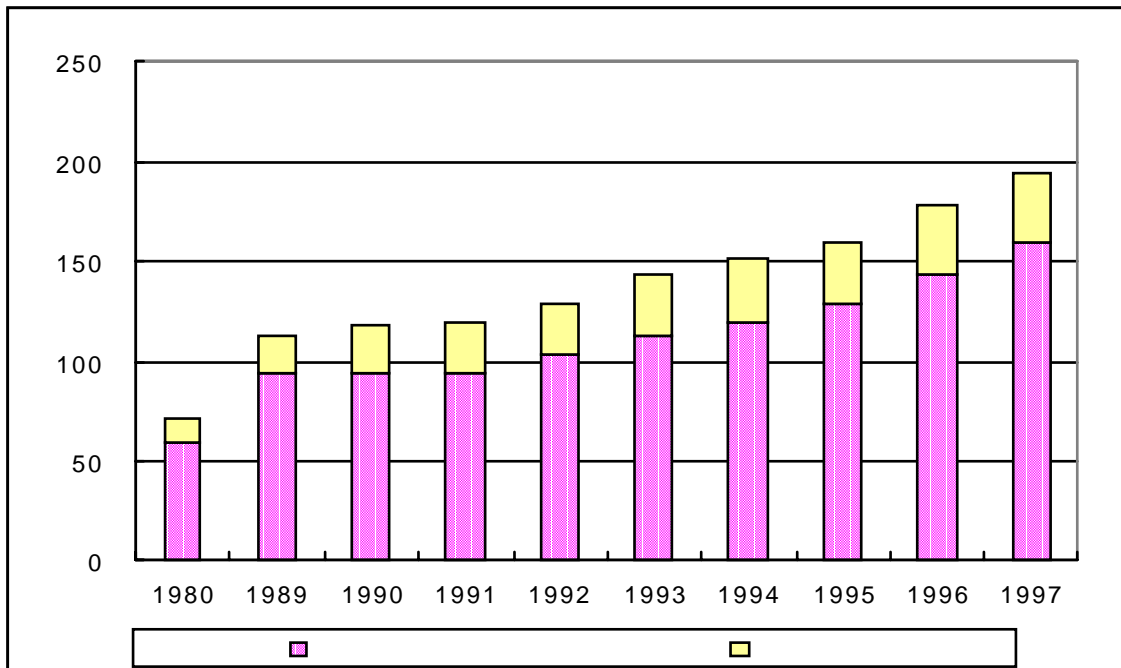
(단위 : 순외채/GDP)

구 분	1995	1996	1997	1998
순외채비중	30.5	33.3	34.5	43.3

자료 : KDI 경제정보센터, 1999년 1월 21일

<부록 12> 브라질의 장·단기 외채 추이

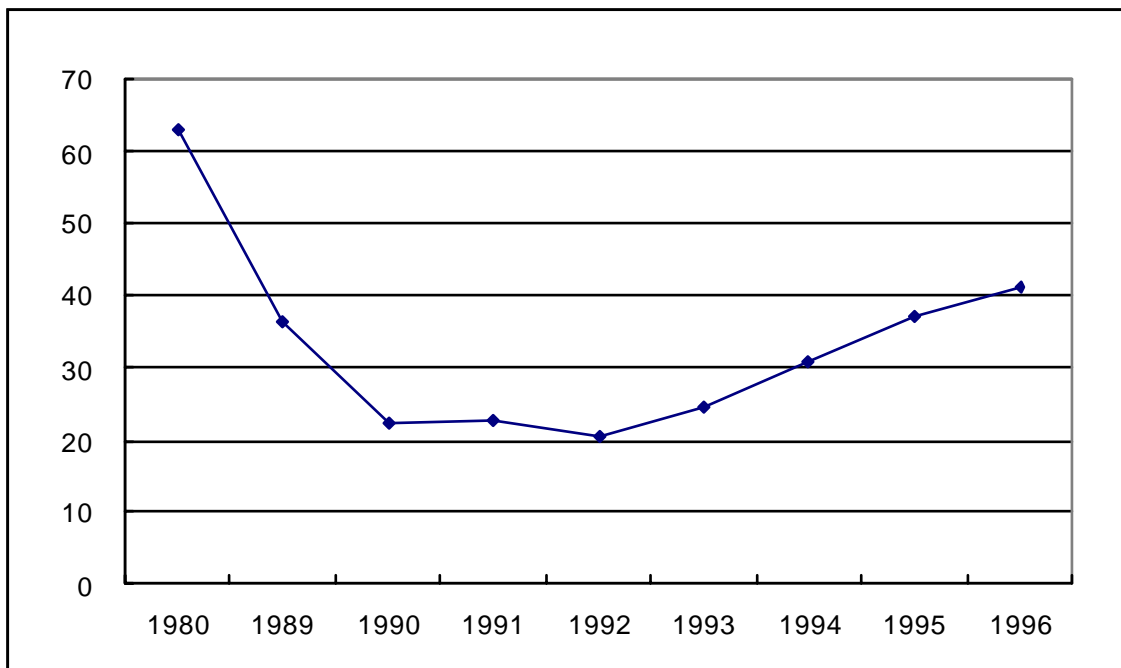
(단위 : 십억 달러)



자료 : World Bank, *Global Development Finance 1998*.

<부록 13> 브라질의 Debt Service Ratio(as a ratio of exports)

(단위 : %)



주 : Debt Service Ratio=(장단기 채무에 대한 이자지급액+장기채무상환액)/
 상품과 서비스에 대한 수출액

자료 : World Bank, *Global Development Finance 1998*.

<부록 14> 미국의 對남미와 對브라질의 수출입 추이

(단위 : 백만 달러)

	전체교역량		對남미 교역량		對브라질 교역량	
	수출	수입	수출	수입	수출	수입
1988	319,413	459,773	43,578 (13.64)	53,666 (11.67)	4,271 (1.34)	9,960 (2.17)
1989	363,807	493,323	49,055 (13.48)	60,100 (12.18)	4,799 (1.32)	9,001 (1.82)
1990	393,106	517,018	53,960 (13.73)	67,183 (12.99)	5,062 (1.29)	8,586 (1.66)
1991	421,743	509,299	63,471 (15.05)	65,755 (12.91)	6,154 (1.46)	7,232 (1.42)
1992	447,336	552,599	75,739 (16.93)	71,858 (13.00)	5,740 (1.28)	8,145 (1.47)
1993	465,353	600,007	78,742 (16.92)	77,790 (12.96)	6,054 (1.30)	8,021 (1.34)
1994	512,397	689,310	92,588 (18.07)	91,809 (13.32)	8,119 (1.58)	9,307 (1.35)
1995	583,451	770,947	96,336 (16.51)	108,045 (14.01)	11,444 (1.96)	9,428 (1.22)
1996	622,949	817,785	109,417 (17.56)	126,191 (15.43)	12,699 (2.04)	9,297 (1.14)
1997	687,581	898,661	134,407 (19.55)	144,321 (16.06)	15,912 (2.31)	10,149 (1.13)

주 : ()안은 전체교역량 대비율임.

자료 : IMF, *Direction of Trade Statistics*, 각호

<부록 15> 우리 나라의 對남미와 對브라질의 수출입 추이

(단위 : 백만 달러)

	전체교역량		對남미 교역량		對브라질 교역량	
	수출	수입	수출	수입	수출	수입
1988	60,683	51,812	1,535 (2.53)	1,438 (2.78)	32 (0.05)	437 (0.84)
1989	60,496	60,210	1,625 (2.69)	1,521 (2.53)	82 (0.14)	639 (1.06)
1990	65,027	69,858	2,026 (3.12)	1,754 (2.51)	106 (0.16)	707 (1.01)
1991	71,870	81,508	2,184 (3.04)	2,270 (2.79)	174 (0.24)	889 (1.09)
1992	76,632	81,775	4,899 (6.39)	2,489 (3.04)	164 (0.21)	797 (0.97)
1993	82,236	83,800	3,826 (4.65)	1,849 (2.21)	449 (0.55)	779 (0.93)
1994	96,040	102,348	5,086 (5.30)	2,678 (2.62)	844 (0.88)	1,019 (1.00)
1995	125,365	135,153	5,884 (4.69)	3,279 (2.43)	1,525 (1.22)	1,388 (1.03)
1996	130,526	150,370	7,181 (5.50)	3,699 (2.46)	1,501 (1.15)	1,327 (0.88)
1997	136,111	144,548	6,719 (4.94)	3,281 (2.27)	1,706 (1.25)	1,239 (0.86)

주 : ()안은 전체교역량 대비율임.

자료 : IMF, *Direction of Trade Statistics*, 각호

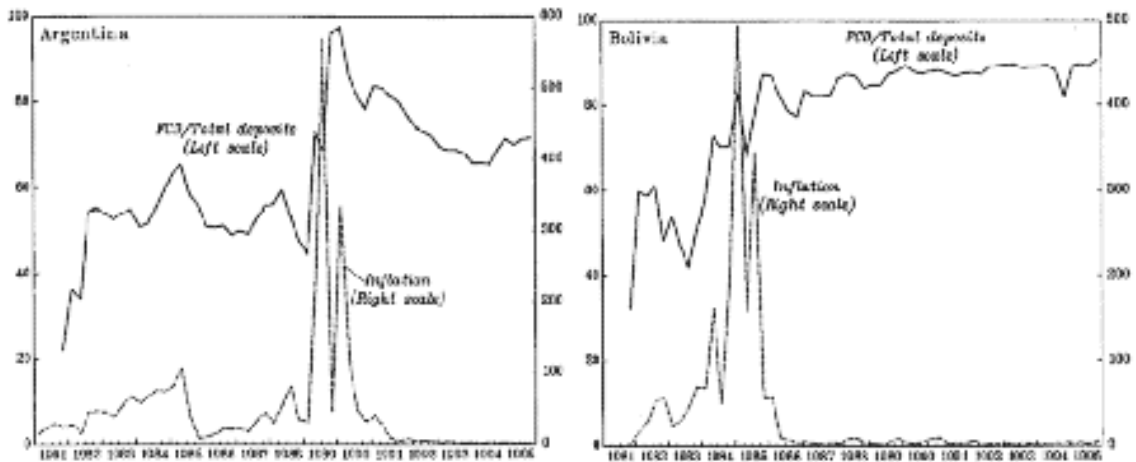
<부록 16> 국별 對브라질 및 對중남미 은행대출 현황(1998년 6월말 현재)
(단위 : 백만 달러)

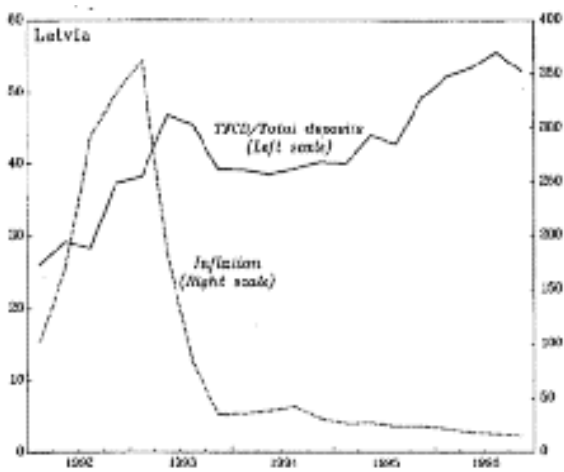
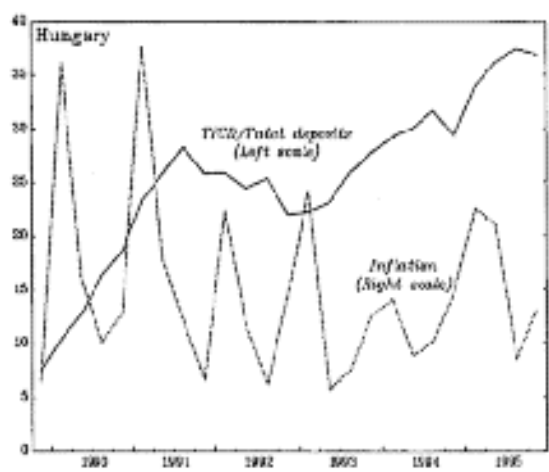
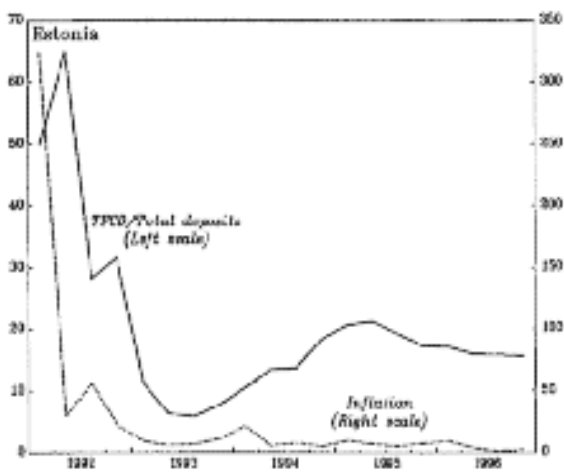
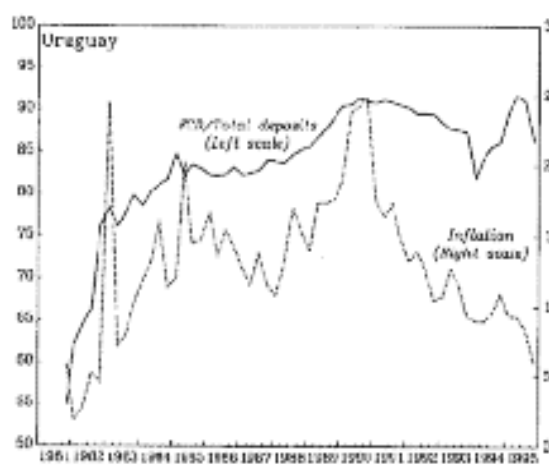
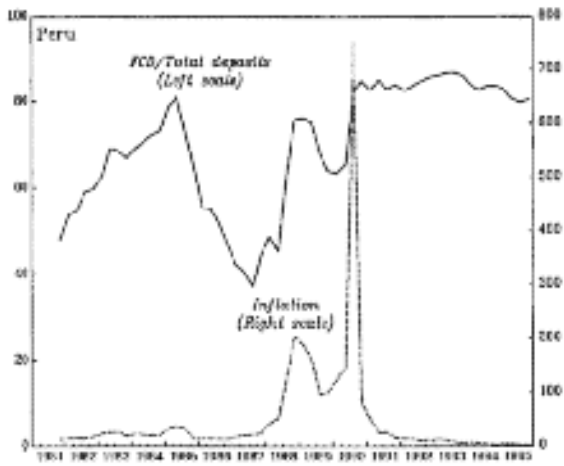
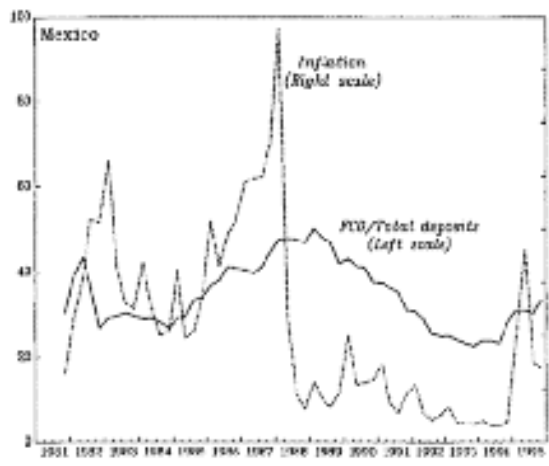
	브 라 질	중 남 미
미 국	16,777 (19.8)	64,183 (21.7)
독 일	12,790 (15.1)	39,467 (13.3)
프 랑 스	7,919 (9.4)	25,132 (8.5)
네덜란드	7,041 (8.3)	20,216 (6.8)
영 국	5,809 (6.9)	23,083 (7.8)
일 본	5,179 (6.1)	14,784 (5.0)
스 페 인	4,647 (5.5)	36,581 (12.3)
이탈리아	3,640 (4.3)	14,260 (4.8)
카 나 다	1,907 (2.3)	11,847 (4.0)
벨 기 에	714 (0.8)	2,235 (0.8)
기 타	18,162 (21.5)	43,924 (14.9)
합 계	84,585 (100.0)	295,712 (100.0)

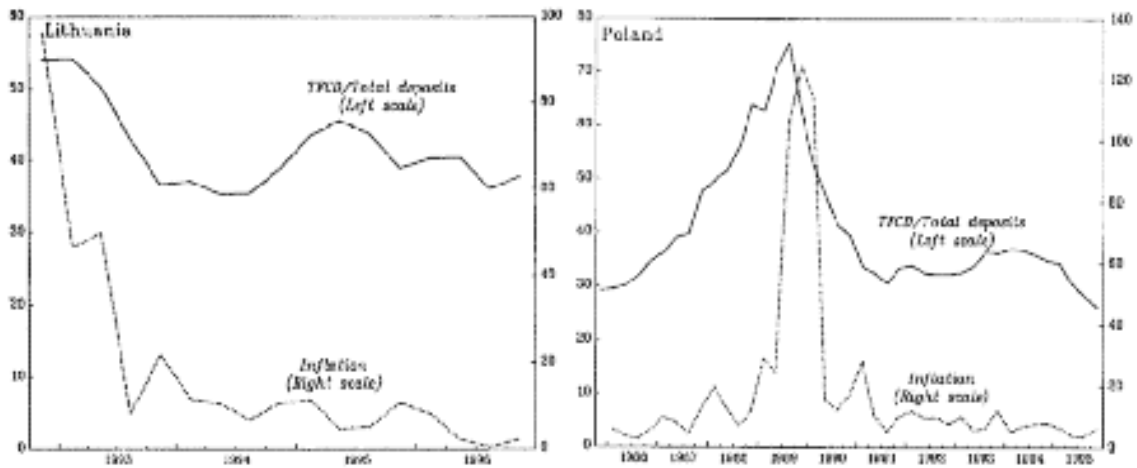
주 : ()내는 전체대출금에 대한 비중, %

자료 : BIS, *International Banking and Financial Market Developments*, 1998. 11

<부록 17> 남미의 각국의 달러화 정도







주: FCD는 foreign currency deposit을 의미함. FCD/Total Deposit로서 Dollarization의 정도를 나타내는 지표로 사용하였음

자료: Ize, Alain and Eduardo Levy-Yeyati, "Dollarization in Financial Intermediation," IMF Working Paper 28, 1998. 3으로부터 전제