

II. 외환위기의 개념 및 이론적 모델

1. 외환위기의 개념

- **외환위기(Currency Crisis)** : 특정 통화에 대한 투기적 공격으로 통화가치가 큰 폭으로 하락하여 해당국 정부가 대규모의 외환보유액을 사용하거나 금리 인상 등을 통해 환율을 방어하는 상태
 - 어느 정도의 통화가치 하락을 위기로 볼 수 있는 가에 대해 일률적인 기준은 없으나 통화가치가 전년도보다 10% 이상 하락하고 당해 연도에 25% 이상 급락한 경우를 일반적인 기준으로 사용
- IMF 는 경제위기를 외환위기 외에 협의의 금융위기, 체계적 금융위기, 외채위기 등으로도 구분

<표> 경제위기의 종류 및 개념

종 류	내 용
외환위기(Currency Crisis)	- 특정통화에 대한 투기적 공격으로 통화가치 급락(전년 대비 25% 이상 하락)
협의의 금융위기 (Banking Crisis)	- 실제적 혹은 잠재적 은행 파산으로 은행들이 예금인출 요구에 응하지 못해 정부가 이를 막기 위해 대규모로 개입하는 상태
체계적 금융위기 (Systemic Financial Crisis)	- 금융시장이 심각한 붕괴에 있는 상태 - 위기의 확산으로 금융시장의 효율적인 중개기능이 손상되어 실물경제에 대규모 부정적 효과 파급
외채위기(Debt Crisis)	- 특정국이 공공부문 혹은 민간부문의 대외채무에 대한 지급의무를 이행하지 못하는 채무불이행 상태

- **외환위기와 금융위기의 동시 발생** : 국내 금융기관에 대출된 외국자본이 글로벌 금융 및 경제상황의 급변 등에 자극 받아 한꺼번에 빠져나가게 되면 외환 및 금융위기가 동시에 발생할 수 있음

- ▶ 금융기관은 기업보다 대체로 대외신인도가 높고 전문성을 확보하고 있기 때문에 대규모 해외차입이 용이. 반면 단기차입 및 장기운용에 따른 유동성 불일치 가능성이 상대적으로 큼
 - ▶ 따라서 외국인 투자자들이 일시에 금융기관들로부터 자금회수에 나설 경우 만기불일치(mismatching) 및 유동성 부족에 의한 금융위기와 더불어 외화자금 유출에 따른 외환수급 불균형으로 외환위기가 동시에 초래될 수 있음
- 외환위기가 금융위기로 비화 : 해외금리 상승 등 외부충격으로 자국통화에 절하압력이 발생하였음에도 불구하고 해당국 정부가 고정환율제의 유지를 위해 시장개입을 강화할 경우 외환보유고의 감소는 물론 충분치 못한 불태화 정책으로 국내 통화량이 감소하여 신용경색이 초래됨으로써 외환위기가 금융위기로 발전
- ▶ 특히 은행부채의 상당 부분이 외화표시로 되어 있는 경우 외환위기가 발생하여 통화가치가 큰 폭으로 하락하게 되면 은행 경영상태가 급속히 악화되어 예금인출 사태(Bank Run)가 초래되는 등 금융위기로 비화
 - ▶ 1970년대 이후 개발도상국들에서 나타난 지배적 유형은 금융위기와 외환위기의 동시 발생이며, 97년 동아시아 위기는 외환-금융-외채위기 등이 한꺼번에 터진 경제위기임
 - ▶ 하지만 1990년대 이후 일본과 노르웨이 등 일부 선진국은 외환위기를 동반하지 않은 극심한 금융위기를 경험한 바 있음. 이들은 금융시스템이 붕괴될 정도의 극심한 은행위기에도 불구하고 외화자금의 급격한 유출에 의한 외채 위기 혹은 외환위기는 겪지 않은 것으로 평가
 - ▶ 아울러 1992년 불거진 유럽 위기는 전반적으로 외환위기와 금융위기의 요소를 동시에 갖추었으나 개별 국가별로는 다소 다른 양상을 보였음. 즉 북구권 국가 중에서도 노르웨이는 외환위기를 비껴간 반면 스웨덴과 핀란드 등은 외환위기와 함께 은행시스템이 붕괴되는 외환위기를 경험함. 또 영국의 경우엔 외환위기를 겪었으나 금융위기의 조짐은 크게 나타나지 않았던 것으로 평가

<표> 1970 년 이후 주요국 외환위기 연보

국가	외환위기	국가	외환위기	국가	외환위기
아르헨티나	1970 년 6 월	핀란드	1993 년 8 월		1983 년 10 월
	1975 년 6 월		1973 년 6 월		1984 년 6 월
	1981 년 2 월		1982 년 10 월		1986 년 2 월
	1982 년 7 월		1991 년 11 월		1997 년 12 월
	1985 년 5 월		1992 년 9 월	러시아	1998 년 8 월
	1989 년 4 월	인도네시아	1978 년 11 월	스페인	1976 년 2 월
	1995 년 3 월		1983 년 4 월		1977 년 7 월
	2001 년 12 월		1986 년 9 월		1982 년 12 월
볼리비아	1982 년 11 월		1997 년 12 월		1992 년 9 월
	1983 년 11 월		1998 년 1 월	1993 년 5 월	
	1985 년 9 월	이스라엘	1974 년 11 월	스웨덴	1977 년 8 월
브라질	1983 년 2 월		1977 년 11 월		1981 년 9 월
	1986 년 11 월		1983 년 10 월	1982 년 10 월	
	1989 년 7 월		1984 년 7 월	1992 년 11 월	
	1990 년 11 월	한국	1997 년 11 월	태국	1978 년 11 월
	1991 년 10 월	말레이시아	1975 년 7 월		1981 년 7 월
	1999 년 1 월		1997 년 8 월		1984 년 11 월
칠레	1971 년 12 월	멕시코	1998 년 6 월		1997 년 7 월
	1972 년 8 월		1976 년 9 월		1998 년 1 월
	1973 년 10 월		1982 년 2 월		1999 년 9 월
	1974 년 12 월		1982 년 12 월		2000 년 7 월
	1976 년 1 월		1994 년 12 월	터키	1970 년 8 월
	1982 년 8 월	노르웨이	1973 년 6 월		1980 년 1 월
	1984 년 9 월		1978 년 2 월		1994 년 3 월
	콜롬비아	1983 년 3 월		1986 년 5 월	
1985 년 2 월			1992 년 12 월	우루과이	1971 년 12 월
1995 년 8 월			1998 년 7 월		1982 년 10 월
1997 년 9 월			1999 년 7 월	베네수엘라	1984 년 2 월
1998 년 9 월			2000 년 11 월		1986 년 12 월
1999 년 8 월		페루	1976 년 6 월		
덴마크	1971 년 5 월		1987 년 10 월		1994 년 5 월
	1973 년 6 월		1988 년 9 월		1995 년 12 월
	1979 년 11 월	필리핀	1970 년 2 월		

자료: Kaminsky and Reinhart(1999), “The twin Crises: the Causes of banking and Balance-of-Payments Problem?” 및 Kaminsky. (2003), “Varieties of Currency Crises” 등을 참고로 작성

2. 외환위기의 이론적 모델

- 외환위기를 설명하는 이론으로는 1 세대 모델(First Generation Model)과 2 세대 모델(Second Generation Model), 그리고 도덕적 해이 모델(Moral Hazard Model) 등이 있음

- **1 세대 모델**은 외환위기의 원인을 경제편더멘탈의 악화에서 비롯된다고 보며 중남미 국가들의 반복적 외환위기의 이론적 배경을 제공. 즉, 저성장, 재정적자의 확대, 과도한 통화팽창 및 경상수지 적자의 누적, 부족한 외환보유고 및 고정환율제의 유지 등 중장기적으로 지속될 수 없는 경제정책과 기본적인 경제여건의 문제로 인해 시장의 기대가 한 방향으로 형성될 경우 외환위기가 불거질 수 있음
- **2 세대 모델**은 1 세대 모델로 설명이 불가능한 92년 유럽 선진국들의 외환위기를 설명. 유럽 외환위기 당시 해당국들은 대부분 선진국들로서 국제자본시장에서 자금조달이 가능했기 때문에 중남미 국가들과는 달리 재정적자를 화폐발행을 통해 보전할 필요가 없었고 인플레이션도 안정적인 수준을 유지하고 있었음

92년 유럽 외환위기는, 이렇듯 경제편더멘탈이 양호하다고 해도 시장참여자들이 향후 정부 정책 변화에 대한 예상 등을 토대로 새로운 균형점을 향해 동시에 움직일 경우 자기실현적 예상(Self-Fulfilling Expectation)으로 외환위기가 초래될 수 있음을 잘 보여 주었으며 이는 1 세대 모델과 본질적으로 차이가 있음

- **도덕적 해이 모델**은 금융기관의 도덕적 해이가 기업의 과잉투자를 초래하고 결국 금융기관의 부실로 이어져 금융위기 및 외환위기가 발생할 수 있음을 설명. 이 모델이 시사하는 바는, 외환 및 금융위기의 예방을 위해서는 정부가 암묵적 지급보증 및 도덕적 해이의 가능성을 최소화해야 한다는 것임. 감당할 수 없을 정도로 부실이 누적됐을 경우 원칙적으로 해당 기업과 금융기관의 퇴출을 제도화하고 구조조정 등을 통해 부실이 구조적으로 해소될 수 있도록 하며 부실화 책임을 끝까지 물을 수 있는 제도적 장치를 마련하는 것이 필요

<표> 외환위기 이론적 모델 비교

종 류	내 용	비 고
1 세대 모델(First Generation Model)	- 경상 및 재정수지 악화, 경제성장 둔화 등 경제 펀더멘탈의 악화로 위기 발생	- 80년대 초 중남미 외환 위기를 설명
2 세대 모델(Second Generation Model)	- 경제 펀더멘탈과는 관계 없이 정부의 정책 변화에 따라 자기실현적(Self-Fulfilling)으로 위기 발생	- 90년대 초 유럽 외환위기(EMS Crisis)를 설명
도덕적 해이 모델 (Moral Hazard Model)	- 금융기관에 대한 정부의 암묵적 지급보증이 도덕적 해이를 초래해 결국 금융기관 부실과 외환위기를 초래	- 97년 동아시아 외환위기의 한 원인을 제시
금융공황 모델 (Financial Panic Model)	- 금융기관들이 구조적으로 부실화 되지 않더라도 일시적 유동성 부족에 직면하게 되면 부도 및 외환위기를 초래	
호황-붕괴 사이클 모델(Boom-Bust Cycle)	- 신용팽창에 따른 호황과 이로 인한 후유증이 버블붕괴로 나타나면서 외환위기 발생	- 70년대 이후 신흥국의 외환위기를 설명
전염효과(Contagion Effect)	- 특정 국가의 외환위기가 주변국 또는 경쟁 관계에 있는 국가들로 전염된다는 이론	- 90년대 이후 외환위기의 주요 특징을 설명

- 일시적 유동성 부족에 의한 금융공황 모델은, 금융기관이 구조적으로 부실화 되지 않더라도 특정요인에 의해 일시적으로 유동성이 부족할 때 언제 든지 부도(위기)에 직면할 수 있음을 강조
 - ▶ 금융기관들은 신용도를 바탕으로 비교적 금리가 낮은 자금을 단기로 빌려와 기업들에게 장기로 대출을 하는 것이 일반적. 예금자 혹은 투자자들이 어떤 상황에서 공포에 질려 한꺼번에 예금 혹은 투자자금 회수를 요구할 경우 유동성 부족으로 인해 부도에 직면할 수 있음
 - ▶ 이 모델이 시사하는 바는 외환위기가 대내적인 측면보다 해외투자자들의 군집행동에 의한 동시적 상환요구 등 대외적 요인에 의해 불거질 경우 외화유동성 문제의 해결에 주력하는 것이 최상책이라는 것임
- 자본자유화와 붐-버스트 사이클(Boom-Bust Cycle) 모델

- ▶ 붐-버스트 사이클 모델은 외자유입에 의한 개도국의 거품형성과 무역적자 누적 등 “스페인 질병(Spanish Disease)”이라 불리는 자본시장 개방의 후유증을 핵심적인 내용으로 담고 있음
 - ▶ 금융자유화와 자본자유화 등은 과다차입 및 과잉투자, 외자유입의 축진을 통해 붐-버스트 사이클을 심화시키고, 결국 거품붕괴가 시작될 때 은행도산 및 외자유출에 의한 외환위기가 악순환적으로 나타날 수 있음
 - ▶ 이 모델은 자본자유화 및 이와 관련된 외자유입이 통화팽창(고정환율제)이나 자국통화 절상(변동환율제), 혹은 두 가지를 동시에 초래해 부동산과 주식 등 자산가격의 거품과 경제의 붐을 조성하고, 궁극적으로 수입의 증가 및 수출경쟁력 약화를 통해 경상수지 적자의 누적 등 경제펀더멘탈을 악화시키는 요인으로 작용할 수 있음을 지적
 - ▶ 경상수지 적자의 누적에도 불구하고 자본유입의 지속으로 자국통화의 고평가가 해소되지 못할 경우 외국인 투자자들은 경제의 건전성에 회의를 갖게 되고 일시에 자본을 회수할 가능성이 점차 커지게 됨. 이로 인해 실제로 자본유입이 줄어들 경우 경상수지 적자의 영향으로 시장환율이 절하 압력을 받게 되고 여기에 외자유출로 인한 외화의 수급불균형이 커지게 되면 자국통화 가치가 급격히 하락할 가능성이 높음
 - ▶ 자국통화 절하 및 통화감소가 급격히 진행될 경우 외자유입이 시작되던 처음과는 정반대로 버스트(Bust), 즉 버블이 붕괴되고 신용경색이 심화되어 금융위기가 발생하고 경제가 급격히 침체됨
 - ▶ 이 이론은 외자유입이 경제에 여러 가지 긍정적인 효과를 가져오기도 하지만 자국통화에 대한 절상압력을 가중시키는 등 심각한 부작용을 초래해 궁극적으로 경제에 마이너스로 작용할 수 있음을 지적
- ‘금융불안정성 가설’을 제기한 Hyman Minsky 는, 호황-붕괴 사이클 모델(Boom-Bust Cycle Model)의 관점에서 금융위기는 6 단계를 거쳐서 진행된다고 설명

[1단계] 외생적 충격 혹은 변화 : 전쟁 또는 신기술의 개발, 통화정책의 급격한 변화 등 미래의 수익전망을 근본적으로 바꿔 놓는 외생적 충격 발생

[2 단계] 신용팽창(Credit Expansion)을 통한 경기호황 가속화 : 은행들은 호황기에 낙관적인 시각에서 대출을 큰 폭으로 늘리다가도 경기후퇴기에는 지나치게 신중해 지는 등 극단적인 경향을 보임으로써 은행에 의한 신용증가율은 매우 불안정한 속성을 지니고 있음

[3 단계] 낙관론(Euphoria)의 확산 : 자산가격의 상승이 투기적 수요를 증가시키고 이로 인해 가격상승이 더욱 가속화되는 선순환 효과 발생

[4 단계] 과열 혹은 과잉거래(Overtrading) : 신용팽창과 낙관론을 통해 자산가격에 버블 형성

[5 단계] 신용경색 또는 금융경색(Financial Distress)의 시작 : 많은 투자자들이 유동성 확보를 위해 주식과 부동산 등을 매각함에 따라 자산가격이 급락하게 되며 과다채무에 노출된 투자자들의 파산이 급증하는 등 금융위기의 징후 발생

[6 단계] 反轉(Revulsion) : 자산가격 하락이 파산을 부르고 다시 가격하락을 가속화 시키는 악순환이 반복되면서 금융위기가 본격화. 투자자들이 서로 먼저 현상황에서 벗어나기 위해 투매에 나서게 되면 공포 또는 패닉(Panic) 상황으로 이어지며 금융위기도 절정에 도달

○ IMF 등은 80~90년대 이후 외환위기의 주요한 특징 중의 하나로, 그 이전과 비교할 때 점점 더 국가간 높은 전염효과를 보이고 있음을 지적

▶ 전염효과 배경으로는 몬순효과(Monsoon Effects), 무역 및 투자 연계효과(Spillover Effect), 순수 전염효과(Pure Contagion) 등 세가지로 설명

몬순효과 : 여러 국가가 공통의 외부충격을 받는 경우 해외차입이 과도하거나 경제구조가 취약한 국가가 먼저 외환위기를 겪고 순차적으로 위기가 확산되는 효과

무역 및 투자 연계효과 : 한 국가의 통화가 외환위기로 급격히 평가절하될 경우 그 국가와 무역 또는 금융시장을 통해 긴밀하게 연계되어 있는 인접국들이 자국 통화를 경쟁적으로 평가절하 하는 과정에서 투기세력들의 공격 등으로 외환위기가 전파되는 효과

순수 전염효과 : 한 국가의 외환위기가 경제구조가 유사한 국가에 대해서 투자자들이 동일한 인식을 갖게 됨으로써 위기가 전염되는 효과

- ▶ 이러한 전염효과는 1992~93년 유럽 외환위기 이후 1994~95년 멕시코 외환위기 및 1997~98년 동아시아 외환위기를 거쳐 점점 더 주요한 관심사가 되어가고 있음

[유럽 외환위기 당시] 이탈리아 리라화와 영국 파운드화, 핀란드 마르카화 등이 변동환율로 이행하면서 평가절하 되었을 때 프랑스 프랑화와 아일랜드 파운드, 스웨덴 크로나화 등도 투기세력들의 투매행위로 덩달아 평가절하 압력을 받음. 포르투갈의 에스쿠도화도 스페인이 페세타화의 절하를 허용했을 때 대폭 절하되었음

[94년 멕시코 위기 당시] 멕시코 위기의 여파는 아르헨티나와 브라질 등 중남미 국가와 필리핀 등으로 확산되었음. 멕시코 외환위기는 투자자들로 하여금 다른 개도국으로 위기가 확산될 지 모른다는 우려를 증폭시켰고 이로 인해 경제편더멘탈에 큰 변화가 없었음에도 불구하고 중남미를 중심으로 한 개도국에서의 자금이탈을 초래

[97년 동아시아 외환위기 당시] 태국에서 발생한 외환위기가 주변국인 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 그리고 한국으로 확산. IMF는 동아시아 위기의 경우 중남미에서 보다 전염효과가 더 심하게 나타났던 것으로 평가