

Issue Paper

2010. 6. 10.

남유럽 재정위기와 유로경제의 향방

목차

요약

I. 남유럽 재정위기의 현황

II. 남유럽 재정위기의 핵심변수

III. 유로경제의 향방

IV. 남유럽 재정위기의 파급효과

V. 시사점 및 대응방안

작성 : 이종규 수석연구원(3780-8339)
jking.lee@samsung.com
구본관, 박현수, 엄정명, 정영식,
이은미, 전효찬, 이찬영, 정대선

《 Executive Summary 》

남유럽 재정위기로 유로체제는 태생적 한계를 고스란히 노출했다. 그런 만큼 이번 위기는 유로화 존립 기반 자체에 대한 테스트인 동시에 세계경제에 영향을 미칠 수 있는 중요한 변수가 될 전망이다.

유로체제가 시장의 신뢰를 회복하기 위해서는 다음의 3가지 조건을 동시에 충족시켜야 한다. 첫째, 7,500억 유로 규모의 구제금융패키지 조성방안에 대한 시장의 불확실성을 제거하는 것이다. 이번 구제금융패키지는 산술적으로 2013년까지 남유럽 국가들만을 대상으로 한다면 효과를 발휘할 수 있을 것으로 추정되지만, 구체적인 자금조성 계획이 부족한 데다 위기를 겪는 국가의 범위가 넓어질 경우 구제금융 규모가 부족할 위험성도 있다. 둘째, 개별회원국들의 긴축재정 의지와 정책집행 능력이다. 남유럽 국가들은 긴축재정에 대한 정책집행 능력을 증명하고, 경제 펀더멘털에 대한 시장의 우려를 불식시켜야 한다. 그리고 주요국들은 국민의 반대여론을 극복하고 유로체제 고수에 대한 의지를 시장에 보여줘야 한다. 셋째, 유로체제의 구조적 취약성에 대한 제도적 보완이다. 회원국 간 재정의 관리·감독 강화 방안, 구제금융에 대한 조건, 위반 회원국에 대한 제재 조치, 재정이전을 포함한 재정통합 방안 등이 대표적인 예가 될 수 있다.

유로경제의 향방은 유로체제의 지속 가능성 여부와 재정위기 여파로 인한 유로지역 거시경제 전망으로 나누어볼 수 있다. 유로체제의 지속 가능성 여부 측면에서 살펴보면, 회원국의 재정긴축은 이행되나 제도적 보완은 지연되는 ‘느슨한 유로체제’가 지속될 가능성이 크다. 즉, 남유럽 국가들의 국채만기가 3/4분기에 집중되어 있는 등 금융시장의 불안이 지속될 것으로 보이지만, 이와 같은 위기가 유로체제의 붕괴로까지 확대되어 국제 금융시장을 최악의 국면으로 몰고 가지는 않을 것으로 예상된다. 그리스는 채무재조정을 통한 문제 해결 가능성이 있고, 스페인은 저축은행에 대한 구조조정이 순조롭게 진행될 여력이 있기 때문이다. 무엇보다도 구제금융패키지의 세부내용이 확정되어 집행될 경우 시장 신뢰를 얻는 데 기여할 것으로 예상된다. 재정위기 여파로 인한 유로지역 거시경제 전망 측면에서 살펴보면, 유로경제는 재정위기 여파로 인해 저성장 기조가 장기화될 우려가 존재하며 유로화의 위상 약화도 불가피하다. 또한 남유럽과 서유럽 국가 간 양극화가 심화되면서 재정위기 해결을 더욱 어렵게 하는 요인으로 작용할 수 있다.

남유럽 재정위기의 여파는 어떤 형태로든 글로벌 경제에 지속적으로 영향을 미칠 것으로 판단된다. 금융시장에서는 불확실성으로 인한 변동성이 확대될 전망이며 재정건전화 부담 증가로 세계경제의 회복이 지연될 것으로 보인다. 한국경제에도 직접적인 피해(對EU 수출둔화, 유럽계 자금의 이탈 우려 등)와 간접적인 피해(국내경기 둔화, 금융시장 불안 등)가 동시에 나타날 것으로 예상된다. 따라서 국내 외국인 자금 이탈, 국내 금융회사의 외화유동성을 면밀히 점검하여 시장을 안정화시킬 수 있는 방안을 미리 마련하고, 재정건전성 유지를 위한 정책대응 조치에 무게중심을 두어야 할 것이다. 또한 국내 기업들은 글로벌 시장의 환경 변화에 대비하고 이를 활용하는 지혜를 발휘해야 한다.

I. 남유럽 재정위기의 현황

그리스의 재정위기가 유로체제를 위협

□ 그리스 재정위기가 3단계에 걸쳐 점차 확산되는 양상

- 그리스 재정에 대한 시장의 불안이 유로체제의 존속 가능성에 대한 근본적인 물음으로 확대
 - 그리스 위기(2009년 10월 ~ 2010년 3월): 그리스 재정 문제
 - 남유럽 위기(2010년 3월 ~ 2010년 5월): 남유럽 재정 문제
 - 유로체제 위기(2010년 5월 ~ 현재): 유로체제의 존속 가능성 문제
- 이에 EU는 IMF와 공동으로 구제금융안을 마련하여 대응했으나 시장을 안정시키기에는 역부족
 - 구제금융 450억 유로(2010년 4월 11일): EU(300억)-IMF(150억)
 - 구제금융 1,100억 유로(2010년 5월 3일): EU(800억)-IMF(300억)
 - 구제금융 7,500억 유로(2010년 5월 10일): EU(5,000억)-IMF(2,500억)

□ 그리스 위기 국면: EU와 IMF는 그리스 재정위기에 대응하기 위해 450억 유로의 구제금융안을 마련(4/11)

- 그리스 정권교체 이후 과거 정권의 회계부정이 적발되고, 통계조작 의혹 등이 불거지면서 시장의 불안이 표출(2009년 10월)
 - 사회당 신정부는 2009년 예상 재정적자가 6%가 아닌 12.7%라고 발표
 - 재정건전화 방안(2010년 1월)에 대한 사회적 저항이 확산되자 그리스 정부는 정치·경제적으로 어려운 상황에 봉착
- EU 회원국들이 IMF와 공동으로 그리스를 지원하기로 발표했음에도 불구하고 시장의 불안이 지속
 - 당장의 국가부도 위기(국채만기 도래 등)는 넘긴다 하더라도 재정적자 감축 목표와 긴축 프로그램 이행에 대한 시장의 불신이 팽배

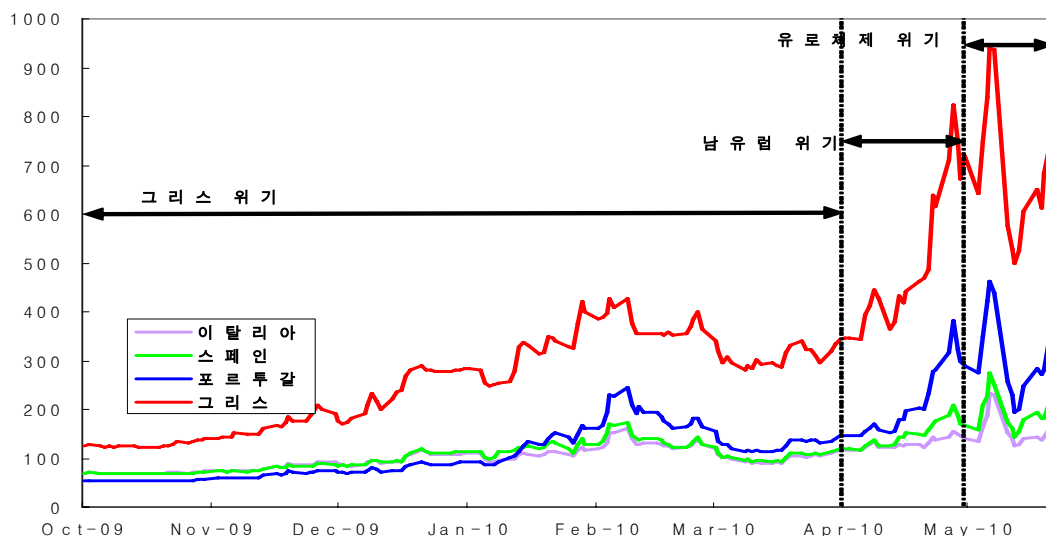
□ 남유럽 위기 국면: EU와 IMF는 1,100억 유로의 그리스 구제금융안을 발표(5/3)

- 주요국 선거로 인해 구체적인 지원이 지연되자 시장의 불확실성이 증폭
 - 지방선거(2010년 5월 9일)를 목전에 둔 독일은 그리스 지원에 대한 반대 여론 때문에 구제금융 집행을 주저
- 결국 EU와 IMF가 그리스에 대한 1,100억 유로의 구제금융안을 발표했음에도 불구하고, 남유럽 국가로 위기가 확산될 것이라는 우려가 고조
 - 경기침체로 인해 긴축 프로그램 실행이 불가능할 것이라는 회의적 시각

□ 유로체제 위기 국면: 그리스 재정위기의 확산(유로화의 위기)을 막기 위해 EU와 IMF는 7,500억 유로 규모의 구제금융안을 발표(5/10)

- 회원국 간 불협화음, 의회와의 마찰, 국민의 저항 등으로 인해 실제 구제금융의 집행과 긴축재정의 실행 가능성에 대한 불신이 지속
 - 스페인은 시장 신뢰를 얻기 위해 강력한 긴축재정조치(5/20)를 발표했으나, 경기침체에 대한 우려로 시장의 불안이 오히려 확대
- 잠시 진정세를 보였던 금융시장의 불안이 다시 확산
 - 중장기적으로 유로체제가 지속 불가능할 것이라는 회의적 시각이 대두

남유럽 국가들의 CDS 프리미엄 추이



자료: Thomson Reuters, Datastream.

국가 신용등급 하향 조정으로 위기가 더욱 심화

□ 국가 신용등급 하향 조정으로 시장의 불안이 더욱 확산¹⁾

- 신용평가기관들은 재정위기가 본격적으로 발생하기 이전부터 그리스, 스페인, 포르투갈 등에 대한 신용등급과 전망을 하향 조정
 - 2009년 12월 3대 신용평가기관이 그리스의 신용등급을 일제히 하향 조정
- 2010년 들어서도 3~5월에 추가적인 신용등급 하향 조정을 실시함으로써 불안이 확산
 - 4월과 5월에 국채만기가 집중되어 있던 그리스는 유로지역 국가로는 처음으로 투자부적격 등급을 받아 위기가 더욱 고조
 - 특히 EU와 IMF가 그리스 구제방안을 논의하고 있는 민감한 때에 S&P는 그리스의 신용등급을 3단계 하향 조정(4/27)

최근 PIGS 국가들의 신용등급 변화 (2009년 이후)

국가	평가기관	조정일	신용등급 조정 내용	
그리스	Fitch	2010-04-09	신용등급 및 전망	BBB+→BBB-, 부정적
	S&P	2010-04-27	신용등급 및 전망	BBB+→BB+, 부정적
	Moody's	2010-04-22	신용등급	A2→A3, 부정적
스페인	S&P	2010-04-28	신용등급 및 전망	AA+→AA, 부정적
	Fitch	2010-5-28	신용등급	AAA→AA+, 부정적
포르투갈	S&P	2010-04-27	신용등급 및 전망	A+→A-, 부정적
	Fitch	2010-03-24	신용등급 및 전망	AA→AA-, 부정적
아일랜드	S&P	2009-06-08	신용등급 및 전망	AA+→AA, 부정적
	Fitch	2009-11-09	신용등급	AA+→AA-, 안정적

주: 1) 2009년 이후 이탈리아의 신용등급 변화는 없었기 때문에 표에서 제외

2) S&P와 Fitch의 등급: AAA>AA+>AA>AA->A+>A>A->BBB+>BBB>BBB->BB+

3) Moody's: Aaa>Aa1>Aa2>Aa3>A1>A2>A3>Baa1>Baa2>Baa3

자료: 국제금융센터, 통계자료 DB.

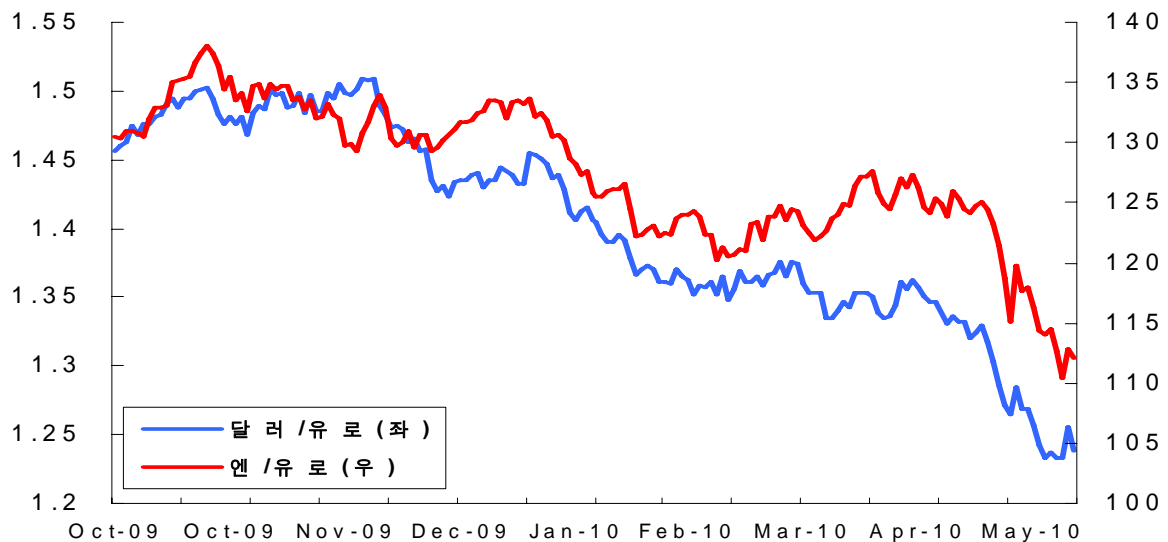
1) 김윤선 (2009). “글로벌 국가신용등급 동향 및 특징”. 국제금융센터. 과거 국가신용등급 하향 조정은 신흥국을 중심으로 나타났었으나, 2009년에는 남유럽 재정적자 위기가 부각되며 선진국의 신용등급도 하락: 2009년 3대 신용평가사에 의한 국가신용등급 조정(EU 및 아메리카 지역)은 하향조정 건수(54건)가 상향조정(16건) 건수를 2년 연속 상회

기로에 선 유로체제의 미래

□ 남유럽 재정위기가 부각된 이후 유로화의 가치는 급락세를 지속

- 2009년 강세를 보이던 유로화는 남유럽 재정 문제가 부각되기 시작하면서 본격적인 하락세로 반전하여 현재 2006년 4월 이래 최저치를 기록²⁾
 - 달러 대비 유로화의 가치는 2009년 12월 18.8%, 4월 중순 이후 9.9% 하락(2010년 5월 19일 기준)
 - 엔화 대비 유로화의 가치도 2009년 12월 15.5% 하락했으며, 4월 중순 이후 11.7% 급락
- 유로경제의 경기회복세 둔화와 유로체제의 지속가능성에 대한 불안 고조가 유로화 약세를 촉발
 - 투자자들의 불안심리가 외환시장에 그대로 반영되면서 제2 국제통화로서의 유로화 수요가 감소

남유럽 재정위기 이후 유로화 환율 추이



자료: Thomson Reuters, Datastream.

2) 유로당 달러 환율(2010년 5월 19일 기준): 1유로 = 1.227달러

□ 유로체제의 지속가능성에 대한 우려도 증가

- 최근의 그리스 사태는 1998년 러시아³⁾의 디폴트 선언과 유사한 모습으로 상황이 전개되고 있으나, 자국의 통화가치를 하락시켜 위기를 극복할 수 없다는 점에서 큰 차이
 - 공통점: 초기 대응이 미숙하여 구제금융 액수가 점차 늘어나고 있는 점, 서구 은행들이 만기가 된 단기 채권을 회수하는 데 주력하는 점 등
 - 차이점: 유로지역에 속한 그리스는 통화의 평가절하를 통해 경쟁력을 회복하는 것이 불가능
- 일부에서는 유로체제가 붕괴될 것이라는 비관론까지 대두
 - 조지 소로스, 짐 로저스, 빌 그로스 등은 유로화 붕괴론을 언급
 - 루비니 교수는 재정이 부실한 일부 국가들이 수년 내에 유로지역에서 탈퇴하여 유로화는 재정 및 경제 펀더멘털이 강한 국가들의 공동통화로 축소될 것이라고 주장⁴⁾
- 반면, 유로화가 글로벌 금융위기에 방패 역할을 하였다는 의견도 제기⁵⁾
 - 자국 통화를 사용했다면 통화가치의 급락으로 인해 위기에 노출되었을 가능성이 있으나, 유로화를 사용함으로써 외환시장의 안정성을 유지

□ 남유럽 재정위기는 유로화 존립 기반 자체에 대한 테스트인 동시에 향후 세계경제에 영향을 미칠 수 있는 변수

- 남유럽 재정위기의 근본 원인을 분석하고 유로체제의 향방에 대해 예측해볼 필요
 - 위기의 원인 분석과 전망을 통해 향후 발생할 수 있는 위기에 대한 선제적인 대응 전략 수립이 가능
- 가장 가능성이 높은 기본 시나리오(Baseline Scenario)를 바탕으로 세계 및 한국 경제에 미치는 영향을 분석

3) The Euro in 2010 Feels Like the Ruble in 1998. (2010. 5. 11.). *The New York Times*.

4) Roubini Says Greece May Lead Euro Exodus, China Faces Slowdown. (2010. 5. 12.). *Bloomberg*.

5) Regling, K. et al. (2010). The Euro After Its First Decade: Weathering the Financial Storm and Enlarging the Euro Area (ADB Working Paper No.205). Asian Development Bank Institute.

II. 남유럽 재정위기의 핵심변수

위기 확산을 막기 위해서는 3가지 전제조건이 동시에 충족될 필요

□ 재정위기의 확산을 막는 동시에 시장의 신뢰를 회복하기 위해서 유로지역 경제는 다음의 3대 당면과제를 해결해야 함

- 구제금융패키지 조성방안에 대한 시장의 확신
 - 구제금융의 구체적인 재원조달 방법, 시기, 제도 등이 아직 불명확한 만큼 이에 대한 시장의 불확실성을 제거
 - ECB(유럽중앙은행)가 채권시장에 개입하고 있으나, 국채매입 규모와 시행방안이 부재한 만큼 시장에 실행가능성에 대한 확신을 심어줄 필요
- 개별 회원국들의 긴축재정 의지와 정책 집행 능력
 - 남유럽의 문제국⁶⁾들은 긴축재정에 대한 정책 집행 능력을 증명하고, 경제 펀더멘털에 대한 시장의 우려를 불식시켜야 함
 - 그리스 지원을 결정한 독일정부가 지방선거에서 패배하는 등 주요국들⁷⁾에게 있어서는 국민의 반대여론이 정치적 부담으로 작용하는 만큼 구제금융 집행에 대한 의지를 시장에 보여주는 것이 관건
- 유로체제의 구조적 취약성을 제도적으로 보완
 - 회원국 간 경제적 불균형이 심화되는 가운데, 환율과 통화정책 등이 하나로 묶여 있기 때문에 경기를 조정하는 수단이 재정정책 외에는 부재(시스템의 태생적 한계)
 - 재정의 관리·감독 강화 방안, 구제금융 조건, 위반 회원국에 대한 제재 조치, 재정이전 등을 포함한 재정 통합방안에 대한 제도적 보완이 필요

6) 유로지역 내 재정이 부실한 국가들: 본 보고서에서는 주변국, 문제국으로 지칭하기로 함(그리스, 포르투갈, 스페인, 이탈리아의 남유럽 4개국에 아일랜드까지 포함)

7) 유로지역 내 재정이 건전한 국가들: 본 보고서에서는 핵심국, 주요국으로 지칭하기로 함(독일, 프랑스 등)

(1) 구제금융패키지의 실효성

대규모 구제금융패키지의 주요 내용

- EU와 IMF는 남유럽발 재정위기가 유로화 위기로 연결되는 것을 방지하기 위해 대규모 위기극복 대책을 발표(2010년 5월 10일)
 - 재정적자 및 국가채무 상황에 필요한 최대 7,500억 유로의 자금 조성
 - 특수목적법인(SPV: Special Purpose Vehicle)을 통한 정부 채무보증(4,400억 유로, 3년간), 국제수지균형기금(600억 유로 증액), IMF의 자금제공(최대 2,500억 유로)
 - 2010년 5월 3일에 발표된 그리스 지원액 1,100억 유로까지 합하면 자금지원 규모는 총 8,600억 유로에 달함
 - 그 외에도 채권시장에 주는 충격을 완화하기 위한 ECB의 국채 직매입, 유동성 지원, 달러 스와프 재개조치 등이 포함
 - 회원국 국채 매입, 3개월 및 6개월 만기 기간제 대출 재시행, 달러 통화 스와프 재개(미국, 캐나다, 영국, 스위스)
- 시장의 불안감 확산을 차단하기 위해 구체적인 지원책들이 잇따라 가시화되고 있는 상황
 - ECB는 165억 유로 규모의 국채를 매입하고, 다른 한편으로 유동성 확대를 상쇄하기 위해 불태화 정책을 시행(2010년 5월 17일)
 - ECB는 100억 유로를 추가로 매입(2010년 5월 21일)
 - EU가 제공한 145억 유로가 ECB를 거쳐 그리스 중앙은행 계좌에 입금(2010년 5월 18일)
 - 독일의 그리스 지원안이 상·하원 모두 통과(2010년 5월 21일)
 - 독일은 224억 유로를 차관 형태로 1차 지원할 계획

구제금융패키지의 주요 내용

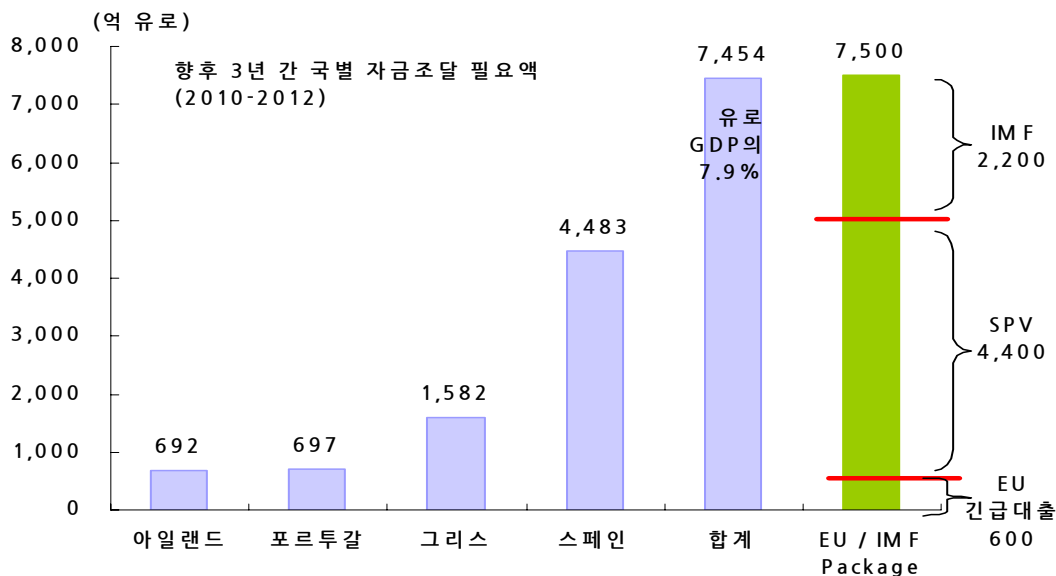
주체	지원금액	주요 내용	지원 방식	평가
EU	4,400억 유로	- 국가채무를 보증하는 SPV를 설립하여 회원국의 국채발행을 보증하는 기금을 조성 · 유로 15개 회원국이 조성(그리스 제외) · 향후 3년간 회원국 상호 간 차관 및 국채 지급보증에 사용	국채발행 시 보증 (금융지원 조건을 수용하는 경우)	(효과) 대규모 지원 가능 (한계) 긴축재정으로 경기후퇴를 초래
	600억 유로	- EU 국제수지균형기금 ⁸⁾ · 지원대상을 비유로지역 회원국에서 유로지역 회원국으로 확대 · 기금한도도 500억 유로에서 600억 유로를 증액하여 1,100억 유로로 확대	연 5% 전후의 금 리로 차관을 제공 (회원국이 지원을 요청하는 경우)	(효과) 신속한 지원 가능 (한계) 대규모 지원이 어려움
IMF	2,500억 유로	- IMF 크레딧 라인 · EU 조정금액의 50%까지 지원	186개 국가들이 출연한 기금에서 차관을 제공 (금융지원 조건을 수용하는 경우)	(효과) 역내 금융시장의 불안에 대해 안전판 역할 (한계) 긴축재정으로 경기후퇴를 초래
ECB	최대 6,000억 유로 (필요 추정)	- 회원국 국채 매입(debt monetisation) · 국채 및 회사채 직매입 - 3개월·6개월 만기 기간제 대출 재시행 · 3개월·6개월 공개시장 금리를 최저 수준 으로 고정시키고 유동성을 무제한 공급	국채매입 기간제 대출	(효과) 유동성 공급 (한계) 중앙은행 신용리 스크·인플레이션 유발
국제공조	-	- 달러 스와프 라인 재가동 · 미 연준은 유럽, 영국, 스위스, 일본, 캐나다의 5개국 중앙은행과 통화 스와프 라인을 통해 달러화 유동성을 공급 (2011년 1월까지 실시)	달러화 유동성 공급	(효과) 역내시장의 불안 을 조기에 차단 (한계) 독자적 시장 안정 효과는 다소 미흡

8) EU가 헝가리, 라트비아, 루마니아 등 새롭게 회원국으로 가입한 동유럽의 국가들을 지원하기 위해 500억 유로로 설립된 기금

산술적으로 2013년까지 효과를 발휘할 수 있는 규모

- 구제금융패키지에는 위기극복을 위해 필요한 자금 조성방안과 더불어, 금융시장 안정 및 신용경색 재발을 방지하기 위한 일련의 조치들이 포함
 - 구제금융패키지는 남유럽의 재정수요 및 국가부채 규모를 감안한 것으로 정상 작동될 경우 산술적으로는 2013년까지 문제가 없을 것으로 판단
 - 7,500억 유로 상당의 안정화 기금은 향후 3년간 PIGS⁹⁾ 국가가 재정적자 보전 및 국가채무 상환을 위해 필요한 금액을 소폭 상회¹⁰⁾
 - ECB의 국채 직매입 등 양적완화 시행 결정은 유로지역의 신용불안을 완화시키므로써 위기 재점화 가능성을 방지하는 데 기여할 것으로 예상
 - 이번 구제금융패키지의 총 금액(7,500억 유로)은 2013년까지 PIGS 4개국을 제외한 다른 회원국에는 문제가 없을 것으로 가정하고 계획을 수립한 것으로 판단됨

향후 3년간 PIGS 필요자원 추정액



주: 필요자원 추정액은 재정적자 및 국채상환을 위해 필요한 금액임

자료: Barclays Capital (2010. 5. 12.). Implications of the EU's mega package.; Bloomberg

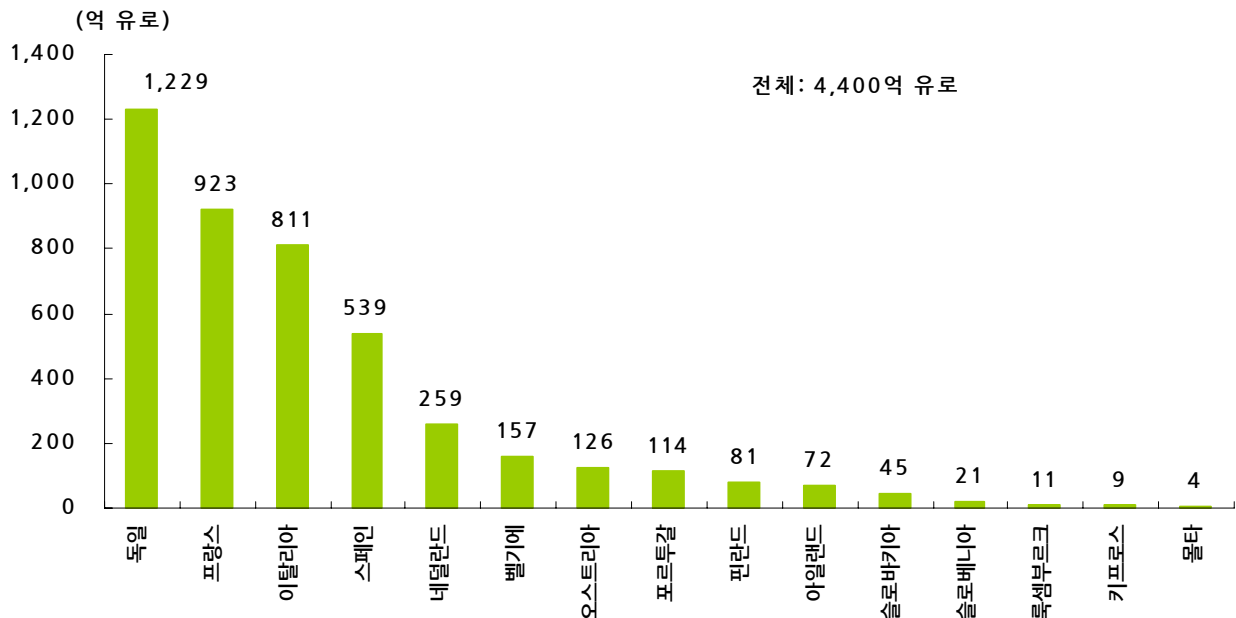
9) 포르투갈, 아일랜드, 그리스, 스페인

10) 2010~2013년 중 PIGS국가는 유로존 GDP의 약 7.9%에 해당하는 7,450억 유로 규모의 재원이 필요한 것으로 추정

재원조달 및 집행에 대한 불확실성으로 시장불안이 지속

- 금번 구제금융패키지는 구체적인 자금 조성 계획이 부족한 데다, 즉각적인 집행 가능성에 대한 불확실성이 상존
 - 4,400억 유로의 보증자금 조성과 시행방안 등에 대한 구체성이 부족
 - EU 긴급대출 증액(600억 유로)은 각국의 의회 승인이 필요하지 않은 반면, 4,400억 유로의 재원을 조달하기 위해서는 각국 의회의 승인이 필요
 - 역내 구제금융 금지조항¹¹⁾, 회원국들이 부담하기 힘든 대규모 분담액 등으로 인해 구체적인 시행까지 추가 시간이 필요
 - 회원국 간 불협화음, 의회와의 마찰, 국민들의 반대 등으로 구제금융패키지의 즉각적인 집행 여부에 대한 불확실성이 지속
 - 자금 조달에 대한 구체적인 계획이 3/4분기 이전에 마련되지 않는다면 과거 두 차례에 걸친 구제금융안과 같이 실패할 가능성

4,400억 유로 조성을 위한 EU 회원국별 부담금 (추정치)



주: 그리스를 제외한 각 회원국별 부담금 추정액은 각국의 ECB 쿼터에 비례하여 산정

자료: Hassel, C. A. et al.(2010.5.14.). European Economics: What a week that was. Credit Suisse.

11) 7,500억 유로 안정화 기금을 조성하기로 한 EU의 결정은 각국이 자국의 재정을 책임져야 한다는 유로의 기본원칙을 침해

(2) 개별 회원국의 긴축 의지와 정책집행 능력

남유럽 국가들을 중심으로 강력한 긴축재정조치가 시행될 예정

□ 구제금융패키지의 지원 조건이 긴축재정인 만큼 남유럽 국가들을 중심으로 강력한 긴축재정조치가 불가피

- 그리스 의회는 재정적자를 2014년까지 3% 미만으로 줄이기 위해 3년간 300억 유로의 재정적자를 감축하는 재정긴축안을 통과
 - 공공부문 임금동결(2006년 이래 30% 임금 인상), 공공사업 축소
 - 연금지출 억제를 위해 평균 은퇴 연령을 61세에서 65세로 연장(남성)
 - 부가가치세 인상(21%→23%), 간접세(알코올, 담배, 유류세) 10% 인상
 - 공기업 민영화 추진
 - 국방예산(GDP 대비 2.6%, EU 국가 중 최대) 삭감을 위해 군사적으로 대치 상태에 있는 터키와의 관계 개선을 모색
- 포르투갈도 2011년까지 적자 규모를 136억 유로 축소할 방침
 - 공기업 및 지방정부 재정지원 축소
 - 정부 및 공공부문 고위직 급여 5% 삭감, 공공부문 임금 4년간 동결 및 신규채용 동결
 - 도로 및 철도건설 프로젝트 무기한 연기
 - 부가가치세 1% 인상(21%), 개인소득세(1~1.5%), 법인세(2.5%) 인상 등
 - 고속도로 통행세 부과 등
- 스페인은 2011년까지 재정적자를 130억 유로 감축하여 GDP의 6% 수준으로 줄이는 계획을 추진
 - 공무원 및 공기업 임직원 임금 5% 삭감(6월부터) 및 2011년 임금 동결
 - 공공부문 1만 3,000명 감원
 - 해외 원조액 삭감
 - 스페인 공공노조는 정부의 긴축재정에 항의표시를 하기 위해 대규모 파업을 결정(2010년 6월 8일)

남유럽 국가의 긴축재정 계획

국가	재정적자	시한	내용
그리스	13.6%	2014년(3%)	<ul style="list-style-type: none"> · 공공부문 임금 12% 삭감, 공공사업 축소 · 연금지출 억제에 위해 은퇴연령 연장 : 61세 → 65세 · 부가가치세 인상(21%→23%), 간접세 10% 인상 · 공기업 민영화 추진 및 국방예산 삭감
포르투갈	9.4%	2011년(4.6%) 2013년(3%)	<ul style="list-style-type: none"> · 공기업 및 지방정부 재정지원 축소 · 정부 및 공공부문 고위직 급여 5% 삭감 · 공공부문 임금 4년간 동결, 신규채용 동결 · 도로, 철도 건설 프로젝트 무기한 연기 · 부가가치세, 개인소득세 및 법인세 인상
스페인	11.2%	2011년(6%) 2013년(3%)	<ul style="list-style-type: none"> · 공무원, 공기업 임직원 임금 5% 삭감 및 2011년 동결 · 공공부문 13,000명 감원 · 연금 지급액 동결, 육아 복지수당(2,500유로) 폐지 · 해외 원조액 삭감

주: 1)재정적자는 2010년 GDP 대비 재정적자 비율(예상치)

2)시한의 괄호 안 비율은 해당연도의 재정적자 비율(목표치)

자료: 각종 자료를 바탕으로 필자가 재구성

□ 남유럽의 긴축 프로그램 이행은 험난한 과정이 될 전망

- 남유럽 국가들은 강력한 긴축 프로그램 시행과 국내 경기회복을 동시에 달성해야 하는 입장
 - 강력한 긴축재정조치로 소비 여력의 축소가 불가피하지만 주력 산업인 관광, 해운, 금융 산업 등을 중심으로 자생력을 회복해나가는 것이 최상의 시나리오
- 경제성장률이 하락하고 물가가 상승하는 스태그플레이션 상황에 직면하게 될 우려
 - 채권매입, 구제금융 지원 등 남유럽 국가에 대한 유동성 공급은 해당 지역의 물가 상승을 초래할 가능성
- 또한 실업률이 상승하고 민간소비 침체가 심화되는 가운데 시행할 강력한 긴축재정조치는 국민과의 갈등과 정정불안을 초래할 우려

- 이탈리아는 다른 남유럽 국가들과 달리 국가부도 위기설에 노출될 가능성이 낮으나, 높은 정부부채를 줄이기 위해 긴축재정조치가 불가피
 - 다른 남유럽 국가들에 비해 비교적 유리한 조건을 갖춘 이탈리아는 이번 재정위기의 진원지로 지목되지 않음
 - 유로지역 내 산업 경쟁력, 국가신용등급, 재정적자 비율, 금융부실, 유동성 부족, 해외자본의 갑작스러운 이탈 등의 요소가 고려되었기 때문
 - 재정적자 비율은 GDP 대비 5.3%로 양호하나, 118.2%에 이르는 정부부채로 인해 긴축재정이 불가피
 - 2011~2012년 총 240억 유로의 채무 감축효과를 내는 것을 목표로 하는 초긴축 예산안에 서명(2010년 5월 31일)
 - 모든 공공부문 근로자에 대해 3년간 임금 동결, 정부 각료와 법관, 고소득 국가공무원의 임금 삭감, 정부부처 예산 삭감, 지방정부 기금 지원 축소, 미등록 부동산 과세 추진방안 등을 포함
- 재정적자 비율이 그리스보다 높았던 아일랜드는 조기에 자체적으로 긴축 재정조치를 실시했던 탓에 시장의 신뢰를 확보
 - 아일랜드는 금융위기 이후 부동산 가격이 급락하고 은행시스템이 위기를 맞으면서 경제 상황이 어려워진 가운데 높은 재정적자와 정부부채 비율에 직면
 - 2009년 경제성장률은 유로지역에서 가장 낮은 -7.1%를 기록했으며, 실업률도 급등하여 11.9%에 달했음
 - 2009년 재정적자는 14.3%, 정부부채는 64.9%를 기록
 - 하지만 아일랜드는 재정적자를 2010년까지 11.5%로 줄이기 위해 70억 유로에 상응하는 긴축재정조치를 재정위기가 불거지기 이전에 이미 시행
 - 2008년부터 소비세를 인상하고 소득세를 도입했으며, 공무원의 급여를 평균 13%가량 삭감하는 등의 노력을 경주
 - 경기회복에 민감한 세수증대보다는 사회복지 지출 감축, 공무원 임금 삭감 등 재정지출 축소에 우선순위를 두고 긴축재정을 추진

주요국들은 정치적 입장 차이를 조율하는 것이 관건

□ 독일과 프랑스 간 유로지역 및 EU 경제권에 대한 인식의 차이가 그리스 지원방식에 대한 입장 차이를 야기

- 독일은 제재를 포함한 재정규율을 엄격히 준수할 것을 요구하고 이를 위해 리스본조약의 개정도 불사한다는 입장을 피력
 - 메르켈 총리는 선거에 패배하는 등 정치적으로 수세에 몰리면서 자국내 여론을 의식하여 그리스에 대한 강경노선을 보일 가능성
 - 최근 독일에서 실시된 여론조사 결과에 의하면 독일 국민의 59%가 다시 마르크화를 사용하는 방안을 검토해야 한다고 응답
- 반면, 프랑스는 유로권 내의 경제적 불균형을 포함하여 경제적 성과를 논의하기 위한 ‘경제적(정책을 담당하는) 정부’의 확립을 강하게 요구
 - 독일처럼 재정규율 강화를 주장하며 대외경쟁력이 취약해진 국가들에 대해 엄격한 조치를 요구하는 것은 EU 국가의 주요 수출시장인 이들 국가를 더욱 피폐하게 만들 수 있다는 논리

□ 지원방식에 대한 입장 차이에는 재정규율이 약한 국가를 지원하는 것에 대한 국민적 반발 정서도 작용

- 독일, 프랑스 등 지원 국가의 국민은 자국의 세금으로 다른 나라를 구제하는 것에 대해 반대하는 정서가 작동
 - 독일 연방헌법재판소는 이미 非구제조항 준수를 전제로 한 마스트리히트조약만¹²⁾ 수용한다는 판결을 내리고 있음
- 모럴해저드가 작동하는 국가에 대한 지원에 반발 심리가 강하게 작용
 - 독일의 경우 독일 마르크화를 포기하고 10여 년에 걸쳐 경쟁력 강화를 위해 고통스러운 개혁을 실시하며 연금수령 연령도 상향 조정
 - 반면, PIGS 국가는 유로권의 저금리를 이용하여 차입과 소비를 증가시키고 연금수령 연령도 독일보다 낮게 책정

12) 유로 도입을 규정한 마스트리히트조약에는 타국의 채무를 대신 부담하는 것을 금지하는 조항이 삽입

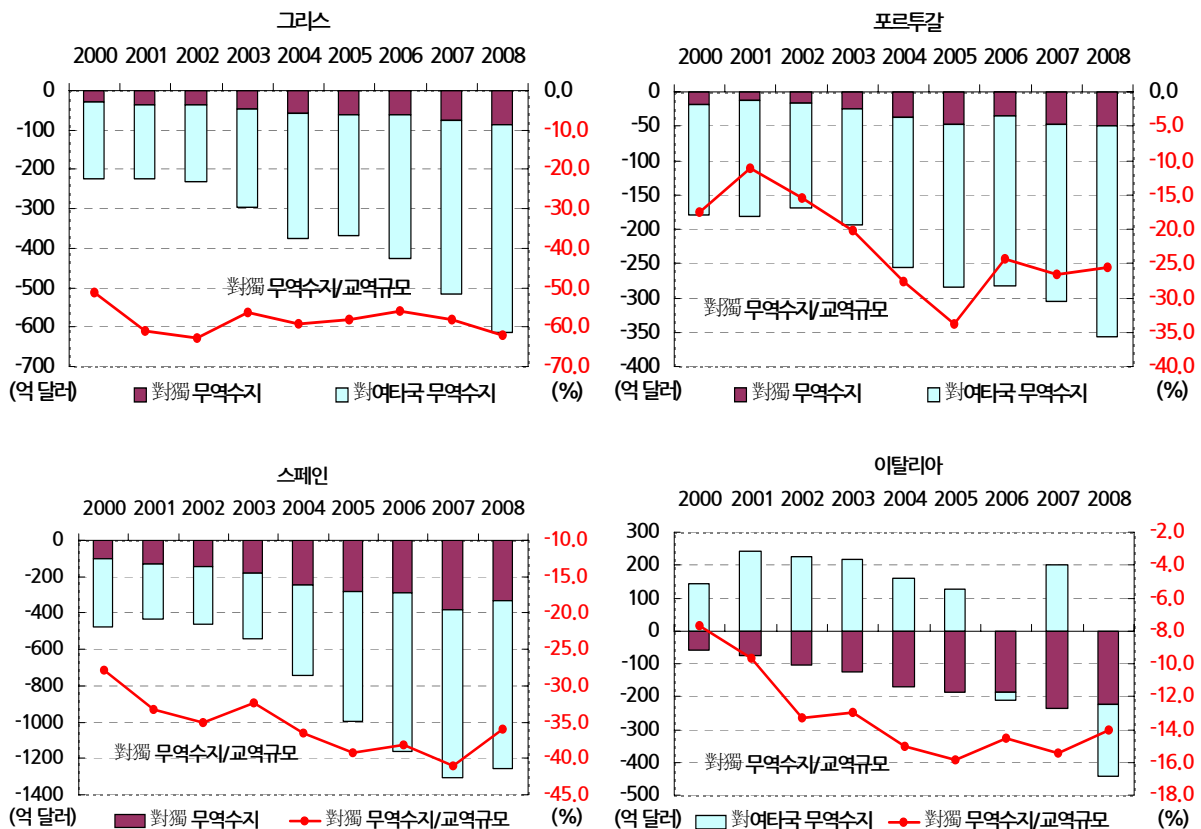
(3) 유로체제에 대한 제도적 보완

최적통화지역 요건을 충족시키지 못한 상태에서 기형적 체제가 지속

□ 유로 도입 이후 유로지역 내 국가 간 경제적 불균형이 확대

- 독일은 유로 도입 이후 남유럽 국가와 달리 노동시장의 자유화를 추진하고 노동비용 상승 억제 등을 통해 노동생산성을 향상
 - 2002~2006년 노동비용 상승률(연평균): 독일(-0.6%), 그리스(3.3%), 스페인(3.0%), 포르투갈(2.5%)
- 그 결과 독일과 EU 회원국의 경쟁력 격차가 더욱 확대
 - 특히 남유럽 국가들은 생산성이 높은 독일과의 경쟁에서 밀리면서 對獨 수입이 늘어나고 경상수지 적자도 확대

PIGS 국가와 독일의 무역수지



주: 무역수지 및 교역 규모는 상대국과 상호 간 수출액만 계산하여 가감

자료: IMF (2010. 4.). World Economic Outlook.

- 단기간에 해결할 수 없는 경제력 격차는 유로체제의 신뢰성 문제로 연결
 - 유로 탄생의 이론적 근거가 된 ‘최적통화지역(OCA)’ 이론¹³⁾에 따르면, 경제 충격에 대해 단일경제권 내 국가 간 차이가 나타나지 않는 범위가 동일통화권을 형성할 수 있는 범위로 간주
 - 즉, 경제적 격차를 환율정책(금융정책)으로 해소할 수 없다면 동일 통화권이 제대로 성립할 수 없음을 의미
 - 유로 회원국 간 경제력 격차가 양극화된 상태에서 ECB가 금리를 인상하거나 인하할 경우 충격이 불가피
 - 그런 측면에서 현재 EU가 남유럽 문제를 제대로 해결하지 못하여 단일통화권을 유지하기 어려워질 수도 있다는 인식이 확산

구조적인 문제들을 시정할 수 있는 제도적 뒷받침이 필요

- EU 시스템에서는 회원국의 재정에 대한 관리를 강제할 수 있는 조항이 부재
 - EU의 「안정성장협약(SGP)」이 존재하나, 외연을 확장하는 과정에서 당초부터 「안정성장협약」을 준수하기 어려운 국가들도 포용
 - 유로체제 가입 이후에는 회원국의 의무 준수 여부를 관리하고 강제성을 부여할 수 있는 명확한 규정도 결여되어 있는 상태
 - 그리스의 재정적자가 GDP 대비 10%를 초과할 때까지 사실상 방치
 - 재정위기에 처한 그리스에게 철저한 재정건전화를 이끌어내야 하는 부담은 결국 EU에 전가된 상태
 - 유로 단일통화를 유지해야 하는 EU 입장에서 그리스의 탈퇴가 가져올 수 있는 리스크가 우려되기 때문
 - 또한 EU집행위의 예산이 EU GDP의 1.2%에 불과하여 중앙정부의 재정 이전 기능 수행이 사실상 불가능

13) Optimal Currency Area: 단일통화 정책이 효율적으로 운용될 수 있도록 거시경제 환경을 동질화하려는 것으로 물가, 장기금리, 재정적자, 정부부채, 환율의 4가지 거시경제 변수들의 목표를 정함

□ 유로 시스템 내에 위기에 처한 회원국에 대한 구제 조항이 부재

- EU 시스템 내에서는 원칙적으로 재정위기에 처한 국가에 대해 회원국 내 다른 정부가 직접 지원하는 것을 제한
 - 유럽헌법인 리스본조약(125조)에서 정부 간 구제금융을 제한
- 이 때문에 유로 회원국은 그리스의 재정위기에 대해 초기에 유효한 대응책을 강구하지 못하고 극단적인 위기 상황으로 발전하게 되자 어쩔 수 없이 구제하는 상황으로 몰림

□ 재정위기에 처한 회원국이 유로 통화권에서 이탈하는 것을 방지할 경우 단일통화권 존립 자체가 위태롭게 될 가능성이 크기 때문에 주요국들을 중심으로 유로체제의 제도적 보완에 나설 필요

- 그리스가 유로에서 탈퇴하여 그리스 통화가치가 하락하게 되면 주변국의 경제적 충격은 불가피
 - 유로에서 이탈한 그리스가 자국통화의 대폭적인 평가절하로 경제회생을 실시할 경우, 주변국은 상대적인 통화가치 상승으로 국제경쟁력이 저하¹⁴⁾
- 유로체제의 제도적인 보완 수단¹⁵⁾
 - 위기관리체제 마련: 유럽통화기금 설립, 유럽투자은행 기능 확대, 공동유로채권 발행¹⁶⁾
 - 재정규율의 엄격한 시행 및 재정통합 추진: 중앙정부에서 세금을 거두어 재정위기에 처한 지방정부에 재정을 이전하는 방식(Fiscal Transfer)
 - 회원국의 채무재조정: 회원국의 국가부도를 허용하되 ‘질서 있는 방식’을 통해 채무재조정을 실시
 - 통합감독기구 설립: 통합감독기구를 통해 EU 금융기관을 총괄적으로 감독함으로써 위기를 사전에 차단

14) 유로에서 이탈한 그리스의 통화가치 하락은 포르투갈 등 다른 유로지역 및 동유럽 신흥국으로 통화가치 하락이 전파되어 궁극적으로 유로화의 평가절하로 연결될 가능성

15) 박진호 (2010). “유로화의 미래”. 『해외경제정보』, 제2010-19호, 1-13.

16) EU집행위가 유로채권을 발행하여 회원국에게 자금을 지원하거나 회원국 정부가 발행하되 유로 회원국들이 공동으로 지급보증하는 방식이 가능

Ⅲ. 유로경제의 향방

남유럽 재정위기와 유로체제의 향방에 관한 시나리오

- 구제금융패키지(7,500억 유로)로 시장을 단기적으로 안정시킨 후 중장기적으로 개별 회원국의 문제와 유로화체제 시스템의 모순을 동시에 해결하는 것이 관건
 - 단기적으로 남유럽 국가들은 부도사태를 모면할 것으로 예상
 - 구제금융의 세부안 확정과 개별국의 채무상환 여부가 주요 관심사
 - 하지만 중장기적으로 개별회원국과 유로지역의 당면과제를 동시에 해결하지 못한다면 불안 상태가 지속
 - 개별국의 재정긴축 이행 여부와 유로체제의 제도적 보완이 주요 이슈
- 남유럽 재정위기는 스페인 문제가 주요 이슈로 부각되다가 이후에는 유로체제의 지속 여부에 대한 논쟁으로 새로운 국면을 맞게 될 전망
 - 구체적인 지원책들이 잇따라 가시화되고 있는 만큼 구제금융패키지에 대한 상세안이 나오면 시장 안정에 도움이 될 것으로 예상
 - 그리스의 경우 단시일 안에 유로 통화권에서 이탈하거나 디폴트를 선언하는 일은 없을 것으로 판단
 - 중장기적으로 채무재조정 등이 논의될 가능성
 - 스페인 문제는 남유럽 재정위기의 향방을 결정하는 핵심변수 3개를 모두 건드릴 수 있는 뇌관
 - 스페인은 EU GDP의 8.5%를 차지하며, 향후 3년간 필요재원 추정액도 4,483억 유로로 큼 (구제금융 실제 규모가 확대될 우려)
 - 내수침체와 저축은행의 부실 (강력한 긴축재정조치 이행 가능성에 대한 시장의 의구심 확산)
 - 제도적 보완에 필요한 시간이 부족 (유로체제에 대한 회의론 확산)

□ 유로체제의 향방에 대해서는 구제금융 시스템이 제대로 작동한다는 가정 하에 나머지 핵심변수(개별회원국의 긴축·개혁 + 유로체제의 제도적 보완)를 바탕으로 시나리오를 상정

- 회원국 긴축·개혁(이행) + 제도적 보완(실시) → ‘강한 유로체제’
 - 회원국 문제와 유로화체제의 구조적 취약성이 모두 개선되는 경우로, 이번 재정위기가 유로화에 轉禍爲福의 계기로 작용
 - 남유럽 국가들의 재정긴축 노력이 가시적 성과를 거두고 재정이전(fiscal transfer) 시스템이 강화되어 EU 예산 증액을 통한 회원국 지원도 확대
- 회원국 긴축·개혁(이행) + 제도적 보완(지연) → ‘느슨한 유로체제’
 - 최악의 위기상황은 진정되겠지만, 남유럽 국가의 재정건전화 노력 및 대응체제의 작동 여부가 확인될 때까지 시장불안(餘震)은 지속
 - 국가주권을 상당부분 포기해야만 가능한 재정통합의 어려움으로 유로화체제의 구조적 취약성은 상존
- 회원국 긴축·개혁(차질) + 제도적 보완(지연) → ‘유로체제 위기’¹⁷⁾
 - 남유럽 국가들의 긴축재정에 대한 사회적 저항 확산 및 경기침체 심화로 개혁에 차질
 - 남유럽 국가들은 국채발행에 실패하고 채무상환에도 어려움을 겪으며, 주요국들은 정치적 합의 실패로 재정이전 시스템 강화에 실패

□ 현재로서 가장 가능성이 높은 시나리오는 남유럽 국가들이 긴축·개혁을 이행하는 반면, 제도적 보완은 지연되는 ‘느슨한 유로체제’일 것으로 판단

- 구제금융패키지를 제공받고 유로체제에 남기 위해 남유럽 국가들은 재정 긴축조치를 이행하겠으나, 재정이전 시스템 강화에 대한 조기 합의는 쉽지 않을 것으로 예상¹⁸⁾

17) ‘불안지속’ 시나리오에 특정 회원국의 탈퇴 사태까지 발생한다면 유로화 붕괴로 이어질 가능성은 존재(유로화 붕괴 시나리오) → 하지만 주요국들은 유로화의 붕괴를 용인하는 비용이 워낙 크기 때문에 회원국들의 긴축재정조치를 감독하는 동시에 필요시에는 구제금융을 제공해가면서 시간을 확보하고 유로체제의 제도적 보완에 나설 가능성이 더 큼

18) 재정관리 및 감독체제에 대한 강화는 가능할 것으로 판단

(1) 남유럽 재정위기 전망

그리스: 채무재조정을 통한 문제 해결 시도 예상

□ 그리스가 유로 통화권에서 탈퇴하는 문제는 현실적으로 쉽지 않은 선택

- 그리스가 유로 통화권에서 탈퇴하여 舊자국통화 드라크마(Drachma)로 복귀할 경우 드라크마의 가치 폭락은 필연
- 유로 통화권에서 이탈한 그리스는 경제회복 과정에서 그리스 통화의 변동환율제를 채택함으로써 대폭적인 평가절하를 유발할 것으로 예상¹⁹⁾
- 드라크마의 대폭적인 평가절하는 경상수지 적자 폭을 줄이는 데는 유리하게 작용하겠지만 그리스가 지불해야 할 실질 대외채무는 급격히 팽창하게 되어 디폴트 가능성이 더욱 고조
- 그리스의 수입물가 급증으로 국민 생활도 파폐

□ 그리스의 국가채무 문제는 경상수지 및 재정수지 적자라는 ‘쌍둥이 적자’ 지속에 따른 구조적인 문제이므로 단기간에 해결할 수 없는 난제

- 그리스의 채무 문제가 글로벌 금융위기에 따른 일시적인 자금조달 애로에서 생겨난 문제라면 단기 용자로 충분하지만, 이는 경상수지 및 재정수지 적자 지속에 따른 장기 신용력 문제
- 그리스 국채의 약 80%를 외국인이 보유하고 있는 점을 감안한다면, 2010년 지급해야 할 이자만 하더라도 GDP의 약 4.6%가 해외로 유출²⁰⁾

그리스의 재정 현황

(단위: GDP 비율, %)

구분	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
채무잔고	114.5	107.9	103.9	102.6	114.9	123.3	130.2
재정수지	-5.3	-3.2	-4.0	-7.8	-12.7	-9.8	-10.0

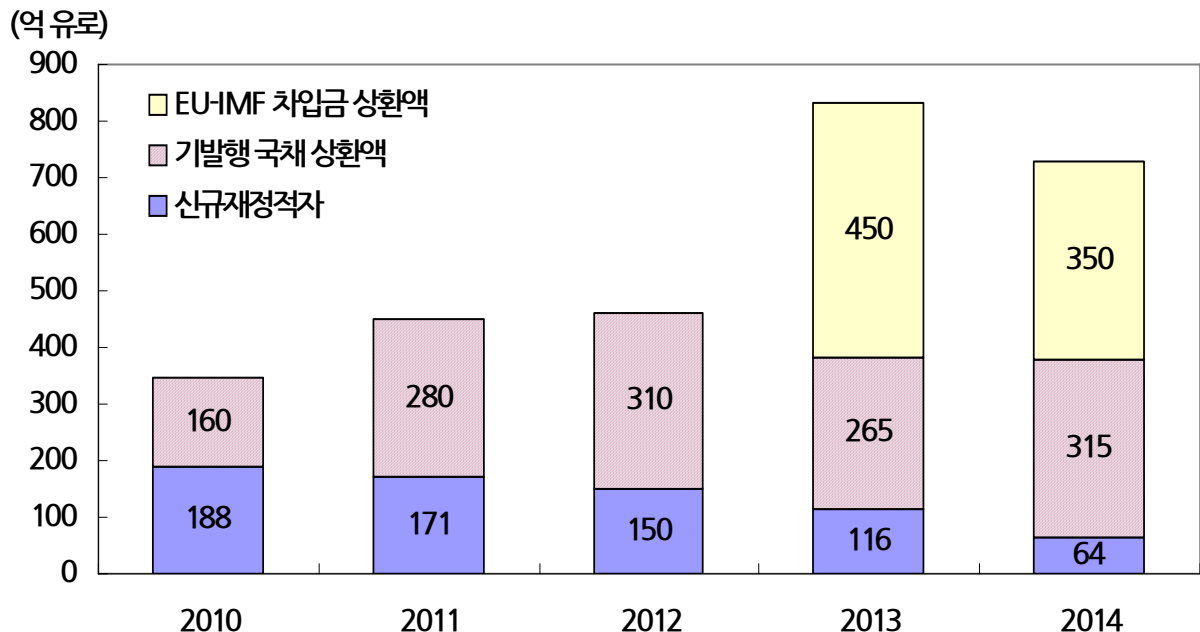
자료: OECD (2009. 11.). Economic Outlook 86 database.

19) 과거 외환위기를 경험한 대부분 국가의 경우 해당국 통화의 대폭적인 평가절하를 국제경쟁력 회복과 경제상황 호전의 수단으로 활용

20) 2009년 국가채무잔고 114.9% × 외국인보유비율 80% × 이자율 5% (단, 이자율은 2009년 2월에 결정된 EU의 對그리스 지원용자 이자율)

- 재정수지 개선을 위해 사용할 수 있는 수단은 증세와 긴축재정으로 제한
- 일반적으로 재정악화로 인해 다른 나라로부터 자금조달이 어렵게 된 국가가 경제상황을 회복시키기 위해서는 재정긴축만으로는 불충분하며, 자국통화 평가절하 및 극단적인 금융완화가 필요
 - 하지만 유로 통화권에 있는 그리스가 경제상황을 개선하기 위해 취할 수 있는 수단은 긴축재정에 국한
 - 통상적으로는 통화의 평가절하를 통해 수출경쟁력을 강화함으로써 무역수지(경상수지)의 흑자 전환을 도모
- EU와 IMF의 그리스 지원 패키지는 그리스의 재정수지나 경상수지 개선 수단이라기보다는 어디까지나 그리스의 자금조달에 대한 지원에 국한
- 그리스에 대한 궁극적인 구제책이라기보다는 ‘시간 벌기식’ 지원책
 - 2013~2014년에 걸쳐 700~800억 유로 규모의 상환 부담이 그대로 잔존

그리스 정부가 필요한 자금조달액 추이



자료: 第一生命經濟研究所 (2010. 5. 12.). “EU Trends:ギリシャ支援策がギリシャを苦しめる理由”.

□ 구제금융 지원이 순조롭게 이루어지고 있는 그리스의 경우 부도위기는 넘길 가능성 (단기적 측면)

- 외부적인 요인들이 긍정적으로 작용

• 향후 3년간 그리스에 대해서만 총 1,100억 유로의 구제금융이 지원될 예정이며, 독일의 정치권이 5월 20일 이후 적극적인 자세로 전환된 것도 긍정적인 측면

- 다만, EU와 IMF에 약속한 긴축재정조치가 지속된다는 전제가 충족되어야 하며, 여론 악화로 재정긴축 이행에 대한 불안감이 확산될 경우 구제금융 중단 논의 가능성은 남아 있음

□ 그리스의 재정위기는 '조율된 채무재조정(debt restructuring)' 방식을 통해 수습 국면에 들어설 것으로 예상 (중장기적 측면)

- 그리스 국채의 외국인 보유 규모(2,147억 유로)와 외국계 은행의 대출 규모(1,648억 유로) 등이 예상 구제금융 추정액(1,582억 유로)을 초과²¹⁾

• 또한 2012년에 총이자 지급액이 GDP의 7.5%에 달할 것으로 예상되어 그리스의 국가채무는 GDP의 145%까지 늘어날 전망(IMF)

- 그리스 채무 문제를 해결할 수 있는 방안은 구제금융 연장, 경제성장, 이자부담 경감, 재정긴축, 채무재조정 등으로 판단됨

- 이 중 가장 현실성 높은 방안은 채권단과의 합의를 통한 채무재조정이 유력 (예: 30~50% 부채 탕감)

• 불안한 시장 상황을 고려할 경우 당장은 채무재조정 논의가 거론되기 힘들지만, 시장 참여자들은 앞으로 그리스에 대한 채무재조정의 필요성을 공감하는 분위기

21) 향후 3년간 그리스의 재정적자 및 국채상환을 위해 필요한 금액은 약 1,582억 유로로 추정 (p. 8 참조)

스페인: 저축은행의 부실대출이 리스크 요인으로 작용

□ 스페인 경제의 구조적 취약성에 대한 시장 우려가 본격화

- 스페인 경제는 제조업 기반이 취약한 가운데 내수 비중이 큰 서비스업 및 건설업에 의존하는 성장을 했던 탓에 산업구조상 수입 의존도가 높아 만성적인 경상수지 적자를 지속
- 시장은 정부의 긴축정책 발표에도 불구하고 민간부문의 부실 문제가 재정 악화로 이어질 것을 우려
 - 경상수지 악화와 부동산 버블 붕괴로 인한 금융부실 확대가 재정적자 축소 가능성에 대한 회의론을 불러일으킴

□ 스페인의 부동산 버블 붕괴로 인해 부실자산이 증가

- 2000년 이래 EU에서 신축된 주택 중 스페인이 30%를 차지
 - 개발업체 대출액은 2000년 335억 유로에서 2008년 3,180억 유로로 급증 (8년 동안 8.5배 증가)
 - 여기에 건설업체 대출액을 포함할 경우 대출 규모는 4,700억 유로로 증가 (GDP의 약 50%)
- 2008년 12월 미분양 신규주택은 61만 4,000채였고, 그 당시 건설 중인 주택도 62만 7,000채에 달했음
 - 보수적으로 계산하더라도 아직 미분양 주택은 100만 채를 상회하는 것으로 추정
- 부동산 개발업체들의 채무는 2009년 3/4분기 기준 3,240억 유로(GDP 30%)로, 현재 거래가 되지 않은 부지 매입에 50% 이상을 사용
- 스페인 은행들이 개발업체들로부터 부실자산을 매입해야 할 처지로 정부가 50% 줄어들 경우 부동산대출 관련 손실은 약 2,500억 유로에 이를 것으로 추정

□ 모기지 대출이 많았던 저축은행들의 부실대출이 위기의 뇌관으로 작용

- 저축은행의 모기지 대출 비중은 18%로 일반은행(12.5%)을 크게 상회
- 2007년 이후 경기 침체기에도 저축은행은 모기지 대출을 확대하여 45개 저축은행 중 대부분이 부실화된 것으로 판단
- 이에 따라 2008년부터 저축은행을 중심으로 한 은행산업의 구조조정 방안이 거론되어왔음
- S&P는 저축은행의 부실대출 규모가 2010년 정점에 이를 것으로 예상
- 스페인 중앙은행은 2009년 4/4분기부터 저축은행들의 영업실적이 적자로 돌아선 것으로 추정
- IMF의 경고와 신용평가기관들의 신용등급 하향 조정에도 불구하고 저축은행들의 구조조정은 지지부진
- 앞으로 부실은행들을 구제하기 위해 정부가 개입할 경우 그동안 상대적으로 건실한 것으로 평가되던 정부재정의 악화가 불가피

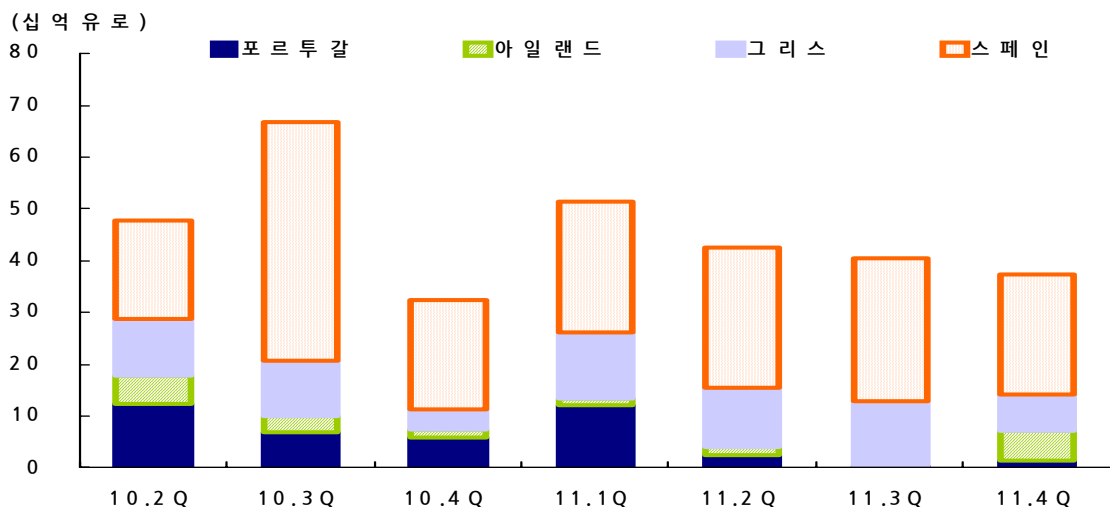
□ 향후 스페인 위기는 부실은행에 대한 구조조정이 관건이 될 전망

- 저축은행은 소유구조가 복잡하고 지방정부와 정치적으로 강하게 결탁되어 있어 구조조정이 지지부진
- 특히 의결권을 갖고 있는 지방정부가 타 지역 저축은행과의 합병을 반대
- 하지만 저축은행들의 부실화 위협에 대한 시장 우려가 증폭되면서 스페인 정부와 지방정부는 저축은행들의 M&A에 박차를 가하기 시작
- 구조조정 대상은 부동산 대출 손실이 클 것으로 예상되는 45개 저축은행이 될 전망
- 스페인 정부는 2009년 6월에 은행구조조정기금(FROB)으로 990억 유로를 조성
- 앞으로 저축은행의 3분의 1 이상이 구조조정될 것으로 예상되는 가운데, 구조조정에 350억 유로 이상의 재정이 투입될 전망(S&P)

금융시장 불안이 지속되며 간헐적으로 위기설도 재발할 가능성

- 남유럽 국가들의 국채만기가 집중되는 3/4분기까지는 시장 불안이 지속될 것으로 예상
- 구제금융패키지의 집행에 대한 불확실성, 회원국들의 긴축프로그램 실행에 대한 의구심, 국채만기 도래 등으로 인해 시장불안이 상존
 - 스페인의 긴축재정조치가 발표되자 경제회복을 위축시킬 것이라는 우려로 인해 오히려 불안이 확산되는 등 불안요인이 상존하여 단기간에 진정 국면으로 접어들기는 어려울 전망
 - 국채만기 규모와 경기회복에 대한 시장의 우려 등을 고려할 때 적어도 3/4분기까지는 남유럽 국가들의 소버린 리스크가 지속
 - 스페인의 국채만기 규모는 2010년 6~12월 총 716억 유로인데 7월에만 315억 유로가 집중되어 있으며, 그리스, 포르투갈, 이탈리아도 3/4분기에 국채만기가 집중
 - 또한 3/4분기에 해당 국가들은 물론 유로지역에 대한 2/4분기 실물경제 지표들이 발표될 예정
 - 재정위기의 여파로 2/4분기 경제 지표가 악화된 것으로 나타날 경우 시장은 긴축재정조치의 이행 가능성에 대해 의문을 제기할 가능성

국채 원리금 만기도래 규모



자료: Barclays Capital (2010. 5. 12.). Implications of the EU's mega package.; Bloomberg.

유로체제의 붕괴로 이어지지 않는 전망

- 남유럽 재정위기가 유로체제의 붕괴로까지 확대되어 국제 금융시장을 최악의 국면으로 몰고 가지는 않을 것으로 예상
 - 그리스 채무재조정의 경우, 시장에서 불가피한 조치로 인식되고 있으므로 금융시장의 쇼크로 이어지지 않는 전망
 - 또한 스페인의 금융부실이 당장 국가부도 위기로 이어지지 않는 전망
 - 재정 관련 통계 자체를 시장이 불신하는 그리스와 달리 스페인 정부 통계는 비교적 신뢰를 받고 있어 국가신용등급 측면에서 유리
 - 스페인의 대형 상업은행은 저축은행들에 비해 비교적 안전한 편
 - 은행구조조정기금(990억 유로)이 마련되어 있어 스페인 정부의 저축은행 구조조정이 비교적 용이
 - 특히, 구제금융패키지의 세부내용이 확정되어 집행될 경우 시장 신뢰를 얻는 데 기여할 것으로 예상
 - ECB의 국채 매입이 본격화되면 채권시장의 수급 불안이 해소되어 유럽 금융기관들의 국채 매입 여력이 확대되며 국채 발행 여건이 점차 개선
- 정치적 이해관계로 인해 유로체제의 약점에 대한 제도적 보완은 쉽지 않을 전망 ('느슨한 유로체제' 지속)
 - 구조적인 문제점들을 보완할 수 있는 제도적 정비를 실시할 필요
 - 위기관리체제 마련, 재정규율의 엄격한 시행 및 재정통합, 회원국의 채무재조정, 통합감독기구 설립 등
 - 위기가 고조될 경우, 제도적 보완에 대한 의지가 절박하지만 글로벌 경기가 회복되는 등 시장 여건이 개선되면 정책수단 강화에 소홀해질 가능성
 - 또한 이 과정에서 위기설이 재차 불거질 수 있는 리스크 요인이 상존
 - 회원국 간 정치적 갈등이 표출되는 경우, 국제공조가 제대로 작동하지 않는 경우, 해외 자본 이탈로 인해 동유럽 금융위기로 확산되는 경우 등

(2) 유로경제에 미치는 충격과 향후 전망

유로경제의 저성장 기조가 장기화될 우려

□ 긴축재정 시행으로 총투자와 민간소비 침체가 불가피

- 재정위기에 처한 남유럽 국가들은 물론 이들 국가에 재정지원을 해야 하는 독일, 프랑스 등 서유럽 국가들도 재정긴축이 예상
- 재정위기를 겪는 국가에 대한 지원에 상당한 부담을 안고 있는 독일, 프랑스 등도 재정부담 증가에 따라 경기부양정책이 위축될 우려²²⁾
- 유로지역 전역에서 재정불안 해소를 위한 긴축재정이 시행되면서 2010~2011년 투자와 소비는 부정적인 영향을 받을 것으로 예상
- 전년 대비 총투자 증가율(2010년): EU집행위의 기존 전망치였던 -1.9%를 -2.6%로 수정²³⁾
- 전년 대비 민간소비 증가율(2010년): 0.2%에서 0.0%로 수정

□ 잠재성장률 하락으로 저성장 기조가 장기화될 가능성

- EU집행위는 2008년 금융위기 이후 금융시장의 붕괴 현상과 시장 규제 환경으로 인해 R&D에 대한 자본 접근성을 제한함으로써 잠재성장률에 영구적으로 부정적인 영향을 줄 것이라고 예상²⁴⁾
- 유로지역의 잠재성장률: 2007~2020년(2.2%) → 2021~2030년(1.5%) → 2041~2060년(1.3%)
- 유로지역의 잠재성장률이 지속적으로 하락하는 상황에서 재정적자 급증은 자금조달 비용을 상승시켜 경제 성장에 추가적인 타격
- 최근 OECD는 유로지역의 2010년 잠재성장률을 1.0%에서 0.8%로 낮춰 발표(2010년 5월 31일)

22) 독일은 2016년까지 재정적자 규모를 GDP 대비 0.35% 이내로 낮추기 위해 소득세 최고 세율 조정, 실업 보험 지출 억제, 공기업 민영화 등을 실시할 예정이며, 프랑스는 의료복지 삭감 등을 통해 증세 및 정부지출 억제에 나설 계획

23) EU집행위의 공식 발표를 비교 (2009년 11월 전망치와 2010년 4월 전망치)

24) European Commission (2009). The Impact of the Economic and Financial Crisis on Potential Growth. *Quarterly Report on the Euro Area*, 8(2), 27-38.

유로화는 약세가 지속되고 기축통화로서의 위상도 약화될 전망

□ 유로화의 신뢰 하락으로 약세가 지속

- 재정위기의 여파로 유로화 가치가 급격히 하락
 - 2010년 5월 19일 현재 달러 대비 유로화의 가치는 재정위기가 본격적으로 부각되던 2009년 12월에 비해 약 18.8% 하락
- 유로지역의 미래에 대한 회의적 시각이 대두됨에 따라 유로화는 약세를 지속할 전망
 - 대규모 구제금융패키지의 실행 여부, 개별회원국으로의 재정위기 전염에 대한 우려, 유로 캐리트레이드 부상 등이 주요 원인
 - 주요 투자은행들의 향후 6개월간 유로화 환율 예상²⁵⁾: BNP Paribas (1.08달러), Standard Chartered(1.15달러), Morgan Stanley(1.16달러), Citi(1.24달러), Bank of America(1.28달러) 등

□ 유로지역 확대를 통해 유로화의 위상을 제고하려던 계획에 차질

- 유로지역 가입의 효과와 부작용에 대한 논의가 분분
 - 물가와 금리가 안정(안정성), 거래비용을 줄여 투자·무역을 확대(규모의 경제), 상품과 서비스에 대한 가격투명성 제고(투명성) 등의 효과
 - 반면, 독자적인 금융 및 환율 정책을 세울 수 없어 경기가 악화될 경우 탄력적인 대응이 어려움
- 글로벌 금융위기 이후 유로화의 안정성이 강조되었으나, 남유럽 재정위기 이후 유로체제 가입의 단점이 더욱 부각
 - 금융위기 이후(2008년 9월 15일 ~ 2009년 2월 20일) 동유럽 국가들의 통화 가치가 평균 27% 이상 하락하며 위기에 노출
 - 하지만 재정위기 이후 폴란드, 불가리아, 체코 등의 가입 계획이 국정 우선순위에서 밀리고 국민들의 반대 여론도 심화되는 등 유로지역 확대를 통한 위상 강화 계획에 차질이 불가피

25) 반면 Deutch Bank, Goldman Sachs 등은 1.35달러로 엇갈리는 전망을 발표.

- 유로지역에 가입하기 위해서는 경제적 수렴 기준을 충족시켜야 하는데 재정위기를 계기로 규정 준수에 대한 방침이 강화될 전망
- 동유럽 국가들에게 더 큰 부담으로 작용²⁶⁾

유로지역 가입조건과 항목별 전망(2010년)

(단위: %)

구분	물가 ²⁷⁾	재정적자	정부부채	금리 ²⁸⁾	환율 ²⁹⁾
수렴 기준	3개국 평균의 1.5% 이내 (평균 0.9%)	3% 이내	60% 이내	3개국 평균의 2% 이내 (평균 3.6%)	ERMII 가입 여부
에스토니아	0.5	-3.2	10.9	7.9	2004.6.28
리투아니아	-0.7	-9.2	40.7	14.5	2004.6.28
라트비아	-3.7	-12.3	48.6	12.3	2005.5.2
헝가리	4.0	-4.2	79.8	9.1	-
폴란드	1.9	-7.5	57.0	6.1	-
체코	1.5	-5.5	40.6	4.9	-
불가리아	2.3	-1.2	16.2	7.3	-
루마니아	3.5	-6.8	27.4	10.3	-

자료: 삼성경제연구소

□ 중장기적으로 유로화의 위상 약화가 불가피

- 지난 10년간 국제채권 발행, 외환보유, 외환거래, 국제무역 결제통화·기준 통화 등의 측면에서 유로화의 위상이 강화됨으로써 제2의 국제통화로 정착
- 하지만 이번 재정위기를 계기로 통화가치가 급락하고 회원국들로 위기가 전이됨에 따라 기축통화로서의 중요한 조건들이 훼손³⁰⁾
 - 기축통화가 되기 위해서는 충분히 큰 GDP 및 교역 규모, 발달된 금융 시장, 국제금융시장에서의 높은 거래 비중, 통화가치 및 금융시스템의 안정성 등이 갖추어져야 함
- 유로화는 위기에 취약한 모습을 보여 당분간 위험자산으로 분류되면서 기축통화로서의 지위도 얻기 힘들 것으로 예상

26) 반면, 국가부채 비율이 9.6%로 유로지역 평균치인 84.7%보다 현격히 낮은 재정모범국 에스토니아의 경우 최근 유로지역 가입을 승인받아 2011년 1월부터 유로화를 사용할 예정

27) 최근 1년간 소비자물가상승률이 가장 낮은 3개 회원국의 평균물가상승률은 1.5% 이내일 것

28) 최근 1년간 소비자물가상승률이 가장 낮은 3개 회원국의 평균명목금리는 2% 이내일 것

29) 최근 2년간 환율을 평가절하한 사례가 없어야 하며, ERMII(Exchange Rate Mechanism II: 新유로환율체제)에 가입하여 유로화와의 환율을 변동 허용 폭(15%) 이내에서 유지

30) 박진호 (2010). “유로화의 미래”. 『해외경제정보』, 제2010-19호, 1-13.

양극화 심화는 재정위기 해결에 또 다른 리스크 요인으로 작용

- 남유럽 국가 중심의 긴축재정조치와 유로화 약세 기조로 회원국 간 양극화가 심화될 것으로 예상
 - 내수 비중이 높은 남유럽 국가에서 강력한 긴축재정이 시행되면 경기에 미치는 영향은 서유럽보다 클 것으로 예상
 - 유로화 약세가 독일 등 수출제조업 경쟁력이 강한 서유럽 국가에 더욱 유리하게 작용
 - 유로 환율은 남유럽 회원국에게는 高평가, 서유럽 회원국에게는 低평가된 수준에서 형성
- 양극화 심화는 재정위기 해결을 더욱 어렵게 함으로써 글로벌 경기회복에도 걸림돌로 작용할 전망
 - 서유럽과 남유럽의 경제적 격차가 더욱 확대되어 유로지역의 단일통화권 기반이 더욱 취약해질 전망
 - 양극화 심화는 재정위기 확산 방지 노력에 부정적인 영향³¹⁾
 - 재정위기→ 실물부문의 침체 및 유로화 약세→ 양극화 심화→ 재정위기 심화로 이어질 수 있는 리스크 요인
 - 경제력 격차와 이로 인한 양극화 심화가 재정위기의 근본적인 해결을 더욱 어렵게 하여 사태를 장기화시킬 가능성

2010년 경제성장률 및 경상수지 예상치 비교

(단위: %)

구분	서유럽			남유럽		
	독일	프랑스	네덜란드	그리스	포르투갈	스페인
경제성장률	1.2	1.2	1.3	-3.0	0.5	-0.4
경상수지	4.8	-3.3	5.9	-10.3	-10.1	-4.6

주: 경상수지는 GDP 대비 경상수지 비율

자료: Eurostat

31) 하지만 독일을 중심으로 한 서유럽의 경제 회복은 유로체제를 유지하기 위한 필수요건으로, 독일을 비롯한 주요국들이 회복되어야만 남유럽 국가에 대한 구제금융 지원이 가능하고 자국민들의 여론도 유리하게 조성될 수 있기 때문

IV. 남유럽 재정위기의 파급효과

(1) 세계경제에 미치는 영향

글로벌 금융시장의 불안이 지속

□ 남유럽 재정위기가 당장 ‘리먼 사태’와 같이 글로벌 시장 전체의 금융위기로 확산될 가능성은 낮음

- EU와 IMF 등의 강력한 정책대응으로 금융시장에서 재정불안에 따른 ‘신뢰의 위기’³²⁾로 악화되지는 않을 전망
- 구제금융 합의로 유럽 금융기관의 국채 보유분에 대한 손실이 억제됨에 따라 대형 금융기관의 심각한 부실화 우려는 상당부분 해소
- 미국, 일본 등 여타 경제권 은행의 남유럽 국가에 대한 채권 규모 및 비중도 크지 않아 직접적인 손실은 제한적이며 충분히 감당할 수 있는 수준
- PIGS 국가에 대한 채권이 총 대외채권에서 차지하는 비중은 미국 5.1%, 일본 3.8%에 불과
- 그리스와 포르투갈에 대한 채권 비중도 0.9%와 0.4%로 미미한 수준

주요국 은행의 총 대외채권 중 EU 채권 비중(2009년 말 기준)

(단위 : %)

채무국 \ 채권국	EU	일본	영국	미국
EU	53.5	32.8	29.8	49.6
그리스	1.0	0.3	0.4	0.7
포르투갈	1.2	0.2	0.7	0.2
아일랜드	3.3	1.2	5.1	2.3
스페인	4.4	1.2	3.1	2.1
이탈리아	5.3	2.2	2.1	2.2
영국	11.0	8.2	-	19.9

자료: BIS

32) 2008년 9월 리먼브러더스의 파산 이후 글로벌 금융시장에서는 대형 금융기관의 파산가능성에 대한 우려로 은행 간 자금시장까지 마비되어 유동성 경색이 극심해지면서 금융위기가 발생

□ 하지만 EU 회원국들의 복잡한 상호 대출구조로 인해 은행시스템을 통한 역내 위기전염성은 높은 편

- PIIGS 국가에 대한 해외 은행들의 총 익스포저 3조 9,527억 달러 중 74.6%에 해당하는 2조 9,476억 달러를 EU의 은행들이 보유
- 개별 국가로는 프랑스가 PIIGS 국가에 대한 전 세계 은행 익스포저의 23.1%인 9,113억 달러로 가장 많으며, 독일도 17.8%인 7,038억 달러를 보유
- 반면, 상호 밀접한 경제적 연결 관계로 인해 회원국 상호 간 협력의 필요성에 대해 공감대 형성이 용이한 것은 유리한 조건

주요국 은행의 對PIIGS 익스포저 현황

(단위: 백만 달러, %)

구분		채무국					
		그리스	아일랜드	이탈리	포르투갈	스페인	합계
채권국	프랑스	75,172 (31.8)	60,326 (7.0)	511,449 (36.1)	44,739 (15.7)	219,636 (19.2)	911,322 (23.1)
	독 일	45,003 (19.1)	183,757 (21.2)	189,675 (13.4)	47,377 (16.6)	237,983 (20.8)	703,795 (17.8)
	영 국	15,089 (6.4)	187,506 (21.6)	76,868 (5.4)	24,259 (8.5)	114,139 (10.0)	417,861 (10.6)
	미 국	5,111 (2.2)	95,509 (11.0)	50,207 (3.5)	10,183 (3.6)	197,722 (17.3)	358,732 (9.1)
	기 타	95783.0 (40.6)	339933.0 (39.2)	589653.0 (41.6)	159184.0 (55.7)	376354.0 (32.8)	1560907.0 (39.5)
	유럽은행	188,598 (79.9)	634,560 (73.2)	1,032,804 (72.8)	240,616 (84.2)	851,069 (74.3)	2,947,647 (74.6)
	총 계	236,217	867,092	1,417,910	285,786	1,145,901	3,952,678

주: () 안의 수치는 비중

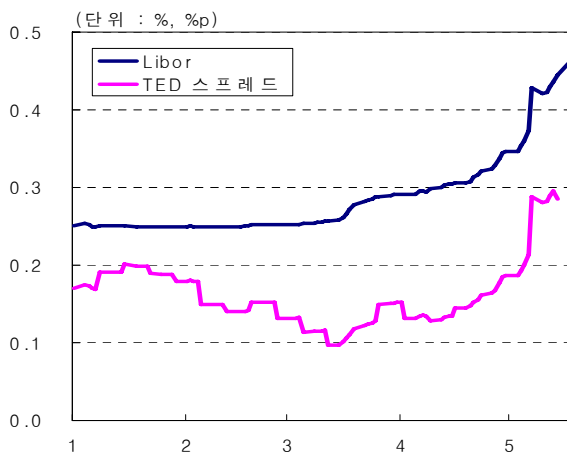
자료: BIS (2009). Detailed tables on provisional locational and consolidated banking statistics at end-December 2009.

□ 재정위기의 여파가 장기간 지속되면서 글로벌 금융시장의 변동성을 확대시킬 전망

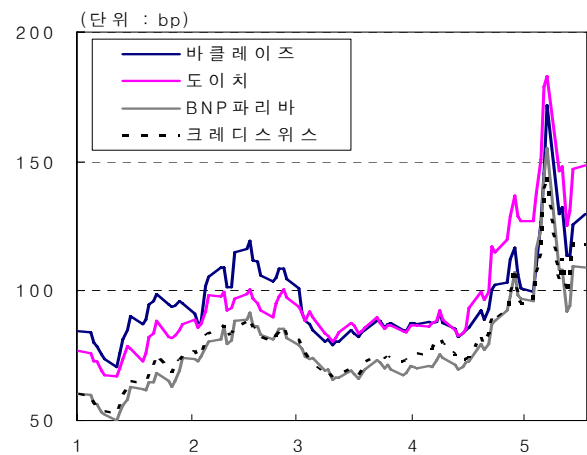
- 금융시장의 불안을 반영하는 지표들이 구제금융패키지 합의 이후에도 쉽게 안정되지 못하고 있는 상황

- TED 스프레드는 2010년 3월 초의 저점에 비해 약 3배 수준으로 상승했고, 주요 은행의 CDS 프리미엄도 60~70% 상승
- EU 구제금융패키지의 구체성이 부족하여 향후 실행과정에서 금융시장의 불안이 증가할 수 있다는 우려 때문
 - 시장에서는 합의내용의 실행가능성 및 효과에 대해 의문이 제기되고 있는 상황이며, 각국의 재정부담과 ECB가 발행하는 채권에 대한 보증책임의 비중 등에 대해 주요국 간 갈등이 발생할 가능성³³⁾
 - 특히 지원계획에 포함된 재정긴축 요구가 제대로 실행될 수 있을지도 의문이며 채무재조정 논의가 다시 부상할 수도 있음³⁴⁾
- 또한 유럽 금융기관의 부실 확대로 재정위기가 금융위기로 다시 전염될 가능성도 제기(ECB)
 - 유로지역 은행들이 2012년까지 장기채 상환을 위해 약 8,000억 유로 규모의 차환 발행에 나설 것으로 예상
 - 하지만 각국 정부가 재정위기 해결을 위해 경쟁적으로 국채 발행에 나서면서 은행의 자금조달 비용은 더욱 늘어날 전망

리보금리 및 TED 스프레드(2010년)



유럽 주요 은행의 CDS 프리미엄(2010년)



자료: Thomson Reuters, Datastream.

33) 베버 독일연방은행 총재는 ECB의 채권매입이 인플레이션 위험을 높일 수 있으므로 매입 규모는 매우 제한적이어야 한다고 주장

34) 채무조정은 그리스의 부담을 줄이고 무분별하게 자금을 제공한 은행들에게 손실을 분담시키는 방안이 될 수 있지만 자국 은행의 손실 증가를 우려하는 EU 국가들의 요청에 IMF가 동의함에 따라 이번 합의안에서는 제외되었으며, 아이켄그린 교수는 이를 중대한 실수라고 비판(IMF Plays Deal Maker in Europe. (2010. 5. 11.). The New York Times.)

재정건전화 부담 증가로 세계경제의 회복이 지연

□ 미국, 일본 등 여타 선진국들의 재정건전화에 대한 부담은 증가

- 미국과 일본은 자국통화 표시 국채 발행, 국제금융시장에서의 지위, 국채 시장 구조 등으로 유로지역과 같은 어려움에 처하지 않을 것으로 예상
- 미국은 기축통화국으로서 해외에서의 투자수요가 많으며, 안전자산으로 인식되어 글로벌 금융시장이 불안할 때에는 오히려 자금유입이 증가³⁵⁾
- 일본은 국가채무의 93.8%를 은행, 보험, 연기금 등의 금융기관을 포함한 자국민이 보유하고 있고 금리가 낮아 이자부담이 적으며 주요 선진국 가운데 유일하게 경상수지도 흑자를 유지
- 하지만 재정 이슈가 부각되면서 재정건전화 압력이 고조
- 미국은 오바마 대통령의 행정명령에 의해 2010년 12월 1일까지 재정건전화를 위한 중기계획 권고안을 마련할 계획

□ 민간부문의 지속성장이 불투명한 상황에서 재정긴축의 강도가 높아지면 전반적으로 세계 경제 성장세가 둔화될 우려

- 2009년 하반기 이후의 경기회복에도 불구하고 실업률이 여전히 높은 수준을 유지하는 등 민간부문의 활력은 저조
- 금융위기에도 불구하고 경제가 예상보다 빨리 회복세를 보인 것은 각국 정부의 대규모 경기부양정책의 결과
- 일각에서는 금융시장이 재정긴축을 강요함으로써 경제회복과 재정적자 및 부채문제 해소를 더욱 어렵게 한다고 비판
- 재정위기는 일시적인 시장교란에 의한 유동성 위기가 아니라 근본적인 경제시스템의 문제점에 의한 부채위기이므로 신속한 해결이 어려움
- 유로지역의 경기침체는 주요 경제권의 수출 주도 경기회복을 저해
- 2009년 중 미국과 중국의 수출에서 유럽이 차지하는 비중은 각각 24.5%와 19.1%(PIGS 국가에 대한 수출은 각각 2.3%와 3.3%)

35) 재정위기 우려가 고조되던 시기인 2010년 3월 단기성 자금 유출에도 불구하고 해외투자자의 미국 자산 선호도가 증가하여 해외 투자자의 미국 채권 매입이 1,464억 달러(2월 385억 달러)로 증가

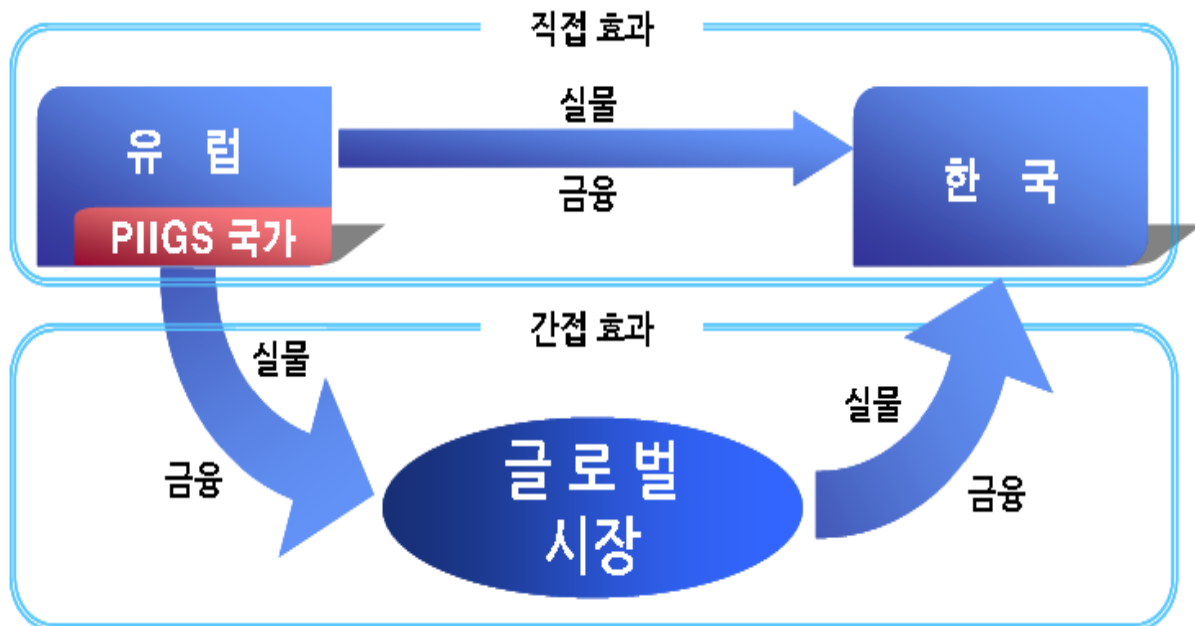
(2) 한국경제에 미치는 영향

한국경제에 직·간접적인 파급효과가 예상

□ 남유럽 재정위기는 직·간접적으로 국내 실물 및 금융 부문과 관련

- PIIGS, 유로지역, EU의 불안이 직접적으로 한국의 對EU 수출 둔화(실물), 한국의 對EU 채권 부실화, 국내의 EU 회원국 자금 이탈(금융) 등에 영향
 - 이번 재정위기의 영향권을 진원지인 PIIGS 국가뿐 아니라, 유로지역, 더 나아가 EU 전체로 인식하기 때문
- 세계경기 둔화와 글로벌 금융불안을 통해 간접적으로 한국경제에 영향
 - 실물 부문: 세계경기 둔화로 인한 한국의 세계 수출둔화, 유로화 약세로 인한 한국기업의 수출경쟁력 약화, 글로벌 금융불안으로 인한 국내 투자·소비 심리 위축 등
 - 금융 부문: 글로벌 금융불안으로 안전자산 선호현상이 재현되는데, 이는 신흥시장, 원자재 시장에서의 자금이탈, 달러화 강세 등으로 연결

남유럽 재정위기의 국내 파급경로



직접적인 영향: 對EU 수출 둔화, 유럽계 자금 이탈 우려

- EU 회원국들의 재정긴축에 따른 경기 둔화로 한국의 對EU 수출은 감소할 것으로 예상
 - 유로지역에 금융불안이 확산될 경우 개인과 기업의 소비·투자 심리가 악화되고, 긴축재정으로 이어져 유로지역의 총수요가 감소할 가능성
 - 유로지역의 수요 감소는 한국의 수출에도 악영향을 줄 것으로 예상
 - EU는 2009년 기준으로 한국 전체 수출의 12.8%를 차지해 한국의 두 번째 수출지역³⁶⁾
- 한국의 대외채무 중 EU 지역 비중이 매우 높아 남유럽발 금융불안에 따른 일정 정도의 충격은 불가피할 것으로 예상
 - 남유럽 국가의 경기침체와 유로화 체제의 취약성으로 인해 시장불안이 지속됨에 따라 유럽계 자금의 한국 이탈이 당분간 지속될 가능성이 높기 때문
 - 2009년 말 기준 외국인의 한국 투자자금 중 EU계 자금은 2,342.9억 달러로 전체 외국인 투자자금의 31.1%를 차지
 - 이는 2위인 미국(1,734.7억 달러)보다 약 35%나 많은 수준
 - 부문별로도 자금 유출입이 빈번한 외국인 증권투자 중에서 EU계 투자자금 비중이 가장 높음
 - 외국인 채권투자 중 EU의 비중은 32.6%인 502.7억 달러로 가장 높은 수준
 - 외국인 주식투자 중 EU의 비중은 32.7%인 770.8억 달러로 미국(40.6%)에 이어 2위
 - 금융기관 차입 등 외국인 기타 투자 중 EU(541.3억 달러) 비중도 22.3%

36) EU는 2009년 기준으로 중국(23.9%)에 이어 두 번째 수출지역에 해당되는데, 아세안(11.3%)과 미국(10.4%)보다 비중이 큼

지역별 및 유형별 국내 외국인투자 현황 (2009년 말 기준)

(단위: 억 달러, %)

구분	총액	EU	미국	중국	일본	동남아	중동	중남미	기타
대외채무	7,527.6	2,342.9 (31.1)	1,734.7 (23.0)	98.6 (1.3)	554.6 (7.4)	1,522.2 (20.2)	237.3 (3.2)	330.2 (4.4)	707.2 (9.4)
직접투자	1,107.7	470.7 (42.5)	246.1 (22.2)	7.0 (0.6)	247.9 (22.4)	69.7 (6.3)	6.0 (0.5)	7.7 (0.7)	52.6 (4.7)
증권투자	3,900.2	1,273.6 (32.7)	1,267.1 (32.5)	29.5 (0.8)	107.2 (2.7)	630.2 (16.2)	150.0 (3.8)	165.5 (4.2)	277.1 (7.1)
(주식)	2,359.5	770.9 (32.7)	957.8 (40.6)	12.6 (0.5)	49.2 (2.1)	150.6 (6.4)	147.9 (6.3)	83.0 (3.5)	187.6 (8.0)
(채권)	1,540.6	502.7 (32.6)	309.3 (20.1)	16.8 (1.1)	58.0 (3.8)	479.6 (31.1)	2.1 (0.1)	82.5 (5.4)	89.6 (5.8)
파생금융상품	97.4	57.4 (58.9)	28.8 (29.6)	0.1 (0.1)	0.2 (0.2)	10.4 (10.7)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	0.6 (0.6)
기타투자	2,422.4	541.3 (22.3)	192.7 (8.0)	62.1 (2.6)	199.4 (8.2)	811.8 (33.5)	81.3 (3.4)	157.0 (6.5)	376.8 (15.6)

주: 1) 괄호는 지역별 구성비

2) 동남아 차입 비중이 높은 것은 세계 주요 은행의 아시아 지역본부가 홍콩 및 싱가포르에 많이 소재하기 때문임

자료: 한국은행 (2010. 4. 22.). “지역별·통화별 국제투자대조표(잠정)”. 보도자료.

간접적인 영향: 국내 경기둔화 및 금융시장 불안

□ 남유럽 재정위기가 글로벌 경기회복세에도 일정 부분 영향을 줄 것으로 보여 국내 실물경제의 회복에도 걸림돌로 작용할 전망

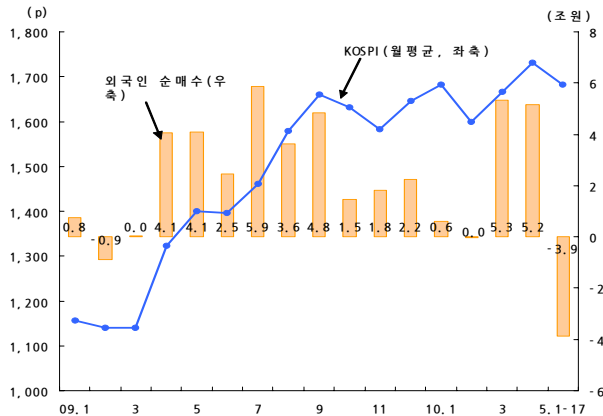
- 세계경기가 둔화될 경우 한국의 수출도 동반 악화
 - OECD 산업생산지수의 증가율이 1%p 하락하면 한국의 수출증가율은 2.6%p 하락
- 유럽 위기로 인해 금융불안이 가중될 경우 국내 소비 및 투자 심리를 위축시키는 효과가 발생
 - 주가 변동이 소비자 및 기업 체감경기의 주 결정요인³⁷⁾인 점을 감안할 때 향후 금융시장의 불안이 확산될 경우 소비 및 투자 심리가 위축될 것으로 전망

37) 특히 주가는 기업의 체감경기에 가장 큰 영향을 주는 것으로 판명(황상연, 황인성, 신창목 (2007). “체감경기 분석: 실질 GNI와 경제심리지표”(CEO Information 제607호). 삼성경제연구소.)

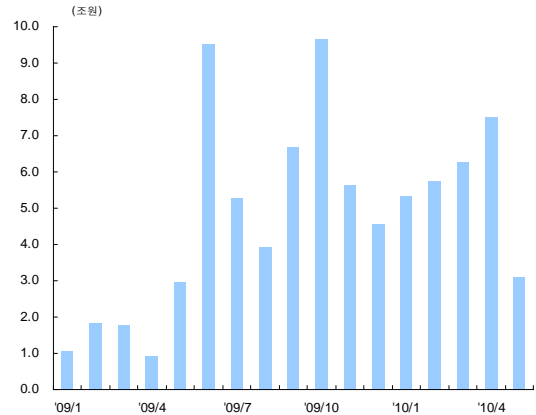
- 원자재 가격 하락에 따른 수입물가 하락효과가 존재하나, 원화 약세로 인한 수입물가 상승효과로 물가 하락 압력이 상쇄될 전망
 - WTI油 기준으로 4월 8일 배럴당 87.1달러(연중 최고치)까지 상승했던 국제유가는 5월 17일 70.3달러로 급락
 - 구리가격 역시 4월 6일 톤당 7,971달러(연중 최고치)에서 5월 17일에는 6,752달러로 15.3% 하락
 - 다만, 금은 안전자산 역할이 부각되면서 4월 1일 온스당 1,125.1달러에서 5월 12일 1,242.7달러(사상 최고치)로 상승
- 금융불안이 장기화될 경우 주식시장에 이어 채권시장에서도 외국인자금이 유출되며 외화유동성 문제와 함께 금리 상승 압력이 증대될 가능성
 - 2010년 5월 말 기준 외국인은 국내 주식시장에서 286.3조 원, 채권시장에서 69.0조 원을 보유
 - 외국인은 5월 한 달 동안 주식시장에서 6.3조 원을 순매도하여 리먼사태 당시인 2008년 10월 4.6조 원 순매도를 상회³⁸⁾
 - 2010년 들어 발생한 2차례(2월, 4월)의 남유럽 사태 당시 경기 둔화에 따른 저금리 지속 등을 예상하면서 금리가 하락
 - 그리스 재정위기 당시 회사채수익률(%) : 5.42(2월 1일) → 5.36(2월 5일)
 - 주요국 신용등급 하향 조정 당시 회사채수익률(%) : 4.60(4월 23일) → 4.40(4월 29일)
 - 반면, 5월 초 이후 남유럽 사태로 인해 신흥시장 내 국제자금의 이탈 가능성이 제기되며 금리가 급등락 후 소폭 상승
 - 회사채수익률(%) : 4.47(5월 3일) → 4.51(5월 12일) → 4.53(5월 17일) → 4.40(5월 25일) → 4.56(6월 4일)
 - 과거 글로벌 금융위기 과정에서도 외국인의 국내 주식 및 채권투자자금이 대거 이탈하였고, 이로 인해 외국인 보유 비중이 크게 하락
 - 외국인 주식보유 비중: 30.5%(2008년 8월) → 28.0%(2009년 4월) → 31.7%(2010년 5월)
 - 외국인 채권보유 비중: 5.9%(2008년 8월) → 3.7%(2009년 4월) → 6.5%(2010년 5월)

38) 반면, 채권시장에서는 5월 중 외국인들이 7.9조 원을 순매수하여 채권투자자금의 유입이 지속

주식시장 외국인 순매수 추이



채권시장 외국인 순매수 추이



자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템.

□ 재정위기로 인한 안전자산 선호현상으로 당분간 달러 및 엔화 강세, 유로화 및 원화 약세가 진행될 것으로 예상

- 2009년 말에 남유럽 재정위기 우려가 불거진 이후 유로화는 지속적으로 약세 기조를 보인 반면, 원화는 전반적으로 달러 대비 강세를 보이다가 최근 약세로 반전
- 원/달러 환율도 안전통화 선호현상과 국내 외국인 자금의 이탈 등으로 당분간 약세를 기록할 것으로 예상
 - 다만, 한국의 빠른 경기 회복세, 양호한 재정건전성 등으로 외국인 자금 이탈 규모는 과거 글로벌 금융위기 당시에 비해 크지 않을 전망
- 유럽발 금융불안이 소강상태나 진정국면으로 전환될 경우 한국경제의 양호한 펀더멘탈이 부각되며 원/달러 환율이 다시 큰 폭으로 떨어질 것으로 예상

□ 세계경기 둔화로 한국 수출은 전반적으로 둔화되나, 지역별로는 차이를 보일 것으로 예상

- 유로화의 대폭적인 약세로 對EU 수출이 둔화되고, 세계시장에서 한국기업의 수출경쟁력이 유로지역 기업들에 비해 약화될 가능성
- 반면, 엔화 강세 또는 횡보로 원화는 엔화 대비 약세를 보여 세계시장에서 일본에 비해 수출경쟁력이 제고될 전망

V. 시사점 및 대응방안

리먼 사태에 비해 충격의 강도는 弱, 기간은 長

□ 최근 상황을 리먼 사태 직후와 비교해보면 주가, 환율 등의 변동 폭은 상대적으로 작음

- 최근 주가 및 원화가치 하락 폭은 리먼 사태 직후의 3분의 1, 2분의 1 수준
 - 주가: 리먼('08.9.12~10.24) -36.5%, 최근('10.4.26~5.25) -10.9%
 - 원화가치: 리먼('08.9.12~10.24) -22.0%, 최근('10.4.26~5.25) -11.7%
- 한국 CDS 프리미엄(5년물 기준)도 리먼 사태 직후의 약 6분의 1 수준
 - 리먼('08.9.12~10.24): +555bp, 최근('10.4.26~5.25): +83bp
- 반면, 최근 외국인 주식자금 유출 규모는 리먼 사태 당시보다 증가
 - 외국인 주식순매도: 리먼('08.9.12~10.24) 5.1조 원, 최근('10.4.26~5.25) 5.4조 원
 - 이는 외국인투자자금 회수가 리먼 사태 이전에 이미 상당부분 진행되었기 때문에 리먼 사태 이후에는 주로 국내은행 단기대출 회수가 이루어짐

리먼 사태 당시와 최근의 금융시장 비교

한국 CDS(5년물) 프리미엄 추이



자료: 한국은행, Ecos.; Thomson Reuters, Datastream.

- 당분간 국내 금융시장은 변동성이 클 수밖에 없으나, 대내외 악재가 이미 반영된 상태이며 추가 악재가 발생해도 리먼 사태 당시와 같은 극단적인 유동성 위기는 오지 않을 전망
- 외환보유액, 단기외채, 경상수지, 국가신용등급 등에서 한국의 펀더멘탈이 글로벌 금융위기 당시에 비해 개선
 - 또한 투기세력의 주 공격 대상이 남유럽 국가들에 집중
 - 다만, 높아진 한반도 리스크, 높은 외국인 주식 및 채권 보유 비중은 추가 부담 요인
 - 하지만 유럽에서의 위기설이 재차 불거진다면 국내에 유입된 외국 자금 중 최대 비중을 차지하고 있는 유럽계 자금이 추가 이탈할 우려
 - 對EU 외화차입(2009년 말): 1,732.9억 달러(총 외화차입의 49.5%)³⁹⁾
 - EU의 對한국 증권투자자금(2009년 말): 1,273.6억 달러(총 외국인 증권투자자금의 32.7%)

리먼 사태 당시와 최근 상황 비교

구분		리먼사태 당시 (‘08.9.15 → ‘08.10.24)	최근 상황 (‘10.4.27 → ‘10.5.31)
불안촉발 계기		리먼브러더스 파산보호 신청	남유럽 재정위기 천안함 사태
개선 요인	외환보유액	2,396억 달러(‘08.9월 말)	2,702억 달러(‘10.5월 말)
	단기외채규모 (총외채 대비 비중)	1,895억 달러(44.5%) (‘08 3/4분기 기준)	1,546억 달러(37.7%) (‘10 1/4분기 기준)
	예대율	124.4%(‘08 9월 말)	105.1%(‘10 3월 말)
	무역수지	21.0억 달러 적자(‘08 9월 말)	43.7억 달러(‘10. 5.)
	국가신용등급	Fitch, “부정적” 전망으로 하향 (‘08.11.10)	Moody’s, A2에서 A1으로 상향 (‘10.4.14)
악화 요인	리스크요인	글로벌 리스크	글로벌 + 한반도 리스크
	외국인주식보유 비중 (보유잔고)	30.9% (148.5조 원)	31.7% (286.3조 원)
	외국인 채권보유 비중 (보유잔고)	5.3% (45.1조 원)	6.5% (69.0조 원)

39) BIS, Summary of international positions(Table 9B).
<http://www.bis.org/statistics/provbstats.pdf#page=7>

금융혼란 방지를 위한 노력 강화

- ☐ 국내 외국인 자금 이탈 및 국내 금융회사의 외화유동성을 면밀히 점검하고, 시장 안정화를 위한 방안을 미리 마련
- 2008년 9월 위기설과 2009년 3월 위기설 모두 국내 주식 및 채권 시장에서 외국인 자금의 대규모 이탈, 외국인의 국내 대출 회수로 한국경제가 위기에 봉착한다는 것
 - 외국인이 보유하고 있는 채권의 만기가 대부분 2008년 9월에 집중: 2008년 9월 만기도래분은 8.6조 원(71.3억 달러⁴⁰⁾)
 - 2009년 3월을 전후로 일본 회계연도 결산기, 외국인 배당송금 시기, 은행 외채와 외국인 보유 국내채권의 대규모 만기도래 시기 등이 겹쳐 달러화 수요가 집중⁴¹⁾

2008년 '9월 위기설'과 2009년 '3월 위기설'

구분		2008년 9월 위기설	2009년 3월 위기설
제기 시점		-2008년 7월경	-2008년 12월경
실체		-외국인 채권자금의 대거 이탈로 한국경제가 위기에 봉착	-엔캐리트레이드 자금의 이탈과 달러화 수요 집중으로 위기 발생
유사점	위기설 제기 당시 외화유동성	-외국인 주식·채권 순매도(단, 2008년 12월에 외국인 주식 순매수) -대외채무 증가와 외환보유액 감소(단, 2008년 12월 대외채무 감소)	
	진행경과	-위기설에 기반한 위기는 미발생 -글로벌 금융불안으로 국내 금융불안이 매우 증폭	
차이점	경상수지	적자 반전	흑자 반전
	국내 경제	둔화되나 양호	경기 침체 심화
	국내외 유동성	유동성 부족	단기 유동성 풍부

- 대외채무의 만기가 집중되어 있는 경우 만기를 분산하거나 자금회수 가능성에 대한 대비책을 미리 마련

40) 2009년 9월 말 원/달러 환율 1,207원 기준

41) 시중은행의 단기외채(엔화 차입금 20억 달러 포함) 상환 자금 104억 달러, 외국인 국내보유채권의 만기도래 20억 달러, 외국인 투자자의 배당금 송금 수요 등

- 국채 및 외국인 대출 자금의 만기가 집중되어 있는 경우 정책 당국이 국채 만기를 분산하거나, 은행의 외화채무 만기의 분산을 유도
- 대외적으로 외신, 신용평가기관, 주요 IB들에 대해 한국경제에 대한 홍보를 강화⁴²⁾
- 국내 외화유동성 또는 외화자금시장이 악화될 경우 일부 외환보유액을 국내 스와프 시장에 공급해 시장 안정을 유도

통화금융 및 재정 출구전략의 조정이 필요

□ 유럽 재정위기의 여파로 글로벌 출구전략의 우선순위가 통화긴축에서 재정으로 이동 중

- 유럽 재정위기 이전에는 출구전략 순서상 통화긴축을 우선적으로 시행하고 재정부분을 추후 진행
- 하지만 이번 유럽 재정위기로 재정 출구전략을 계획보다 빨리 진행하고, 통화금융 부분의 출구전략을 뒤로 미루려는 변화가 발생하는 조짐

□ 세계적인 출구전략 변화에 따라 국내 재정통화정책을 조정할 필요

- 재정건전성 유지를 위한 정책 대응 조치에 무게 중심
- 금리인상 등 통화긴축은 남유럽 위기의 사태 진전 방향을 주시하면서 기민하게 대응

42) 2008년 9월 이후 *Financial Times*(10월 6일, 14일), *Wall Street Journal*(10월 8일) 등 해외 유력 언론들이 한국의 금융위기 감염 가능성을 보도하면서 시장 참여자들의 위기감을 확대 재생산하였고, 2010년 들어서는 *Economist*(2010년 2월 26일), *Financial Times*(3월 1일), *Wall Street Journal*(3월 4일) 등 해외 유력 언론들이 한국은 신흥시장 가운데 외부 충격에 가장 취약하고, 외채 문제가 심각하다는 부정적이라고 보도해 한국의 위기설이 증폭

국내 기업들은 글로벌 시장의 환경 변화에 대비할 필요

- 對EU 수출여건이 악화되고, 해외시장에서 유럽 기업과의 경쟁이 심화될 것으로 예상
 - 유로존의 저속 성장(1% 미만) 및 유로화 약세로 인한 한국 수출제품의 가격 경쟁력 약화로 당분간 對EU 수출 부진이 예상
 - 다만, 유로지역 경제의 양극화(디커플링)를 고려해 남유럽 국가보다 독일 등 서유럽 국가 시장에 주력
- 불확실성 지속으로 인해 변화되고 있는 유럽 소비자들의 신중하고 까다로운 구매 태도에 적극 대비할 필요 (저가 제품에 대한 관심 증대)
 - 하이패션과 고가 제품의 판매가 둔화되는 반면, 에너지절약 상품 등의 저가 제품 판매가 상대적으로 증가
- 재정위기 극복을 위해 유럽 각국은 수출확대전락을 구사할 전망
 - 新중상주의 도래: 해외시장에서 유로 기업들과의 경쟁이 심화될 가능성

저가 화장품 소비로 돌아선 그리스 여성들

- 재정위기 이전에 그리스에서는 주로 프랑스, 이탈리아, 미국 등에서 수입한 고급 브랜드 화장품이 유통
- 하지만 2009년 이후 지속적인 경제 악화, 국가 부도설, 수입 감소 등으로 여성 소비자들이 고급 화장품 사용을 줄이기 시작
 - 주로 고급 브랜드 화장품을 수입하여 판매하는 Hondos Centre(그리스 화장품 유통업의 40%를 차지)의 경우 2010년 1/4분기 판매율이 전 분기에 비해 12% 감소

□ 한국기업은 재정위기로 인한 유럽 산업재편 기회를 활용

- 공기업 민영화, 대체에너지 개발 정부지원 축소, 부도기업 증가 등 유럽 산업계의 환경 변화가 예상됨
- 유로화 약세는 외국기업이 유럽 기업을 M&A할 수 있는 기회를 제공