SERI 이슈페이퍼

2012. 1.

유럽 재정위기 극복방안과 전망

목차

요약

Ⅰ. 유럽 재정위기의 전개 과정..... 1

Ⅱ. 유럽 재정위기의 원인..... 15

Ⅲ. 재정위기 극복방안과 전망..... 31

Ⅳ. 경제적 영향 및 대응방안..... 65

<별첨> 중남미 외채위기 사례

작성 : 김득갑 연구전문위원(3780-8034)
europe.kim@samsung.com
이종규, 이동원 수석연구원
김경훈 선임연구원

SAMSUNG 삼성경제연구소

《 Executive Summary 》

유럽 재정위기는 **글로벌 금융위기 외에도 회원국 자체 문제와 유로존의 구조적 한계에 기인**한다. 유로존의 5개 재정 취약국(PIIGS)은 자력으로 재정적자를 줄이고 채무를 상환할 수 있는 능력이 떨어진다. 이로 인해 투자자들이 재정 취약국의 국채 매입을 꺼리면서 국채 발행이 어려워지고 국채금리도 상승하고 있다. 유로화 가입으로 환율 및 금리 정책을 자국 의지대로 시행할 수 없는데다 경쟁력마저 취약한 국가들은 긴축으로 인해 경기가 침체되고 재정이 더욱 악화되는 악순환('긴축의 덫')으로 고전하고 있다. 이는 EU-IMF의 구제금융 지원에도 불구하고 유럽 재정위기가 확산되는 이유다. 유로존 국가들은 무역과 금융에서 서로 강하게 연계되어 있다. 이러다 보니 한 나라의 재정위기가 이웃나라로 쉽게 전이되어 '꼬리가 몸통을 흔드는' 상황이 전개되고 있다. 이에 반해 재정은 통합되지 않아 재정이 양호한 국가가 재정 취약국을 돕지 못하는 약점을 지니고 있다.

유럽 재정위기를 극복하기 위해서는 '유동성 위기를 해소'하고 '채무상환능력을 제고'해야 한다. 유럽 재정위기의 향방을 예측하려면 이러한 2가지 극복방안에 따라 단기와 중장기로 나누어 접근할 필요가 있다.

우선, 유동성 위기 해소를 위해서는 **위기 확산을 차단할 수 있는 방화벽을 구축해야 한다.** 2011년 10월 26일에 합의한 포괄적 대책(그랜드플랜)은 EFSF의 대출여력을 1조 유로로 증액하는 것이 핵심이다. 하지만 시장상황 악화로 레버리지를 통한 EFSF의 증액 작업이 난항을 겪고 있는데, 이를 극복하기 위해서는 ECB가 국채 매입을 확대할 필요가 있다. ECB가 국채 매입을 확대할 경우 시장 불안이 진정되어 EFSF의 증액 작업이 탄력받을 수 있기 때문이다. 이런 의미에서 유로존의 경제 및 재정 정책을 강제로 규율하기 위한 新재정협약의 비준과 철저한 이행이 중요하다. 新재정협약이 이행되면 재정 취약국의 모럴 해저드(긴축 및 개혁의지 약화)를 예방할 수 있어 ECB의 국채 매입 확대도 가능해질 것이다.

2012년 유럽 재정위기의 향방은 방화벽 구축 여부에 따라 3가지로 구분할 수 있다. 첫 번째 시나리오는 'EFSF 증액'과 'ECB의 국채 매입 확대'라는 2가지 방화벽을 모두 갖춤으로써 재정위기가 빠른 속도로 진정되는 경우다. 두 번째 시나리오는 EFSF의 증액에 성공하지만 ECB의 역할이 제한되어 불안한 상황이 지속되는 경우다. 세 번째 시나리오는 EFSF의 증액이 실패하고 ECB의 국채 매입 확대도 어려워 유럽發 금융위기가 발생하는 경우다. 현재로서는 두 번째 시나리오의 가능성이 가장 높다. 하지만 유로존 국가들과 ECB의 최근의 위기 대응 노력을 감안하면 첫 번째 시나리오의 가능성도 낮지 않다고 판단된다. 물론, 위기 극복을 위한 역내 공조와 국제공조가 모두 이루어지지 않을 경우에는 세 번째 시나리오의 가능성도 배제할 수 없다. 이

런 의미에서 국채 및 은행 채권의 만기가 집중 도래하고, 新재정협약의 이행 여부가 결정되는 2012년 1/4분기가 유럽 재정위기 해소의 중요한 분수령이 될 전망이다.

한편, **유럽 재정위기의 근본 해결 여부는 채무상환능력의 확보**에 달려 있다. 유동성이 지원되는 동안 재정 취약국이 채무상환능력을 갖출 수 있느냐가 관건이다. 재정위기의 여파로 유로존 경제의 저성장이 예상되고 있어 경제성장과 긴축만으로는 채무상환능력을 확보하는 것이 상당기간 어려울 것으로 보인다. 따라서 1980년대 중남미 외채위기와 같은 대규모 채무조정이나 재정통합과 같은 특단의 조치가 있어야 재정위기의 근본 문제가 해결될 것으로 전망된다.

유럽 재정위기는 위기가 완전히 해소되기까지 세계경제의 골칫거리로 작용할 전망이다. 현재와 같은 불안이 지속될 경우 유로존은 신용경색에 따른 투자와 소비 부진으로 내수가 침체되고 교역이 위축되어 세계경제에 부정적인 영향을 줄 것이다. 만약 방화벽 구축에 실패해 세 번째 시나리오가 현실화될 경우에는 글로벌 금융위기로 번질 소지가 크다. 유럽 은행들이 해외자금을 본격 회수하게 되면 유럽 자본에 크게 의존해온 신흥국 경제는 타격을 입게 되고, 세계경제의 침체까지 우려된다. 유럽 재정위기는 더 이상 유로존만의 문제가 아니라 세계경제의 공동 현안으로 접근해야 할 만큼 중대한 사안이 되었다. 적기 대응에 실패하면 세계경제와 글로벌 금융시장에 큰 충격을 주고 한국경제에도 악영향을 줄 것이다. 따라서 앞으로 IMF와 G20가 중심이 되어 유럽 재정위기 해소를 위해 국제공조를 추진할 가능성이 높다.

한국경제는 향후 유럽 재정위기의 **진행 상황을 예의 주시하고 대응책을 마련**해야 한다. 특히 2012년 1/4분기에 불확실성이 증폭될 가능성에 대비해야 한다. 우선, 정부는 유럽 재정위기 확산을 차단하기 위한 국제공조 논의에 적극 참여하되, 국익을 극대화할 수 있는 방안을 강구해두어야 한다. 한편, 유럽계 자본에 대한 높은 의존도를 감안할 때 국내 금융시장은 유럽 재정위기에 취약하므로 재정위기 악화에 따른 신용경색 가능성에 대비해야 한다. 이를 위해서는 자금 이탈에 따른 금융시장 불안에 대비하여 외화유동성을 확보하고 외환보유고를 보수적으로 운영할 필요가 있다. 또한 외화자금 조달 편중 리스크를 완화하기 위해서는 외화자금 조달원을 다변화해 유럽 자본에 대한 의존도를 축소해야 한다. 기업은 유럽 재정위기가 악화될 경우 예상되는 금융 불안과 실물경제 위축 가능성에 대비하는 한편, 갑작스런 신용경색에 대비해 금융권 및 대형 거래선의 재무안정성에 만전을 기해야 한다. 또한 소비의 근간인 중산층이 약화되는 등 재정위기가 유럽의 시장과 소비에 미칠 영향을 파악하여 생산 및 판매, 마케팅 전략 등을 재검토할 필요가 있다. 마지막으로 유로존 경제의 저성장이 장기화될 가능성에 대비해 상대적으로 고성장이 예상되는 신흥시장 공략을 강화하고, 유럽 기업들의 구조조정과 재정 취약국의 민영화 프로그램을 M&A 및 역량 확보의 기회로 활용해봄직하다.

《 요 약 》

Ⅰ. 유럽 재정위기의 전개 과정

그리스發 재정위기가 주변국에서 중심국으로 확산

□ 2008년 글로벌 금융위기 이후 유로존 국가들의 재정이 급속도로 악화

- 경기침체로 인한 세수 감소와 부실은행에 대한 재정 지원 등으로 유로존 전체적으로 재정수지가 악화

- 시장에서는 재정적자와 정부부채 비율이 모두 높은 유로존 5개국(PIIGS)을 재정 취약국으로 지목

□ 그리스, 아일랜드, 포르투갈이 채권시장에서 자금조달이 어려워지자 잇달아 EU-IMF에 구제금융을 신청(1차 위기)

- EU-IMF는 그리스(1,100억 유로), 아일랜드(780억 유로), 포르투갈(850억 유로)에 대해 구제금융을 지원하기로 결정

□ 3개국에 대한 EU-IMF의 구제금융 지원에도 불구하고 그리스의 디폴트 우려가 확산(2차 위기)

- 그리스의 재정적자 확대로 인해 재정의 지속 가능성이 우려되면서 그리스의 디폴트 위기가 고조

- 국제 신용평가기관들은 구제금융 3국은 물론 이탈리아와 스페인의 국가신용등급을 잇달아 강등 조치

□ 2차 그리스 구제금융안이 합의된 이후 재정위기가 이탈리아와 스페인으로 확산(3차 위기)

- EU 정상들은 그리스의 디폴트 위기를 해소하기 위해 1,090억 유로의 구제금융 지원과 21%의 채무 탕감을 내용으로 하는 2차 구제금융안에 합의(2011년 7월 21일)

- 그리스 국채에 대한 투자손실 우려가 현실화되자 투자자들은 이탈리아와 스페인 국채에 대해서도 불안감을 갖기 시작(전염효과)

□ 그리스에서 시작된 재정위기가 주변국을 거쳐 중심국으로 확산되면서 유로화 위기론마저 대두

- 그리스 국채의 50% 탕감 등을 내용으로 한 포괄적 대책(그랜드플랜)에도 불구하고 ECB의 소극적인 국채 매입 정책이 시장 불안을 심화시켜 프랑스, 벨기에 등 중심국으로 위기가 번지는 상황

- 이탈리아와 스페인의 국채금리(10년 만기)는 위험수위인 7%를 넘나들고, 벨기에와 프랑스의 국채금리도 꾸준히 상승 추세

- 유럽 재정위기는 '꼬리가 몸통을 흔드는 국면'으로 전개되어, 유로화의 존립마저 장담할 수 없는 상황으로 악화

재정위기 여파로 신용경색 및 실물경기 둔화가 본격화

□ 국채가격 하락에 따른 투자손실 확대 우려로 유럽 은행들의 신용등급이 무더기로 강등되고 파산은행마저 나오기 시작

- 그리스 등 재정 취약국의 국채를 많이 보유하고 있는 프랑스, 이탈리아 은행들이 주요 신용등급 강등 대상

- 벨기에-프랑스-룩셈부르크 3개국 합작은행인 덱시아(Dexia)가 재정위기로 인해 처음으로 파산보호를 신청

□ 美 MMF(머니마켓펀드)의 유럽 금융기관에 대한 대출 기피 및 회수가 증가하면서 유럽 금융기관들의 자금난과 신용경색이 심화

- 2011년 11월 말 미국 MMF의 유럽 대출 누계액이 5월 말 대비 45% 감소했으며, 10월 말과 비교해서도 4% 감소

- 은행 간 거래상대방 위험이 고조되면서 대출기피 현상이 심화되어 대형 은행들의 ECB 예치금이 계속 증가

□ 재정긴축과 금융 불안으로 유로존의 경기침체가 본격화

- 재정위기로 인한 금융 불안과 신용경색 심화, 경기에 대한 불확실성 증대, 고용 악화 등으로 투자 및 소비심리가 급랭

- 유로존 경제는 재정위기의 여파로 2011년 중반 이후 본격적인 둔화 국면에 진입하여 완만한 경기침체(mild recession)가 예상

Ⅱ. 유럽 재정위기의 원인

유럽 재정위기는 여러 요인들의 복합적 산물

□ 글로벌 금융위기와 회원국 자체 문제, 그리고 유로존의 구조적 문제가 복합적으로 작용해 유럽 재정위기가 발생

- 2008년 글로벌 금융위기가 유럽 은행의 부실로 이어져 유럽 재정위기의 트리거로 작용

- 아일랜드와 스페인은 부동산 버블 붕괴에 따른 은행부실 확대가 재정위기의 단초를 제공했으며, 그리스와 이탈리아는 경제력에 걸맞지 않은 방만한 재정 운영으로 재정위기에 직면

- 재정 취약국이 '부채의 덫(debt trap)'에 빠져 재정의 지속 가능성이 약화되면서 국가채무위기(sovereign debt crisis)에 봉착

회원국 내부 문제 ①: 방만한 재정 지출로 정부부채가 급증

□ 재정 취약국은 긴축보다 세수 증대를 통해 재정건전화를 도모해왔기 때문에 경기침체가 본격화되면서 재정이 급속도로 악화

- 2008~2009년 당시 이탈리아를 제외한 대부분의 재정 취약국들은 다른 국가보다 편성예산을 대폭 확대

□ 재정 취약국들은 이자비용의 빠른 증가로 인해 '부채의 덫'에 빠져 있는 상황

- 2009년부터 기초재정수지의 악화와 이자비용의 증가로 GDP 대비 정부부채 비율이 지속적으로 상승

- 그리스, 아일랜드, 포르투갈은 물론 이탈리아도 정부부채가 빠르게 증가하고 있어 재정이 지속 가능한지 의문

회원국 내부 문제 ②: 경쟁력 약화로 인한 역내 불균형 심화

□ 북유럽 국가와 독일을 포함한 중부유럽 국가는 국가경쟁력이 강한 반면, 남유럽 국가는 취약

- 남유럽 국가는 WEF와 IMD의 경쟁력 순위, 세계은행의 '기업하기 좋은 환경(Doing Business)', 리스본전략의 개혁성과 등에서 점수가 낮음

□ 재정 취약국들은 산업 경쟁력에서도 열세

- 아일랜드를 제외한 나머지 재정 취약국들은 중국 등 신흥국과의 경쟁에서 열세에 있는 低기술산업에 주로 의존(취약한 산업구조)

- 1999년 이후 남유럽 국가는 제조업의 단위당 노동비용이 빠르게 상승하여 가격 경쟁력도 계속 약화

□ 1999년 유로화 도입 이후 역내 불균형이 더욱 심화

- 1999년 유로화 도입으로 환리스크가 제거되면서 유로존에서 무한경쟁이 전개되고, 역내무역이 활성화되어 유로존 전체 무역의 65%를 차지

- 그 결과 시간이 흐를수록 수입의존형 산업구조를 지닌 재정 취약국의 적자폭이 확대

회원국 내부 문제 ③: 풍부한 유동성 유입으로 버블이 형성

□ 1999년 유로화 도입 이후 핵심국의 저금리 자금이 주변국으로 유입될 수 있는 유리한 여건이 조성

- 유로존의 금리 및 통화 정책이 통합되어 정책금리가 하나로 통일되고, 국가 관련 투자리스크가 현저히 줄면서 주변국의 시중금리도 하향 수렴

- 프랑스, 독일, 영국 등 주요 은행들은 사업 확장을 위해 주변국으로 대출 영업을 공격적으로 확대(강한 금융연계가 형성)

□ 주변국들은 경상수지와 재정수지 적자를 외국자본에 의존해 보전함으로써 시장금리 변화에 민감하게 반응

- 주변국으로 유입된 자금은 부동산 투자와 소모성 재정지출 등 비생산적인 부문에 흘러 들어감으로써 민간부문과 정부부문에 버블이 형성

유로존의 구조적 한계 ①: 강한 금융연계로 위기가 빠르게 확산

□ 역내 금융시장의 통합으로 유럽 금융기관들의 타 회원국 국채 보유 및 은행 대출이 크게 증가하는 등 유로존 내 금융연계가 강하게 형성

- 프랑스(6,807억 달러), 독일(5,070억 달러), 영국(3,535억 달러) 순으로 5개 재정 취약국에 많은 익스포저를 갖고 있음

□ 긴밀한 금융연계로 인해 재정 취약국들이 채무위기를 겪게 되면서 프랑스, 독일 등도 함께 위기에 노출

- 국가채무 위기로 인해 디폴트 선언 또는 채무조정이 이루어지면 해당국의 국채를 보유한 은행들의 투자 손실이 불가피

- 또한 경기침체 시 유럽 은행들의 민간대출이 동반 부실화되어 재무구조가 더욱 악화될 소지

유로존의 구조적 한계 ②: 재정 통제권 미흡

□ 유로존은 재정이 통합되어 있지 않아 금융위기의 진원지인 미국보다 더 심각한 위기에 직면

- 유로존 전체로는 재정수지와 정부부채 모두 미국, 일본보다 양호하지만, 일부 재정 취약국으로 인해 위기에 노출

- 유로존은 금융이 통합되어 있어 위기 확산 가능성이 높은 반면, 재정이 통합되어 있지 않은 불완전한 경제통합체로 회원국 재정정책에 대한 통제권이 미흡해 위기 대응에 취약

구제금융정책의 실효성에 대한 의문도 제기

□ EU-IMF는 유동성 위기를 해소하면 유로존 국가들의 재정위기가 진정될 것으로 예상

- EU-IMF는 일정기간 구제금융을 지원하면 유로존 국가들이 재정긴축과 민영화를 통해 시장의 신뢰를 회복해 독자적인 자금 조달이 가능할 것으로 판단

□ 하지만 구제금융 지원에도 불구하고 재정위기는 오히려 악화되는 양상

- 구제금융 3국의 경우, 구제금융의 전제조건으로 추진되는 재정긴축으로 경기침체가 심화되어 재정이 더욱 악화되고, 추가 구제금융을 받기 위해 긴축의 강도를 더욱 높여야 하는 악순환(긴축의 덫)이 반복

- 전문가들은 EU-IMF의 구제금융정책이 유로존 국가들의 특수성(환율, 금리정책 상실)을 고려치 않아 단기간에 성과를 내기 어려울 것으로 예상

Ⅲ. 재정위기 극복방안과 전망

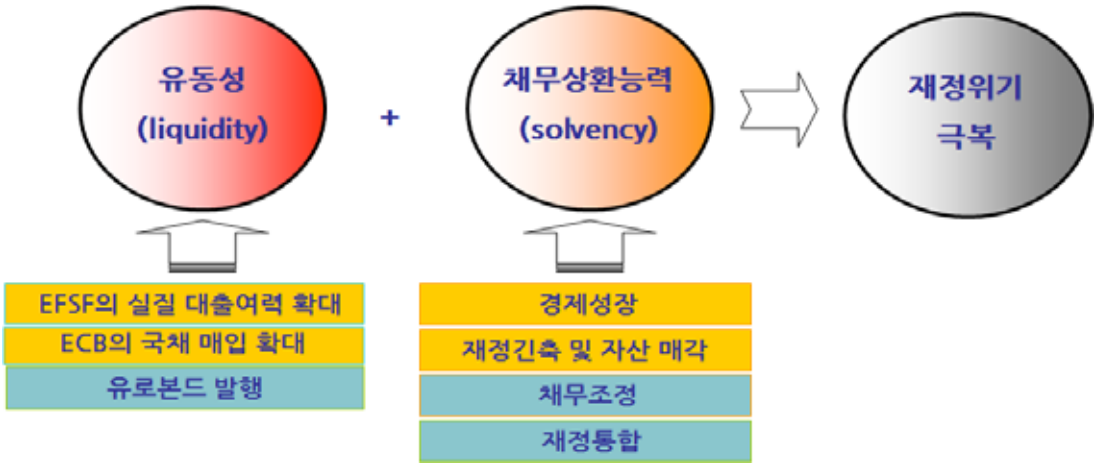
1. 재정위기 극복방안

□ 유동성 위기 해소와 채무상환능력 제고가 유럽 재정위기의 극복방안

- 유동성 부족에 따른 디폴트 위기와 이로 인한 위기의 확산을 차단하기 위해서는 EU 차원에서 유동성을 충분히 확보(방화벽 구축)할 필요(단기 요법)

- 한편, 채무상환능력 제고를 위해서는 회원국 차원에서 충분한 경제성장과 재정긴축 및 자산 매각이 필요하며, EU 차원에서는 채무조정과 재정통합(Fiscal Union)이 필요(근본 해법)

유럽 재정위기 극복방안



유동성 위기 해소 ①: EFSF의 실질 대출여력 확대

□ EFSF의 역할 확대와 실질 대출여력을 4,400억 유로에서 1조 유로로 증액하는 방안을 추진

- EFSF의 권한 확대와 실질 대출여력을 4,400억 유로로 확대하는 방안이 17개 회원국의 비준을 거쳐 최종 통과(2011년 10월 14일)
  · 이로써 EFSF의 실질 대출여력이 4,400억 유로로 증액되었고, 회원국 국채 매입, 은행 자본확충 지원, 위기 예상 국가에 대한 선제적 자금 지원(Precautionary Program)이 가능해짐

- 하지만 재정위기가 더욱 악화되면서 EFSF의 실질 대출여력을 4,400억 유로에서 1조 유로로 증액하는 방안을 다시 추진
  · 회원국들의 재정 부담을 늘리는 대신 투자 손실을 일정 부분 보증해주는 신용보강방법(credit enhancement approach)과 공동투자기금(Co-Investment Funds)을 설립해 공공 및 민간자본을 유치하는 방법을 사용

□ 그러나 최근의 시장 불안과 신흥국 자본 유치의 차질로 인해 EFSF 증액이 지연되고 있어 IMF 참여 등 다양한 대안을 모색 중

- 이를 위해 유로존 국가들(1,500억 유로)을 포함한 EU 차원에서 총 2,000억 유로의 자금을 IMF에 융자하기로 합의

유동성 위기 해소 ②: ECB의 국채 매입 확대

□ ECB는 채권시장 안정을 위해 증권매입프로그램(SMP)에 따라 유통시장에서 회원국 국채를 매입

- SMP에 의한 국채 매입은 한시적이고 제한적인 범위 내에서 이루어지고 있는데, 2011년 11월 25일 현재 2,033억 유로의 국채를 매입했으며, 이탈리아, 그리스 등 재정 취약국의 국채를 집중 매입

□ EFSF의 재원을 대폭 확충하기가 어려우므로 재정위기 확산을 차단하기 위해서는 ECB가 국채 매입을 대폭 확대할 필요

- ECB가 미 연준과 같이 최종대부자(lender of last resort)로서 국채 매입을 대폭 확대해야 한다는 주장

- ECB가 미 연준 또는 영란은행 수준(GDP 대비 18~20%)으로 양적완화 정책을 시행할 경우 약 1.4조 유로의 국채 매입이 예상

- ECB는 국채 매입 확대에 법률적 제한이 없으나, 신용위험 부담, 회원국의 모럴해저드(재정건전화 유인 약화), 재정정책과 통화정책의 구분 모호, 인플레이션 우려 등으로 인해 국채 매입 확대를 주저

- 일단, ECB는 국채 매입 확대에 나서는 대신, 523개 은행에 대해 3년 만기(금리 1%)의 장기 대출자금(4,892억 유로)을 공급함으로써 은행들의 국채 매입을 유도(2011년 12월 21일)

유동성 위기 해소 ③: 유로본드 발행

□ 재정위기 해결방안으로 유로본드(Eurobond) 발행의 필요성이 제기

- 17개 회원국이 공동으로 보증을 서는 유로본드를 발행할 경우 낮은 금리로 자금조달이 가능해 재정위기 해소에 큰 도움이 될 것으로 기대

- 유로본드를 발행하면 재정 취약국에 대한 지원 확대로 인한 재정 부담국의 여론 악화와 정치적 반발을 무마할 수 있음

□ 유로본드 도입을 위해서는 일부 회원국의 반대와 리스본조약 개정 문제를 해결해야 함

- 일부 회원국은 인플레이션 우려, 재정 취약국의 도덕적 해이, 자국의 국채금리 상승 등을 우려해 유로본드 발행에 반대

- 특히, 독일은 유로본드를 발행하면 자국의 국채금리가 높아져 차입 비용이 연간 330억~470억 유로 증가하므로 유로본드 발행에 강하게 반대

- 유로본드 발행 시 유로존 전체가 재정 취약국의 채무를 연대 보증해야 하므로 회원국 간 지원을 금지하는 리스본조약(제125조)을 개정해야 함

□ 유로존의 재정통합이 진전될 경우 재정위기 확산을 막기 위한 유로본드 발행이 앞당겨질 수도 있음

- 독일경제자문이사회는 재정위기 해소를 위해 2조 3,000억 유로 규모의 '유럽채무변제기금(EDRF)' 설립을 제안했는데, 이는 유로본드와 유사

- EU집행위는 독일의 반대에도 불구하고 2011년 11월 23일에 3가지 방식의 유로본드 발행을 정식 제안했으며, 유럽의회는 구체적인 로드맵 수립에 착수
  · ① 기존의 모든 국채를 대체할 수 있을 정도로 유로존 17개국이 연대 보증하는 유로본드를 발행하거나, ② 일정 한도 내에서 연대 보증하는 유로본드를 발행하거나, ③ 각국 정부가 보증하는 유로본드 발행

채무상환능력 제고 ①: 경제성장

□ 경제성장을 통한 채무상환이 가장 바람직한 재정위기 극복방안이나, '긴축과 경제성장'이라는 두 마리 토끼를 동시에 잡기가 어려운 상황

- 대부분의 재정 취약국은 유로화체제 가입으로 환율정책과 금리정책을 통한 인위적인 경기부양이 불가능한 상황에서 민간부문의 경쟁력마저 취약해 성장 동력이 크게 약화

- 따라서 경제성장을 위해서는 시간이 걸리더라도 긴축과 구조개혁을 통한 비용 절감 및 경쟁력 향상이 필요
  · 유로화 약세가 장기화될 경우 수출 확대를 통한 유로존의 경기회복에 일조할 가능성

□ 재정 취약국의 경제 체질과 산업구조를 개선하기 위해 EU 차원의 장기 성장전략인 'Europe 2020'과 병행하여 '유로플러스협정(EPP: Euro-Plus Pact)'을 추진

- 경쟁력 제고, 고용 촉진, 재정의 지속 가능성 도모, 금융안정 강화, 조세정책 조화의 5개 목표를 추진

채무상환능력 제고 ②: 재정긴축

□ 유로존 국가는 재정의 지속 가능성을 위해 기초재정수지를 흑자로 유지할 필요

- 금리 수준이 경제성장률(명목 기준)을 상회할 경우 정부부채가 소득보다 빠르게 증가하기 때문에 재정 안정을 위해서는 기초재정수지 흑자를 최대한 확보해야 함

□ 경제성장이 부진한 상황에서 기초재정수지 흑자를 위해서는 허리띠를 졸라매는 강도 높은 긴축이 불가피

- 유로존 국가들은 2014~2015년까지 재정적자를 GDP 대비 3%로 축소하고, 정부부채를 GDP 대비 60%로 감축해야 하는 상황

- 현재 약속한 재정적자와 정부부채를 줄이기 위해서는 재정긴축이 불가피한 선택으로 다년간에 걸쳐 강도 높은 긴축이 필요

□ 재정 취약국들은 국민 반발과 정권교체 등으로 재정긴축에 어려움

- 경기침체와 긴축으로 정부에 대한 여론이 크게 악화되어 핵심과제인 복지지출의 과감한 삭감은 현실적으로 어려운 상황

- 이 때문에 EU 차원에서 재정적자 감축 의무화를 각국의 헌법에 명시하도록 규정한 新재정협약(New Fiscal Compact)을 추진

- 新재정협약은 연간 구조적 적자가 명목 GDP의 0.5% 이내가 되도록 재정건전화를 헌법에 명시하고 위반 시 자동조정메커니즘이 작동하며, 안정성장협약(SGP)을 위반한 유로존 국가는 회원국들이 반대하지 않을 경우 자동적으로 경제적 제재가 이뤄지도록 규정

채무상환능력 제고 ③: 채무조정

□ 재정 취약국들은 경기침체와 금리 상승으로 정부부채가 빠르게 증가하는 '부채의 덫'에 빠져 있는 상황

- 금리 수준이 경제성장률을 상회할 가능성이 높으므로 기초재정수지 흑자를 달성하더라도 정부부채 비율을 획기적으로 낮추기가 쉽지 않음

□ 재정의 지속 가능성에 대한 우려를 불식시키려면 채무부담을 줄여주는 획기적인 채무조정이 필요

- 재정 취약국은 만기도래 국채의 상환과 재정적자 보전에 필요한 자금 조달의 압박을 받고 있어 재정의 지속 가능성이 악화

- 재정의 지속 가능성을 높이려면 1980년대에 브래디 딜(Brady deal)을 통해 채무의 원리금을 탕감해줌으로써 중남미 외채위기를 해결했던 것처럼 국가채무를 대폭 줄여주는 특단의 조치가 필요

채무상환능력 제고 ④: 재정통합

□ 재정위기를 원천적으로 제거하기 위해서는 유로존 국가들의 재정을 하나로 통합하는 조치가 필요

- 금융연계가 매우 강한 유로존이 위기의 확산을 차단하려면 회원국 차원의 노력만으로는 부족하며 유로존의 재정통합이 필요

□ 궁극적으로는 미국과 같은 완전한 재정동맹을 지향할 필요

- 회원국의 거시경제 및 재정 정책에 대한 감시 감독과 규율을 강화하는 것이 재정통합을 위한 최우선 과제로, 이를 위해서는 新재정협약의 비준과 이행이 중요

- 이후 EU 예산을 확대해 재정 취약국을 지원하는 재정이전동맹(Fiscal Transfer Union)을 추진할 가능성

- 중장기적으로 리스본조약 개정을 통해 회원국의 주권 분야인 재정정책을 유로존 재무부로 이양하고, 유로본드 발행도 추진할 것으로 예상

2. 향후 전망

□ EFSF 증액 및 ECB의 국채 매입을 통해 위기상황을 모면할 것으로 예상되나 불안 상황은 지속될 전망

- 국채의 만기 도래가 집중되는 2012년 2~4월에 재정위기가 최고조에 달할 것으로 예상

- EFSF 증액 및 ECB의 국채 매입을 통한 방화벽 구축으로 위기상황을 돌파할 수 있을 것으로 예상

- 하지만 방화벽 구축이 재정 취약국들의 채무상환능력 약화로 인한 시장 불안을 완전 해소하기에는 미흡

□ 유럽 재정위기가 해결되려면 근본 해법인 채무상환능력의 확보가 필요

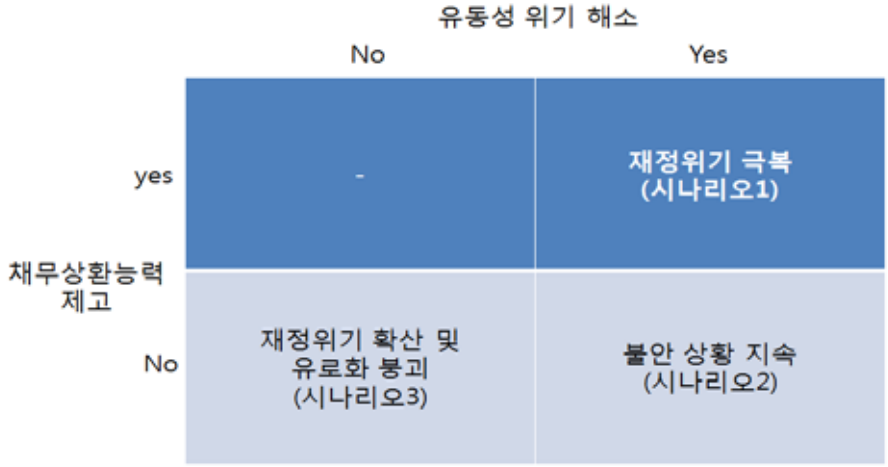
- 현재 상황에서는 회원국 자력(경제성장과 긴축)으로 채무상환능력을 확보하기가 어려움
  · 유로화 약세가 수출 확대를 통해 경제성장에 기여 가능

- 유로존 국가들이 채무상환능력을 확보하기 위해서는 1980년대 중남미 외채위기 당시와 같은 대규모 채무조정과 유로본드 발행, 그리고 이를 위한 재정통합이라는 특단의 조치가 필요

□ 유럽 재정위기는 현재와 같은 상황이 무한정 지속될 수 없으므로 특단의 조치를 통해 재정위기의 근원을 제거하거나, 아니면 유로존 해체의 수순을 밟게 될 전망

- 중장기 유럽 재정위기의 향방은 크게 3가지 시나리오로 구분
  - 시나리오1은 대규모 채무조정, 재정통합, 유로본드 발행 등 획기적인 조치를 통해 재정위기의 근본 원인을 제거
  - 시나리오2는 EU 차원에서 유동성을 계속 지원함으로써 최악의 상황은 모면하나, 채무상환능력 제고를 위한 획기적인 조치가 없어 불안 상황이 지속
  - 시나리오3은 획기적인 조치는 물론 방화벽도 소진되어 재정 취약국들이 연쇄적으로 디폴트 위기에 직면하고 유로화 탈퇴를 선언함으로써 유로화가 붕괴

중장기 유럽 재정위기 시나리오



□ 위기 해결을 위한 특단의 조치가 나오기 전까지 유럽 재정위기는 만성질환으로 작용해 결국 유로화와 세계경제를 위협하는 뇌관이 될 전망

Ⅳ. 경제적 영향 및 대응방안

1. 경제적 영향

□ 유럽 재정위기는 무역과 금융연계를 통해 세계경제 및 금융시장에 부정적인 영향을 줄 전망

- 유로존과의 무역 및 금융연계의 정도에 따라 국가별, 지역별로 경제적 충격의 강도가 다를 것으로 예상

□ 유로존 경제는 재정위기의 후유증으로 2020년까지 연평균 1%대 초중반의 저성장 예상

- 재정위기의 후유증과 성장 잠재력의 약화로 유로존 경제는 위기 이전의 성장세를 상당기간 회복하기 힘들 전망

□ 저조한 경제성장으로 유로존의 국제적 위상이 약화

- 유로존은 경제권 중에서 가장 성장률이 낮을 것으로 예상되어 유로존의 세계경제 비중(명목가격 기준)이 향후 10년간 20%에서 17%로 감소할 전망

□ 재정위기의 충격으로 소득수준 하락, 중산층 감소로 인한 양극화 심화 등 유럽의 정치, 경제, 사회에 많은 변화가 예상

- 고용 감소, 부동산 가격 하락, 복지혜택 축소 등으로 재정 취약국의 중산층이 크게 위축되고, 중산층의 변화는 정치, 경제, 사회문화에 영향

□ 위기 극복 노력에도 불구하고 유럽 재정위기가 확산될 경우 글로벌 신용경색을 초래

- 스페인과 이탈리아의 재정위기가 악화되면 이들 국가와 강한 금융연계를 맺고 있는 프랑스, 독일, 영국 금융기관의 부실 확대로 신용경색이 초래되어 전면적인 금융위기로 비화

- 부실 확대로 자금 압박에 처한 유럽계 은행들이 해외자금을 본격 회수하면 동유럽, 중동·아프리카, 중남미 등 신흥국들은 위기에 직면

□ 유럽 재정위기로 인해 유로화 약세 기조가 지속될 전망

- 재정위기 확산에 따른 금융 불안, 유로존 경제의 부진, 미국과의 금리차 축소 등으로 달러화 대비 유로화 약세가 진행
  · 내수 침체의 돌파구를 수출 확대에서 찾고자 할 경우 유로화 약세를 용인할 가능성

- 재정위기 악화로 ECB가 금리인하 혹은 국채 매입(양적 완화)을 본격화하거나 독일경제의 부진이 심화될 경우 유로화 환율이 추가 하락할 것으로 예상

□ 유럽 은행은 재무건전성 강화를 위해 디레버리징을 지속

- 2012년 6월까지 재무건전성 확보를 위해 대출금 회수, 부실자산 정리 등 디레버리징을 강화하는 반면, 핵심자기자본 비율이 낮은 은행은 재무건전성 강화를 위해 증자나 해외자본 유치에 주력

□ 자금시장의 신용경색은 적어도 2012년 상반기까지 이어질 전망

- 그리스 채무 탕감, 국채가격 하락 등의 영향으로 거래상대방 위험이 높아져 은행 간 거래가 위축될 우려

2. 대응방안

□ 유럽 재정위기의 전개 상황에 따라 글로벌 금융시장 및 세계경제에 미치는 영향이 달라지므로 진행 상황을 예의 주시하고 대응책을 마련

- 국채의 만기가 집중 도래하는 2012년 2~4월에 시장의 불확실성이 증폭될 가능성이 높고, 은행 자본확충 작업이 완료되는 6월까지도 불안이 지속될 것으로 예상

□ 정부는 유럽 재정위기 확산을 차단하기 위한 국제공조 논의에 적극 참여하되, 이익을 극대화할 수 있는 방안을 사전에 강구

- EFSF 증액 논의에 적극 참여하는 한편, 그리스, 이탈리아, 스페인 등 재정 취약국의 공기업 민영화에도 선별적으로 참여

□ 자금 이탈에 따른 금융시장 불안에 대비하여 외화유동성을 확보하고 외환보유고를 보수적으로 운영

- 최악의 상황을 전제로 한 은행 스트레스테스트를 실시하여 은행의 재무건전성을 강화

- G20, 한-중-일 등 대외 협력체제를 공고히 하고, 통화스와프 체결 대상국을 확대함으로써 외화유동성을 안정적으로 확보할 수 있는 수단을 마련

□ 외화자금 조달 편중리스크를 완화하기 위해서는 외화자금 조달원을 다변화해 유럽 자본에 대한 의존도를 축소

- 현재 외화 차입선의 약 81%가 유럽(53.6%)과 미국(27.2%)에 집중되어 있을 정도로 취약하므로 국내 은행의 외화자금 조달원 확대, 외화자금 조달수단 다양화 등을 추진

□ 기업은 유럽 재정위기의 악화에 따른 금융불안 지속과 실물경제 위축 가능성에 대비

- 위기 재발 대응체제를 구축하고, 경제상황 급변에 대응할 수 있도록 원가경쟁력을 강화하는 등 재무유연성을 확보

- 갑작스런 신용경색에 대비해 금융권 및 대형 거래선의 재무안정성(거래상대방 위험)에 만전을 기하되, 독일의 지멘스 사례를 참조할 필요
  - 지멘스는 프랑스 은행의 신용위험이 커지자 예치 중이던 40~60억 유로를 ECB로 이전

- 소비의 근간인 중산층이 약화되는 등 재정위기가 유럽의 시장과 소비에 미칠 영향을 파악하여 중장기 생산 및 판매, 마케팅 전략을 재검토

□ 유럽 재정위기로 인한 경영환경 변화에 대비해 공수(攻守) 병행전략을 구사

- 상대적으로 고성장이 예상되는 신흥시장 공략을 강화하고, 신사업의 경쟁력을 조기 확보하는 노력을 가속
  ・유럽 기업들의 구조조정 및 재정 취약국의 민영화 프로그램을 M&A 및 역량 확보의 기회로 활용

- 자국시장과 기업을 보호하고 세수를 늘리기 위한 기업규제 확대 등 유럽의 보호주의정책 강화 가능성에도 대비

Ⅰ. 유럽 재정위기의 전개 과정

글로벌 금융위기로 유로존 국가들의 재정이 악화

□ 2008년 글로벌 금융위기를 겪으면서 유로존 국가들의 정부재정이 악화

- 경기침체로 인한 세수 감소와 부실은행에 대한 재정 지원 등으로 재정수지가 크게 악화
  - 유로존 경제는 2007년에 3.0% 성장했으나, 2009년에는 -4.3%의 경기 후퇴를 경험하여 명목 GDP가 3년 사이 94.4%로 감소
  - 유로존 17개국 전체의 재정수지는 2007년 GDP 대비 -0.7%에서 2010년 -6.2%로 악화

- 이로 인해 유로존 17개국의 GDP 대비 정부부채 비율은 2007년 60.7%에서 2010년에 83.1%로 22.4%p 상승

- 그 결과 2010년 기준 EU의 안정성장협약(Stability and Growth Pact)[1]을 준수하는 국가는 핀란드와 룩셈부르크 2개국으로 감소

□ 시장에서는 재정이 취약한 유로존 5개국(PIIGS)[2]을 위험국가로 지목

- 정부재정 상황은 회원국 간에 큰 차이
  - 북유럽 및 중부유럽 국가들의 재정은 비교적 양호한 반면, 남유럽 국가들의 재정 상태는 취약

- 남유럽 4개국(그리스, 포르투갈, 이탈리아, 스페인)과 아일랜드[3]는 GDP 대비 재정적자와 정부부채 비율이 모두 높아 재정 취약국으로 간주
  - 벨기에(정부부채)와 프랑스(재정수지)도 재정지표로만 보면 결코 안심할 수 없는 상황

1) 유로존 국가는 재정적자를 GDP 대비 3%, 정부부채를 GDP 대비 60% 이내로 억제할 것을 명시
2) 포르투갈, 아일랜드, 이탈리아, 그리스, 스페인을 'PIIGS' 혹은 'GIIPS'로 부름
3) 아일랜드는 부동산 버블 붕괴에 따른 은행 부실의 확대로 구제금융 자금을 대거 투입한 결과 정부재정이 급속도로 악화

유로존 16개국의 정부재정 추이

(단위: GDP 대비 %, %p)

	재정수지			정부부채		
	2007년	2010년	증감	2007년	2010년	증감
오스트리아	-0.9	-4.4	-3.5	60.2	71.8	11.6
핀란드	5.3	-2.5	-7.8	35.2	48.3	13.1
프랑스	-2.7	-7.1	-4.4	64.2	82.3	18.1
독일	0.2	-4.3	-4.5	65.2	83.2	18.0
네덜란드	0.2	-5.1	-5.3	45.3	62.9	17.6
룩셈부르크	3.7	-1.1	-4.8	6.7	19.1	12.4
벨기에	-0.3	-4.1	-3.8	84.1	96.2	12.1
그리스	-6.5	-10.6	-4.1	107.4	144.9	37.5
아일랜드	0.1	-31.3	-31.4	24.9	94.9	70.0
포르투갈	-3.1	-9.8	-6.7	68.3	93.3	25.0
이탈리아	-1.6	-4.6	-3.0	103.1	118.4	15.3
스페인	1.9	-9.3	-11.2	36.2	61.0	24.8
슬로바키아	-1.8	-7.7	-5.9	29.6	41.0	11.4
슬로베니아	0.0	-5.8	-5.8	23.1	38.8	15.7
키프로스	3.5	-5.3	-8.8	58.8	61.5	2.7
몰타	-2.4	-3.6	-1.2	62.1	69.0	6.9
유로존 전체	-0.7	-6.2	-5.5	60.7	83.1	22.4

자료: Eurostat DB

그리스, 아일랜드, 포르투갈이 순차적으로 구제금융을 신청

□ 유로존 국가로는 그리스가 처음으로 EU-IMF에 구제금융을 신청

- 오래 전부터 방만한 재정운영으로 정부부채가 많았던 그리스는 재정통계 부실 폭로[4]로 시장의 신뢰를 잃게 되면서 재정위기에 직면

- 그리스 재정의 지속 가능성을 의심하는 시장의 압력을 이겨내지 못하고 그리스정부는 EU-IMF에 구제금융을 신청(2010년 4월 23일)

- 유로존 회원국들과 IMF는 그리스에 3년간 총 1,100억 유로의 구제금융 자금을 지원하기로 결정(2010년 5월 2일)
  · 유로존 국가들이 양자 간 대출로 800억 유로, IMF가 300억 유로를 부담

4) 2009년 10월 20일 총선을 통해 새로 집권한 사회당(PASOK) 정부는 이전 정권이 부정적인 회계처리 방식을 통해 국방비 등을 누락 처리했다며 재정적자 비율을 12.7%로 수정 발표하였으며, 이후 재정적자 비율을 15.4%로 다시 수정

□ EU는 그리스사태를 계기로 재정위기를 겪는 회원국을 지원하기 위해 IMF와 함께 구제금융기금을 조성(2010년 5월 10일)

- EU와 IMF는 총 7,500억 유로의 구제금융기금을 조성
  · 유럽재정안정기금(EFSF)[5] 4,400억 유로, 유럽금융안정메커니즘(EFSM)[6] 600억 유로, IMF 2,500억 유로로 구성

□ 그리스에 이어 아일랜드와 포르투갈도 잇달아 구제금융을 신청

- 투자자들이 재정 취약국의 국채 매입을 꺼리게 되면서 자력으로 자본조달이 어려워진 아일랜드와 포르투갈은 약 6개월 간격으로 EU-IMF에 구제금융을 신청
  · 국채금리와 CDS 프리미엄이 상승하고, 이로 인해 국가 신용등급이 하락하여 국채금리가 다시 상승하는 악순환이 반복[7]

유럽 재정위기의 경과

일자	주요 내용
2009.10.20	그리스 사회당정부, 2009년 재정적자 비율을 당초 예상(6~8%)보다 2배 이상 많은 12.7%로 발표
2010.4.23	그리스, 구제금융 신청
2010.5.2	EU-IMF, 그리스에 1,100억 유로의 구제금융 지원 결정
2010.5.10	7,500억 유로의 구제금융기금 조성(EFSF/EFSM/IMF)
2010.10.28~29	항구적인 위기관리메커니즘(ESM) 구축에 합의
2010.11.21	아일랜드, 구제금융 신청
2010.11.28	EU-IMF, 아일랜드에 675억 유로(총 850억 유로)의 구제금융 지원 결정
2011.4.7	포르투갈, 구제금융 신청
2011.5.17	EU-IMF, 포르투갈에 780억 유로의 구제금융 지원 결정
2011.7.21	2차 그리스 구제금융안(1,090억 유로 지원 + 21% 채무탕감)에 합의
2011.10.26	수정된 2차 그리스 구제금융안(1,300억 유로 지원 + 50% 채무탕감)에 합의

5) EFSF(European Financial Stability Facility)는 유로존의 금융시장 안정을 위한 구제금융 지원을 위해 한시적으로 2010년 5월 룩셈부르크에 설립되었으며, 2012년 7월부터 상설기구인 ESM(European Stability Mechanism)가 역할을 대신할 예정

6) European Financial Stability Mechanism

7) 10년 만기 국채금리가 7%로 상승한 후 그리스는 약 2주 만에, 아일랜드는 3주 만에, 포르투갈은 약 2.5개월 만에 구제금융을 신청

- IMF와 EU, 유럽중앙은행(ECB)이 구제금융 협상에 참여하고, EU와 IMF가 구제금융 자금을 약 2:1의 비율로 분담
  · EFSF는 437억 유로, IMF는 785억 유로의 구제금융 자금을 지원

유로존 3국에 대한 구제금융 지원의 주요 내용

	그리스	아일랜드	포르투갈
신청일	2010.4.23	2010.11.21	2011.4.7
확정일	2010.5.2	2010.11.28	2011.5.17
지원 규모	1,100억 유로 - 유로존 회원국 (800억)/IMF(300억)	850억 유로 - EFSM(225억)/ EFSF(177억)/IMF(225억) /NPRF(175억)/기타(48억)	780억 유로 - EFSM(260억)/ EFSF(260억)/IMF(260억)
적용금리	Euribor+3.5~4.0%	5.7%	조달금리+2.15%
민영화 목표	500억 유로	없음	55억 유로
재정긴축 목표 (2013년)	재정적자 4.8%	재정적자 7.2%	재정적자 3%
은행 지원	100억 유로	175억 유로	120억 유로

주 : EFSM(European Financial Stabilization Mechanism), EFSF(European Financial Stability Facility), NPRF(National Pension Reserve Fund)
자료 : EU집행위 자료

□ 한편 ECB는 재정 취약국의 은행들에 대해 저리로 유동성을 공급하고 국채도 매입

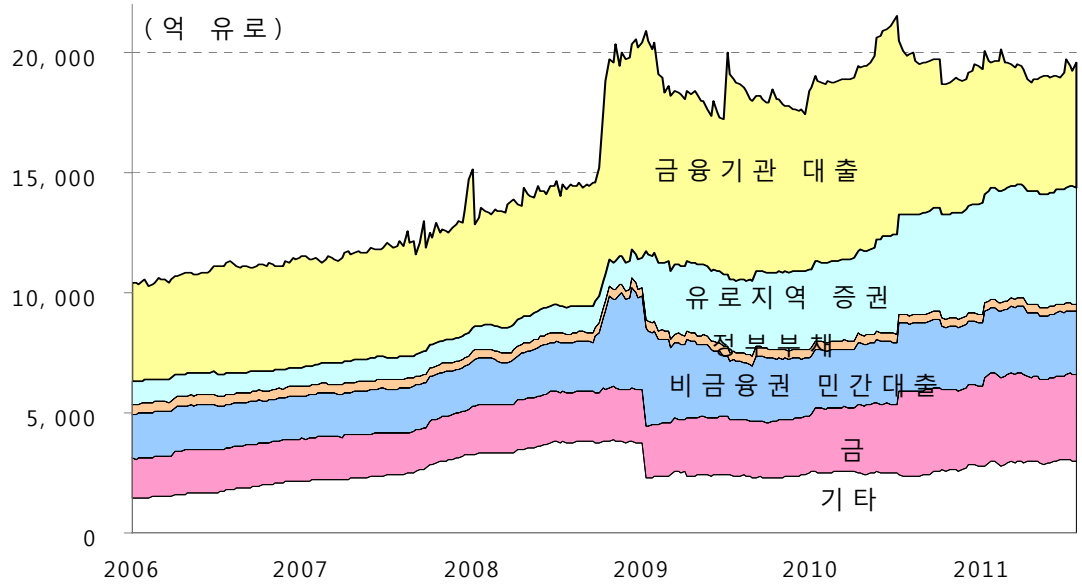
- 금융시장의 신용경색을 타개하기 위해 ECB는 은행들이 보유한 국채를 담보로 유동성을 공급
  · 2009년 6월에 최대 9,000억 유로의 유동성을 공급했으나, 이후 시장이 안정되면서 유동성 공급량을 줄여 2011년 10월말 현재 5,725억 유로로 축소

- 또한 ECB는 2010년 5월부터 재정 취약국의 국채를 매입하여[8] 2011년 11월 25일 현재 2,033억 유로의 국채를 보유
  · 2011년 7월까지는 구제금융 3국의 국채를 매입했으나, 이후부터는 이탈리아와 스페인의 국채를 주로 매입한 것으로 추정

8) 증권매입프로그램(Securities Markets Programme ; SMP)은 발행시장이 아닌 유통시장에서 회원국 국채를 매입하는 정책

· 이외에도 ECB는 유동성 공급을 위해 담보물이 제공되는 커버드본드(Covered Bond)도 매입

ECB의 재무제표 자산구성 추이



자료: ECB Monthly Bulletin-Monetary Policy Statistics, July 2011

구제금융 지원에도 불구하고 그리스의 디폴트 위기가 고조

□ EU-IMF와 ECB의 유동성 지원으로 진정 기미를 보이던 유럽 재정위기가 2011년 5월부터 다시 확산(2차 재정위기)

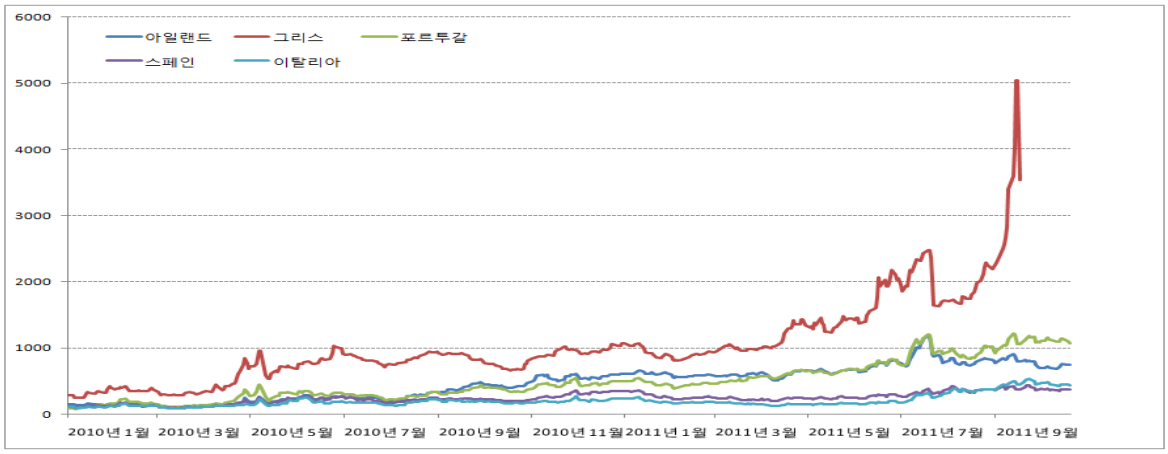
- 그리스의 재정적자 확대로 인해 재정의 지속 가능성이 우려되면서 그리스의 디폴트 위기가 고조

· 그리스의 재정적자 감축목표 달성 실패로 6월말로 예정된 EU-IMF의 5차 구제금융 집행(120억 유로)이 불투명해지면서 디폴트 위기가 증폭

- 이로 인해 7월 중순까지 구제금융 3국의 국채금리와 CDS 프리미엄이 모두 급상승

· 5년물 국채의 CDS 프리미엄(4/1→7/19): 그리스(1,023→2,477.5bp), 아일랜드(625→1162.2bp), 포르투갈(571→1,190.6bp)

PIIGS의 5년물 국채 CDS 프리미엄 추이



자료 : Datastream

□ 국제 신용평가기관들은 구제금융 3국은 물론 이탈리아와 스페인의 국가 신용등급을 잇달아 강등 조치

- 그리스의 국가 신용등급은 사실상의 디폴트를 의미하는 정크 수준 이하로 대폭 하향 조정
  - Moody's는 'B1'에서 'Caa1'로 3단계 하향 조정하고(6/1), 다시 Ca로 강등(7/25)
  - S&P는 'B'에서 'CCC'로 3단계 하향 조정하고(6/13), 다시 CC로 강등(7/27)

- Moody's는 은행 부실대출의 확대 우려로 아일랜드의 신용등급을 'Baa1'에서 'Baa3'으로 하향 조정한 다음(4/15), 또 다시 정크 수준인 'Ba1'으로 강등 조치(7/12)

- Moody's는 포르투갈의 신용등급을 'A3'에서 'Baa1'으로 하향 조정한 다음(4/5), Ba2로 강등 조치(7/5)[9]

- 스페인의 경우 Moody's는 은행 구조조정 비용이 정부 예상치를 상회할 것으로 예상하고, 국가 신용등급을 'Aa1'에서 'Aa2'로 하향 조정하고(7/29), 이후 다시 A1으로 강등 조치(10/18)

9) 피치사는 2011년 11월 24일에 포르투갈의 신용등급을 BBB-에서 투기등급인 BB+로 하향 조정하고, 전망도 '부정적'으로 두어 시장여건 악화 시 추가 조정 가능성을 열어 둠

- 한편 S&P는 9월 19일에 이탈리아의 신용등급을 A+에서 A로 하향 조정하였으며(9/19), Moody's도 Aa2에서 A2로 이탈리아의 신용등급을 강등 조치(10/4)

재정 취약국들의 재정위기 관련 경제지표

(단위: %, bps)

	해당국	신용등급 변화(발표일)	정부부채/GDP	CDS 프리미엄
구제금융 3국	그리스	Moody's: B1 → Caa1(6/1) → Ca(7/25) S&P: B → CCC(6/13) → CC(7/27) Fitch: B+ → CCC(7/14)	143	1,023.4 → 5,191.0
	아일랜드	Moody's: Baa1 → Baa3(4/15) → Ba1(7/12) S&P: A-→ BBB+(4/1)	96	625.4 → 758.3
	포르투갈	Moody's: A3 → Baa1(4/5) → Ba2(7/5) Fitch: BBB- → BB+(11/24)	93	570.6 → 1,104.7
잠재 위기국	스페인	Moody's: Aa1 → Aa2(7/29) → A1(10/18)	60	218.1 → 480.3
	이탈리아	Moody's: Aa2 → A2(10/4) S&P: A+ → A(9/19)	119	144.6 → 553.7

주: 1) 정부부채/GDP는 2010년 기준, 2) CDS 프리미엄은 4월 1일~11월 24일의 변화
(단, 그리스는 10월 10일 수치)

자료: 국제금융센터 DB ; Eurostat ; Datastream ; IMF

2차 그리스 구제금융안에 합의

□ 그리스 의회가 中期 재정긴축패키지를 승인함으로써 그동안 보류되었던 5차 구제금융 자금의 지원이 집행

- 中期(2011~2015년) 재정긴축패키지(MTFS)[10]의 승인은 EU-IMF의 1차 구제금융의 5차분(120억 유로) 집행과 2차 구제금융안 합의를 위한 전제조건

- EU-IMF는 7월 중순까지 120억 유로의 5차 구제금융 자금을 지원(EU; 78억 유로, IMF; 42억 유로)

10) 中期 재정긴축패키지(Medium-term Fiscal Strategy)는 재정긴축(280억 유로)과 민영화(500억 유로)를 통해 총 780억 유로의 재원을 조달하는 내용. 구체적으로는 공공부문 인력 15만명 감축, '공공부문 고용 보장', '유틸리티분야의 공기업 유지'라는 사회당 정책노선 포기, 소득세 부과 최저 소득한도 인하(12,000유로→8,000유로) 등을 포함

□ EU 정상들은 그리스의 디폴트위기를 해소하기 위해 2차 구제금융 지원에도 합의(7/21)

- 1,090억 유로의 구제금융 지원과 함께 민간채권단이 투자 손실을 감수하는 채무조정(debt restructuring)에 합의[11)]
  · 시장 충격을 최소화하기 위해 일방적인 채무탕감(헤어컷) 대신 민간채권단이 자발적으로 채무조정에 참여(PSI)하는 방식을 채택

< 2차 그리스 구제금융안 >

① 2차 그리스 구제금융안
- EU-IMF 자금지원(1,090억 유로) + 민간채권단 채무탕감
- EFSF의 대출조건 완화: 금리(5.5%→3.5%), 만기(7.5년→15~30년)
  ※아일랜드, 포르투갈에 대해서도 대출조건 완화

② 채무조정(민간채권단의 자발적 참여)의 주요 내용
- 규모(추정): 500억 유로(2011~2014년), 1,060억 유로(2011~2019년)
- 방식: 채권 교환(bond swap), 롤오버(rollover), 국채 매입(buyback) 중 금융기관이 자율 선택
  ※채권 교환 방식은 네 가지
  1)액면가 30년 국채(금리 4.5%)로 즉시 교환
  2)액면가 30년 국채(금리 4.5%)로 만기도래 시 교환
  3)액면가 80%의 30년 국채(금리 6.4%)로 즉시 교환
  4)액면가 80%의 15년 국채(금리 5.9%)로 즉시 교환
- ECB가 '디폴트' 불허 입장을 철회함에 따라 선택폭이 확대

③ 경제활성화 전략 추진
- EU 구조기금 및 유럽투자은행(EIB)을 통해 경쟁력 및 성장, 고용창출, 훈련 등을 지원

④ 유럽재정안정기금(EFSF)의 권한 강화
- 선제적 대응: 위기 발생 이전에도 회원국 지원 가능
- 예외적 상황에서 유통시장(secondary market)에서 국채 매입 가능
- 은행자본 확충을 위한 자금 지원 가능

11) 민간 채권단의 90%가 채무조정에 참여할 경우 21%의 채무경감(헤어컷) 효과가 있을 것으로 예상

- 하지만 S&P 등 국제 신용평가기관들은 민간채권단이 자발적으로 참여하는 채무조정도 '선별적 디폴트(selective default)'[12]로 간주

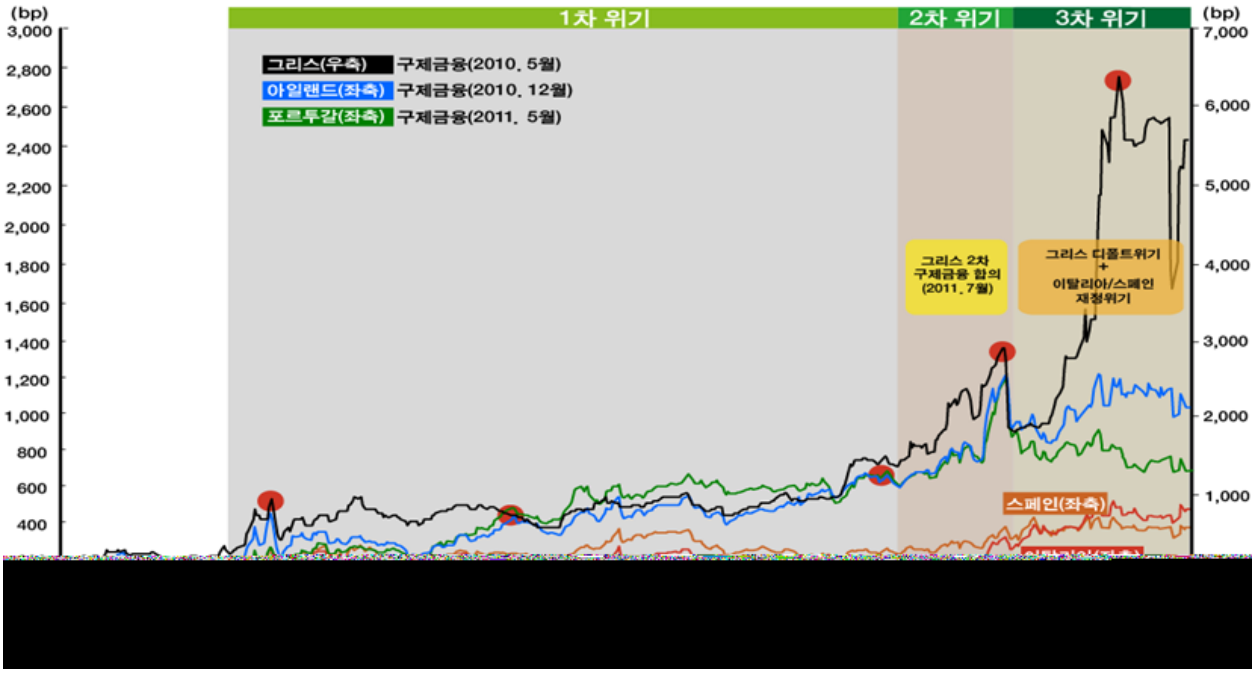
그리스의 디폴트 우려로 위기가 중심국으로 확산

□ 2차 그리스 구제금융안이 합의된 이후 재정위기가 이탈리아와 스페인으로 확산

- 재정위기가 유로존 3국의 구제금융 신청(1차 위기)에 이어 그리스의 디폴트 위기(2차 위기)로 악화되었고, 현재는 중심국인 이탈리아와 스페인으로 확산(3차 위기)

- 그리스의 21% 채무탕감 결정이 내려지면서 투자자들은 이탈리아와 스페인의 국채에 대해서도 투자손실을 우려하기 시작(전염효과)
  - 5년 만기 국채의 CDS프리미엄 변화(7/21→10/10): 그리스(2,027.8 → 5,191bp), 포르투갈(945.6 → 1,091.4bp), 아일랜드(913.9 → 680.4bp), 스페인(309.3 → 360.8bp), 이탈리아(252.6 → 436.5bp)

유럽 재정위기의 전개 과정



12) 전체 채무 가운데 일부를 상환하지 못하는 상태를 의미하며, 디폴트 직전 상황으로 간주

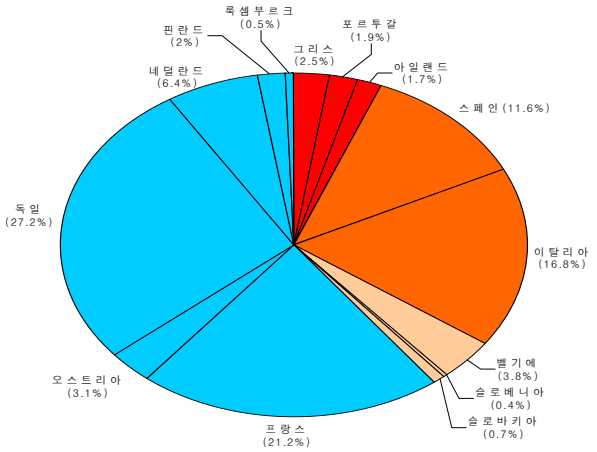
- 투자자들이 이탈리아, 스페인 국채를 투매함으로써 10년 만기 국채금리가 가파르게 상승해 위험 수위로 인식되는 7%에 근접
  · 10년 만기 국채 금리 : 이탈리아 4.87%(7/1) → 6.66%(11/21), 스페인 5.38%(7/1) → 6.55%(11/21)

- 최근에는 프랑스 등 다른 중심국마저 위기가 고조되는 양상
  · EU 정상회의(10.26) 합의 내용[13]과 ECB의 소극적인 국채매입 정책이 시장 불신을 심화

□ 주변국에서 시작된 재정위기가 중심국으로 확산되면서 유로화 위기론마저 대두

- 이탈리아와 스페인은 유로존 3,4위 경제대국으로 경제적 비중이 28.4%에 이르고 있어 위기 악화 시 경제적 충격이 클 전망
  · 구제금융 3국의 경제규모는 유로존 전체의 6.1%에 불과

유로존 국가들의 경제 비중과 재정위기 현황



주1) : CDS 프리미엄(2011년 10월 10일 기준)에 따라 구제금융 3국(그리스, 포르투갈, 아일랜드), 잠재 위기국(이탈리아, 스페인), 중심국(AAA등급 6개국), 기타 국가로 구분
주2) : ( )내는 GDP 비중
자료 : Eurostat, Bloomberg

13) 은행 자본 확충 필요액을 산정하기 위한 은행 보유 국채의 시가평가(mark to market) 방침 및 그리스 국채에 대한 50% 채무탕감 결정으로 재정 취약국의 국채 보유를 기피

- 유럽 재정위기는 '꼬리가 몸통을 흔드는 국면'으로 발전하였으며, 유로화의 존립마저 위태롭게 하는 상황으로 발전
  · 이탈리아와 스페인마저 구제금융을 신청하게 될 경우 유로존은 위기를 극복하지 못하고 해체될 가능성마저 있음

재정위기 악화로 금융위기 조짐

□ 재정위기의 여파로 투자손실 확대가 우려되면서 유럽 은행들의 신용등급이 무더기로 하향 조정

- 그리스 등 재정 취약국에 익스포저가 많은 은행들이 강등 대상
  · 그리스의 채무탕감과 전반적인 채권가격의 하락으로 재정 취약국의 국채를 보유한 은행들의 투자 손실과 아울러 경기침체로 인한 대출 부실 확대도 우려

- Moody's는 그리스 익스포저가 많은 프랑스 2,3위 은행(소시에테 제네랄, 크레디트 아그리꼴)과 그리스 8개 은행의 신용등급을 강등(9/14)

- S&P는 이탈리아의 경제상황 악화를 이유로 BMPS와 UBI방카 등 이탈리아 24개 은행의 신용등급을 강등(10/18)

□ 벨기에-프랑스-룩셈부르크 3개국 합작은행인 덱시아(Dexia)[14]가 재정위기로 인해 처음으로 파산보호 신청(10/6)

- 그리스 등 재정 취약국에 익스포저가 많은 관계로 유동성 부족 문제를 극복하지 못하고 법정관리를 신청
  · 그리스 등 재정 취약국의 국채를 약 120억 유로 보유하고 있어 투자자산의 상당 부분이 부실화
  · 단기 자금을 조달해 장기로 대출하는 사업전략으로 단기 자금경색이 심화되면서 부실은행으로 전락

14) 2008년 금융위기 당시 벨기에, 프랑스, 룩셈부르크 정부가 각각 60.5%, 36.5%, 3%의 지분을 매입해 설립한 합작은행으로, 약 400만명의 고객들로부터 총 800억 유로 규모의 예금자산을 보유하고 6,000여명의 직원을 거느린 벨기에 최대은행

- 벨기에, 프랑스, 룩셈부르크 정부가 3개국 내 사업부문별로 각기 국유화하여 분할 매각하고, 부실자산은 3개국 정부가 보증하는 '배드뱅크'를 설립해 처리하기로 결정

□ 美 MMF(머니마켓펀드)의 유럽 금융기관 대출 기피 및 회수도 증가 추세

- 2011년 11월말 미국 MMF의 유럽 대출 누계액[15]은 5월말 대비 45% 감소했으며, 10월말과 비교해서도 4% 감소[16]
  · 2011년 11월말 미국 MMF의 프랑스 은행들에 대한 대출자금은 5월말 대비 89% 감소하는 등 프랑스로부터 자금이 대거 이탈

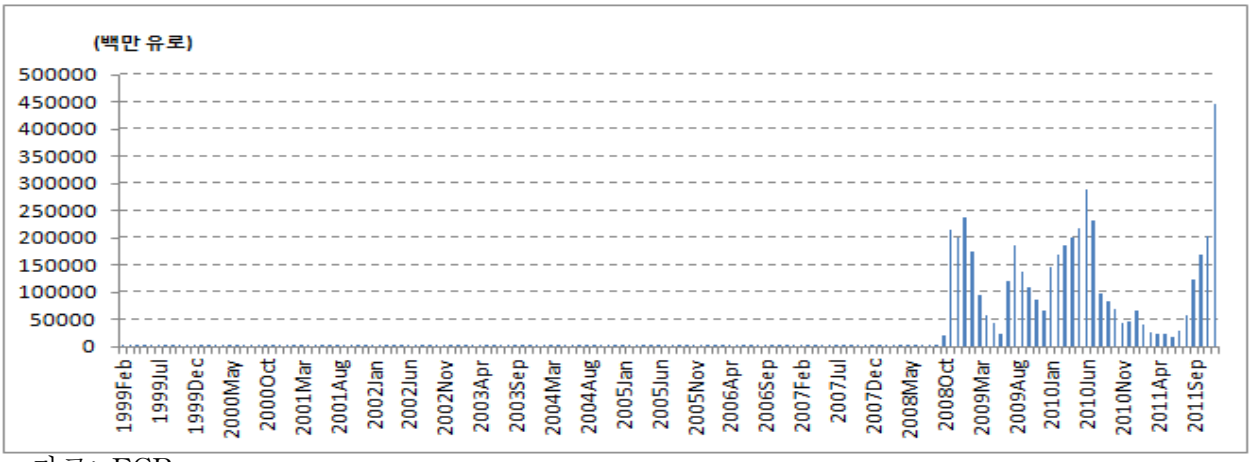
□ 현재 유럽 금융기관들은 자금난과 신용경색에 직면

- 은행간 거래상대방 위험(counterparty risks)이 고조되면서 대출기피 현상이 심화되어 Euribor-OIS 스프레드[17]가 2011년 12월 1일에 역사상 최고치인 101bp까지 상승
  · 12월 30일 현재 Euribor-OIS 스프레드는 97bp로 다소 하락

- 유럽 내 중소 은행들은 ECB의 유동성 공급에 의존하고 있는 반면, 대형 은행들은 불안한 은행대출보다 안전한 ECB에 자금을 계속 예치[18]
  · ECB 예치금은 2011년 12월 31일 현재 4,456억 8,300만 유로로 2010년 6월의 최고치(3,843억 유로)를 상회

15) 2011년 11월말 현재 미국 MMF의 유럽은행에 대한 자금 대출은 전체 대출(6,450억 달러)의 33.4%를 차지
16) Fitch Ratings(2011.12.21), "U.S. Money Funds and European Banks: Risk Aversion Persists"
17) 유럽은행들이 3개월물로 자금을 조달하는 금리와 1일물로 자금을 조달하는 금리 간 차이의 값. 이 지표가 급등하면 유럽은행 간 자금조달 비용이 커져 여신이 어려워지며 외부쇼크로 단기자금시장이 경색됐다는 의미
18) ECB는 예치(overnight deposit facility) 금리를 2011년 12월 14일부터 0.50%에서 0.25%로 인하

유로존 은행들의 ECB 예치금 추이



자료: ECB

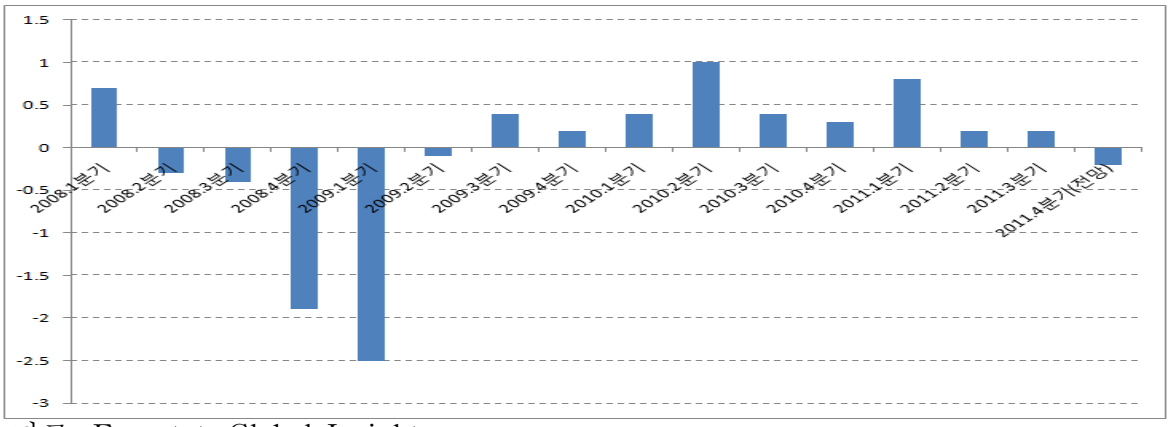
재정위기의 여파로 실물경기가 급격히 악화

□ 2011년 중반 이후 유로존 경제가 재정위기의 여파로 본격적인 침체 국면에 진입

- 1분기(전기대비 0.8% 성장) 이후 경기가 둔화되기 시작하여 2,3분기 연속 전기대비 0.2% 성장에 그침
  - 전년 동기대비 성장률 : 2.4%(1분기) → 1.6%(2분기) → 1.4%(3분기)

- 2011년 4분기에는 유로존 경제가 전기대비 마이너스 성장률을 기록하는 등 완만한 경기침체 국면에 진입할 것으로 예상(Global Insight)

유로존 분기별 경제성장률 추이



자료: Eurostat. Global Insight

- 경기둔화세가 본격화되는 가운데 물가 불안은 여전한 상황
  · 2011년 12월 헤드라인 인플레이션율이 2.8%로 하락했으나, ECB의 목표치(2%)를 여전히 크게 상회

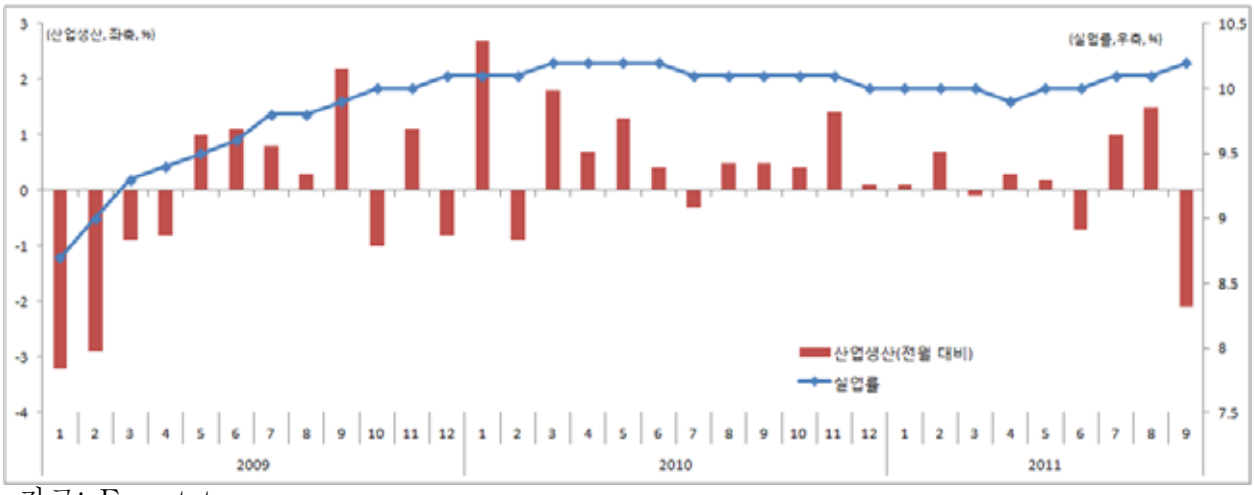
□ 재정긴축과 금융 불안으로 내수 위축이 심화

- 재정위기로 인한 금융 불안과 신용경색 심화, 경기에 대한 불확실성, 고용악화 등으로 투자 및 소비심리가 급랭

- 9월 들어 유로존의 소매판매량이 전월대비 감소세로 전환되었으며, 전년 같은 기간에 비해서는 -1.5%를 기록
  · 의류, 자동차[19], PC[20] 등 전기전자제품을 포함한 내구 소비재의 수요가 가장 큰 폭으로 감소(전년동월대비 -1.9%)

- 기업들은 미래 불확실성으로 인해 투자와 생산 활동을 축소
  · 유로존의 9월 산업생산 활동은 전월대비 2.0% 감소했으며, 10월 유로존의 설비가동률(79.7%)은 장기 평균치(81.6%) 이하로 하락

유로존의 산업생산 및 실업률 추이



자료: Eurostat

19) 2011년 1~9월에 EU의 신차 등록대수는 전년 같은 기간에 비해 1.1% 감소하였음. 그리스(-35.7%), 이탈리아(-11.3%), 스페인(-20.7%), 포르투갈(-23.5%) 등 재정위기를 겪고 있는 국가에서 가장 큰 폭으로 감소(유럽자동차제조업자협회(ACEA) 자료)

20) 2011년 3분기 서유럽내 PC 판매량은 1,480만대로 11.4% 감소했으며, 이중 노트북 PC와 데스크톱 PC가 각각 12.6%, 8.7% 감소하였음

Ⅱ. 유럽 재정위기의 원인

유럽 재정위기는 여러 요인들의 복합적 산물

□ 글로벌 금융위기로 인한 은행부실의 확대와 재정수지 악화가 재정위기를 초래

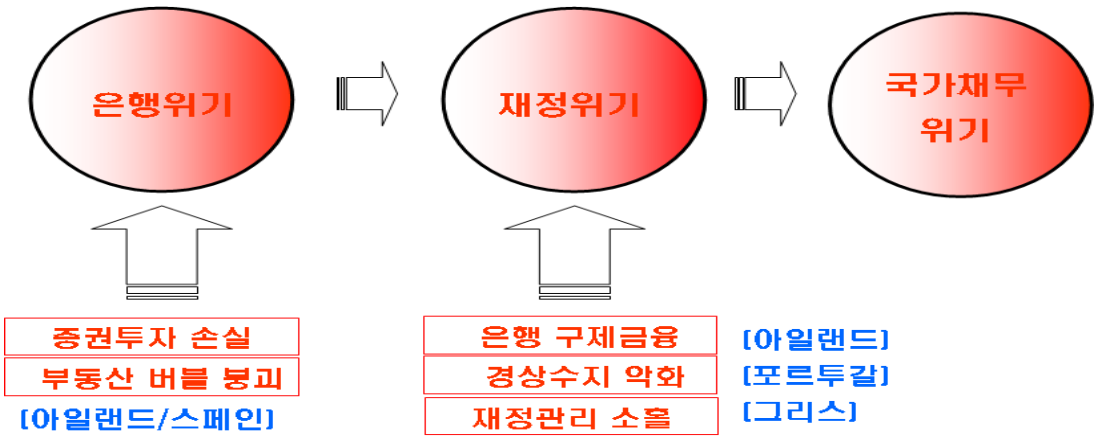
- 아일랜드와 스페인은 부동산버블 붕괴에 따른 은행부실 확대가 재정위기의 단초를 제공

- 그리스와 이탈리아는 경제력에 걸맞지 않게 오랫동안 재정을 방만하게 운영해온 결과 재정위기에 직면
  · 포르투갈은 민간부문의 적자 확대가 재정 악화를 초래

□ 정부부채 증가로 인해 재정의 지속 가능성이 위협받게 되면서 재정위기가 국가채무위기(sovereign debt crisis)로 발전

- '부채의 덫(debt trap)'[21]에 빠진 재정 취약국은 채무상환능력이 약화져 국가채무위기에 봉착

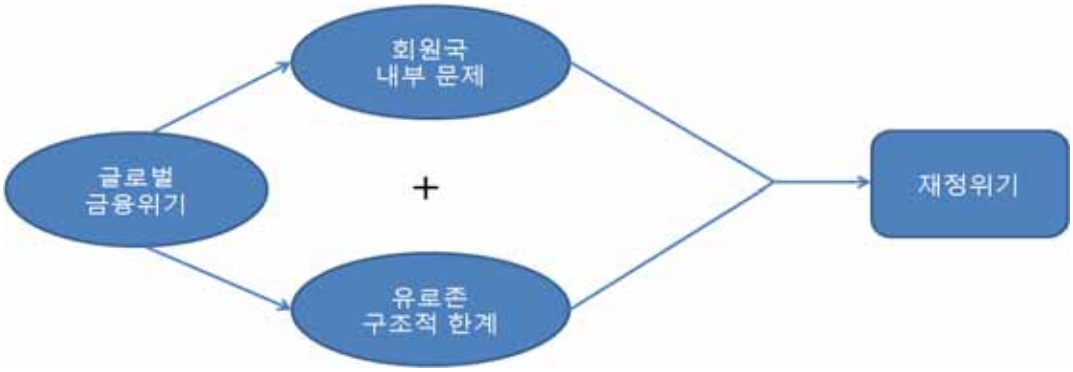
유럽 재정위기의 원인



21) 재정적자의 확대로 국채금리가 상승해 자본조달 비용이 상승하고 이로 인해 재정적자가 다시 확대되어 정부부채가 증가하는 악순환이 반복되는 현상

□ 유로존의 구조적 문제도 재정위기 악화에 일조

- 글로벌 금융위기가 유럽 재정위기의 트리거로 작용했으며, 회원국 내부 문제와 더불어 유로존의 구조적 한계도 사태를 악화



글로벌 금융위기가 유럽 재정위기의 트리거

□ 민간대출 손실과 증권투자[22] 손실 등으로 인해 유럽 은행의 부실이 확대(은행위기)

- 2008년 글로벌 금융위기 이후 신용경색 및 부동산버블 붕괴 등으로 은행의 민간대출 손실이 확대
  - ECB는 2008년말 기준으로 민간대출 손실액이 4,310억 달러에 달하고, 이중 가계대출 손실이 2,010억 달러에 이를 것으로 추정
  - 증권투자 손실액도 2,180억 달러[23]로 추산

□ 부실은행의 자본 확충을 위한 재정 투입과 경기침체로 인한 재정지출 및 세수 감소로 재정적자가 급격히 확대(재정위기)

- 유로존 국가들은 은행시스템의 안정화를 위해 자본 확충, 채권발행 보증, 자산매입 등을 통해 2010년 말까지 635억 유로(GDP 대비 유로존 평균 1.6%)를 지원

22) 유럽 은행들은 수익 다변화를 위해 미국의 서브프라임 및 기타 구조화상품(structured products) 등에 투자

23) 유럽 은행들의 對유럽 증권투자 손실액(1,570억 달러)은 對美 증권투자 손실액(610억 달러)의 약 2.5배 수준

- 그 결과 두 차례에 걸쳐 실시된 은행 스트레스테스트 결과 대부분의 유럽 은행들의 재무 상태는 양호한 것으로 나타남[24)]
  - 1차 은행 스트레스테스트(2010년 7월)는 91개 은행을 대상으로 실시했으나, 은행별로 테스트 결과는 공개하지 않음
  - 90개 은행을 대상으로 실시한 2차 스트레스테스트(2011년 7월) 결과 8개 은행은 불합격, 16개 은행은 위험한 수준으로 판정

- 하지만 은행자본 확충에 엄청난 구제금융 자금을 투입함으로써 정부재정이 급속도로 악화
  - 유로존 국가 중에는 아일랜드(GDP 대비 40.6%), 네덜란드(14%), 독일(13.2%), 그리스(5.8%), 벨기에(5.7%) 등이 가장 많은 구제금융 자금을 은행자본 확충에 투입했는데, 그 결과 은행 부실이 정부재정 부실로 전이

은행 지원에 의한 정부부채 변화(2008~2010년)

(단위: GDP 대비 %)

	정부부채에 영향을 주는 조치			정부 우발채무에 영향을 주는 조치	
	자본 확충	기타 조치	합계	우발채무	최대한도
독일	2.0	10.7	12.7	8.1	17.7
프랑스	0.2	0.0	0.2	5.1	24.4
이탈리아	0.3	0.0	0.3	0.0	0.0
스페인	0.1	2.0	2.1	5.3	19.0
네덜란드	7.2	2.4	9.6	6.7	34.1
벨기에	5.7	0.1	5.8	15.9	27.8
그리스	1.6	0.6	2.2	16.3	27.2
오스트리아	2.2	0.1	2.2	8.2	18.3
포르투갈	0.0	0.0	0.0	4.6	11.7
아일랜드	10.0	13.5	23.5	97.6	97.6
핀란드	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
룩셈부르크	6.2	0.0	6.2	0.0	0.0
유로존 평균	1.6	3.6	5.2	7.4	19.1

주: 우발채무는 양자 및 다자간 구제금융 지원협정에 기인하며, 유럽재정안정기금(EFSF)의 대출자금 마련을 위한 채권 발행 시 수반되는 회원국들의 정부보증이 대표적인 우발채무

자료: ECB, Monthly Bulletin, April 2011

24) 1,2차 은행 스트레스테스트에서는 보유 국채의 평가 손실을 재무건전성 평가에 반영하지 않아 시장은 유럽 은행들의 재무 상태에 의구심을 갖게 됨

회원국 내부 문제 ① : 방만한 재정지출로 정부부채가 급증

□ 재정 취약국은 금융위기 이후 재정지출을 확대

- 유로존 국가는 긴축보다 일시적인 세수 증대[25]를 통해 재정건전화를 추진해왔기 때문에 경기침체가 본격화되면서 재정이 급속도로 악화

- 2008~2009년 당시 이탈리아를 제외한 대부분의 재정 취약국은 재정이 양호한 국가들보다 편성예산을 더욱 확대
  - 그리스는 1999년부터 재정지출의 확대 기조(5.3%)를 유지해 왔으며, 위기 이후에는 재정지출을 더욱 확대(6.6%)
  - 스페인과 아일랜드의 편성예산 증가폭이 가장 현저

국가별 기초재정지출의 과다 현황

(단위: %, GDP 대비)

		예산편성 당시 기준		실제 집행 기준	
		1999~2007년	1999~2009년	1999~2007년	1999~2009년
유로존 12개국		-0.5	0.3	0.1	1.9
재정 양호국가	독일	-4.0	-3.5	-2.1	-0.9
	프랑스	0.8	1.4	0.8	1.8
	네덜란드	1.9	3.7	1.5	4.2
	벨기에	1.8	3.6	1.5	4.3
	오스트리아	-1.6	-1.4	-2.7	-2.0
	핀란드	-1.1	-0.7	-0.7	1.8
	룩셈부르크	0.3	1.7	-0.7	1.2
재정 취약국가	이탈리아	1.6	2.0	2.5	3.6
	스페인	3.6	5.9	1.7	5.2
	그리스	5.3	6.6	5.0	8.0
	아일랜드	2.5	4.2	3.9	9.5
	포르투갈	1.7	3.3	2.6	5.0

주: 과다 현황은 EU의 안정안정협약(GSP)에 의거한 기초재정지출과 비교한 편차로, (+)가 클수록 기초재정지출이 당초 약속보다 커졌음을 의미

자료: ECB Monthly Bulletin April 2011

- 또한 실제 집행에 있어서도 재정 취약국은 EU의 안정성장협약(Growth and Stability Pact)에 근거한 재정준칙은 물론 예산편성 규모를 훨씬 초과하는 재정지출을 단행

25) 정부자산 처분 이익이나 부동산경기 호조에 따른 소득세 증가 등으로 세수를 확대

· 아일랜드, 그리스, 스페인, 포르투갈 등 재정 취약국은 2008~2009년에 편성예산을 웃도는 재정을 집행

- 반면 독일과 오스트리아는 예산편성은 물론 실제 집행에 있어서도 긴축기조를 유지

□ 재정 취약국은 이자지급 부담의 빠른 증가로 인해 '부채의 덫'에 빠져 있거나 빠질 위기에 직면

- 2009년부터 기초재정수지의 악화와 이자비용의 증가로 GDP 대비 정부부채 비율이 지속 상승
  · 이자비용을 상쇄할만한 경제성장과 물가상승을 기대할 수 없기 때문에[26] 재정긴축 노력에도 불구하고 정부부채 비율이 지속 상승

유로존의 정부부채 비율 추이

(단위: %, GDP 대비)

		연평균 (2003-06년)	2007년	2008년	2009년	2010년
정부부채 비율		69.3	60.7	65.1	77.2	83.1
비율 변화(A+B+C)		+0.1	-2.3	+4.4	+12.1	+5.9
기초재정수지(A)		-0.6	-2.0	-0.5	4.2	3.8
소노우볼 효과(B)	합계	0.3	-4.7	-2.6	5.7	-1.8
	이자 지급	3.0	2.8	2.9	2.7	2.8
	성장효과	-1.3	-5.4	-2.2	3.3	-3.0
	인플레이션효과	-1.4	-2.1	-3.3	-0.3	-1.6
기타(C)		0.3	0.5	7.5	2.2	3.9

주: 1) 기초재정수지(primary deficit)의 경우, (-)는 흑자, (+)는 적자를 의미
2) 스노우볼 효과(snowball effect)는 명목 경제성장률과 정부부채 지급이자 간의 격차로 인해 누적채무가 자연적으로 증가하는 현상을 의미

자료: Eurostat DB를 토대로 자체 계산

□ 그리스, 아일랜드, 포르투갈은 물론 이탈리아도 정부부채가 빠르게 증가하고 있어 재정의 지속 가능성이 우려되는 상황

26) 이를 스노우볼 효과(snowball effect)라고 부름. 현재의 정부부채에 대한 평균 지급이자가 명목 경제성장률을 상회할 경우 GDP 대비 정부부채 비율이 증가하게 됨

- 스페인을 제외한 재정 취약국은 재정적자 축소에도 불구하고 정부부채가 빠르게 증가
  · 기초재정수지가 적자를 기록하고 매년 이자지급 부담도 GDP 대비 2~7%에 달해 정부부채가 빠른 속도로 증가

재정 취약국의 재정 추이

(단위: GDP 대비 %)

		그리스	아일랜드	포르투갈	스페인	이탈리아
재정수지	2008년	-9.8	-7.3	-3.6	-4.5	-2.7
	2009년	-15.8	-14.2	-10.1	-11.2	-5.4
	2010년	-10.6	-31.3	-9.8	-9.3	-4.6
	2011년	-8.9	-10.3	-5.8	-6.6	-4.0
이자 지급	2008년	5.0	1.4	3.0	1.6	5.2
	2009년	5.2	2.0	2.9	1.8	4.6
	2010년	5.7	3.1	3.0	1.9	4.5
	2011년	6.9	3.6	4.2	2.2	4.9
기초재정수지	2008년	-4.8	-6.0	-0.6	-2.9	2.5
	2009년	-10.6	-12.1	-7.3	-9.4	-0.8
	2010년	-5.0	-28.2	-6.8	-7.4	-0.1
	2011년	-2.1	-6.7	-1.6	-4.5	0.9
정부부채	2008년	113.0	44.3	71.6	40.1	105.8
	2009년	129.3	65.2	83.0	53.8	115.5
	2010년	144.9	94.9	93.3	61.0	118.4
	2011년	162.8	108.1	101.6	69.6	120.5

주: 재정수지는 기초재정수지에 이자 지급을 더한 수치

자료: European Commission, Statistical Annex of European Economy, Autumn 2011

회원국 내부 문제 ② : 경쟁력 약화

□ 재정 취약국은 대체로 국가 경쟁력이 취약하다는 공통점

- 유로존 국가들 간에는 국가 경쟁력에서 현저한 격차
  · 북유럽 국가와 독일을 포함한 중부유럽 국가는 강한 국가 경쟁력을 지닌 반면, 남유럽 국가의 국가 경쟁력은 취약한 것으로 평가

- 남유럽 국가는 WEF와 IMD의 경쟁력 순위, 세계은행의 '기업하기 좋은 환경(Doing Business)', 리스본전략의 개혁성과 등에서 낮은 점수

EU 15개국의 국가 경쟁력 비교

구분	국가	WEF 경쟁력 순위 (133개국)	세계은행 Doing Business 순위(183개국)	IMD 경쟁력 순위 (57개국)	2008년 노동인구 1인당 생산성 (EU27=100)	리스본전략 개혁 성과 (27개국)	종합점수
유럽강소국	스웨덴	4	18	6	110.6	1	100
	핀란드	6	16	9	111.6	3	97.9
	덴마크	5	6	5	102.5	2	95.8
	네덜란드	10	30	10	114.5	4	85.4
	아일랜드	25	7	19	130.2	11	83.3
중심국가	영국	13	5	21	110.0	9	81.3
	독일	7	25	13	107.0	6	75.0
	벨기에	18	22	22	122.5	10	75.0
	오스트리아	17	28	16	113.5	5	72.9
	룩셈부르크	21	64	12	175.8	7	72.9
	프랑스	16	31	28	121.6	8	66.7
남유럽 국가	스페인	33	62	39	103.6	17	31.3
	포르투갈	43	48	34	71.2	14	27.1
	이탈리아	48	78	50	109.7	24	25.0
	그리스	71	109	52	102.2	23	10.4

주: 종합점수는 5개 지표를 합산하여 스웨덴(=100)을 기준으로 환산한 수치

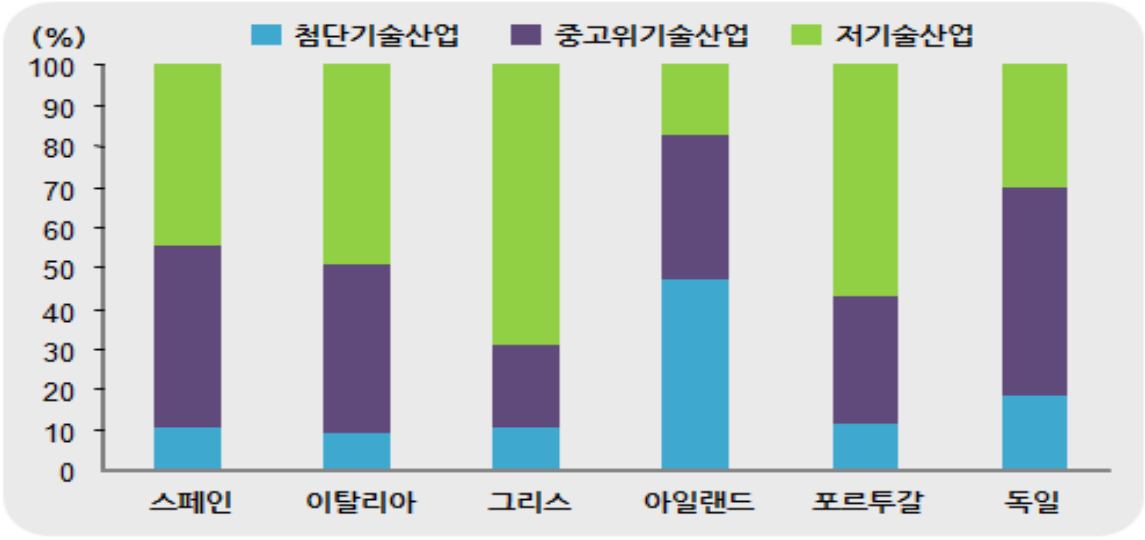
자료: World Economic Forum, Global Competitiveness Report 2009-2010 ; World Bank, Doing Business 2010 Report ; IMD, World Competitiveness Yearbook 2009 ; Eurostat ; World Economic Forum, The Lisbon Review 2008

□ 재정 취약국은 산업 경쟁력에서도 열세

- 유로존에는 강한 수출산업을 지닌 국가가 있는 반면, 제조업 기반이 취약해 내수 및 서비스산업에 의존하는 국가가 공존
  - 유로존 경제의 27%를 차지하는 독일은 국제 경쟁력을 지닌 제조업을 다수 보유하고 있는 반면, 남유럽 국가들은 관광, 건설 등 내수산업과 농업에 의존

- 아일랜드를 제외한 나머지 재정 취약국은 중국 등 신흥국과의 경쟁에서 열세에 있는 低기술산업에 주로 의존(취약한 산업구조)

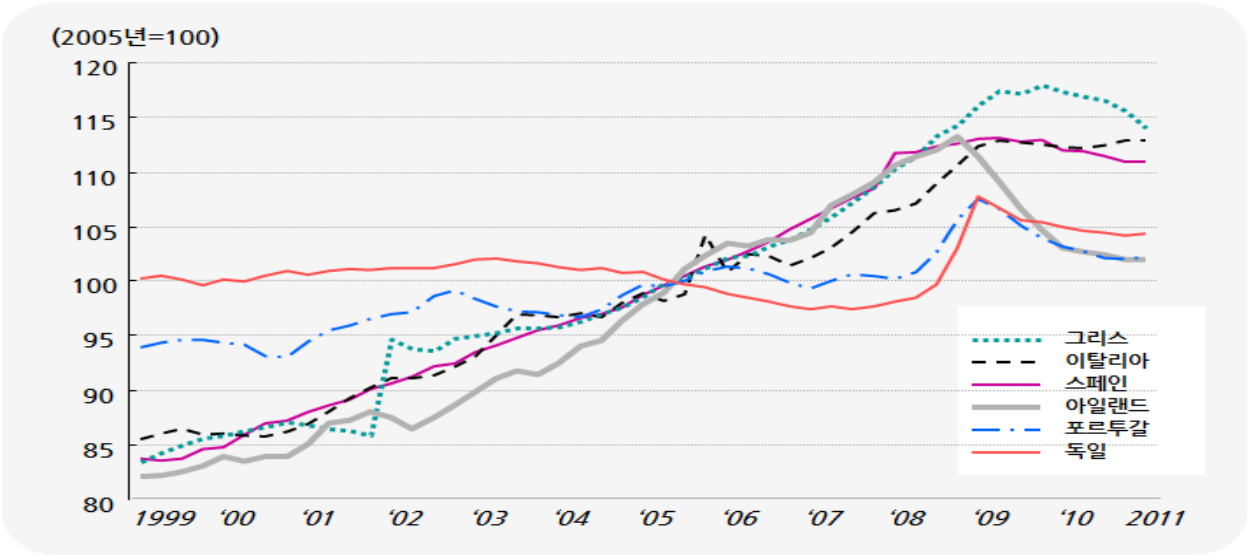
기술 집약도에 따른 산업구조 비교



주: 1) 低기술산업에는 고무, 플라스틱 등의 中低位 기술산업과 식료품, 가구 등 低기술산업이 포함
2) 기술 집약도에 따른 산업 분류는 OECD의 표준산업분류에 의거
자료: OECD (2009), Science, Technology and Industry Scoreboard 2009.

- 남유럽 국가는 가격 경쟁력에서도 열세
  · 1999년 이후 남유럽 국가는 제조업의 단위당 노동비용이 빠르게 상승하여 가격 경쟁력이 계속 약화

단위당 노동비용 추이



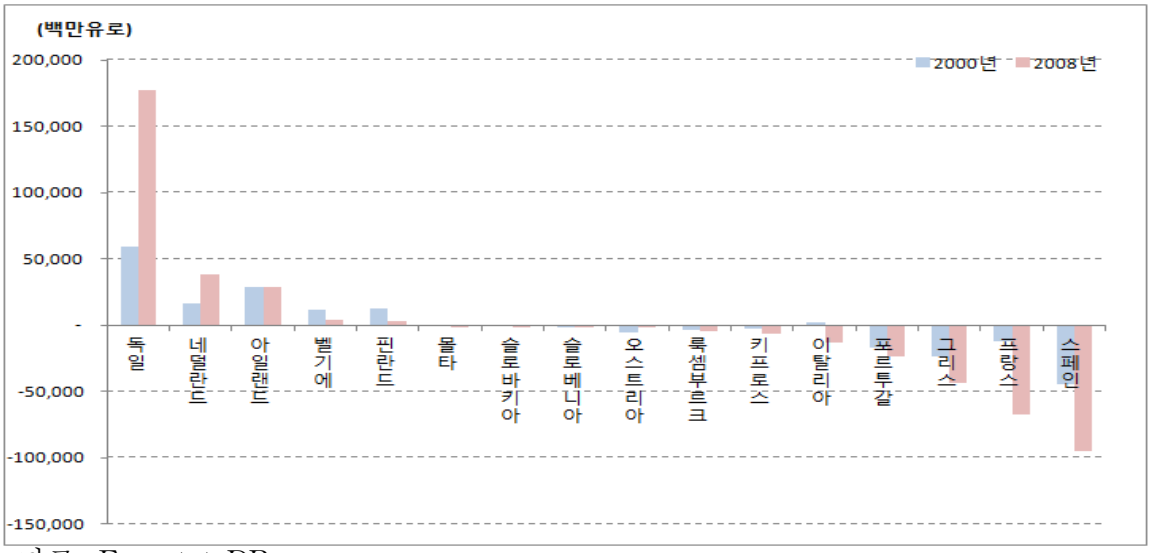
자료: 유럽통계청(Eurostat)

□ 1999년 유로화 도입 이후 역내 불균형(imbalance)이 더욱 심화

- 1999년 유로화 도입 이후 무한 경쟁이 전개되고 역내무역이 활성화
  · 유로존은 단일금리정책과 고정환율제가 적용되는 단일통화 경제권으로, 통화장벽과 환리스크가 완전 제거된 무한경쟁 시장
  · 역내 무역이 유로존의 전체 무역의 65%를 차지

- 그 결과 시간이 흐를수록 유로존 내에 불균형 무역구조가 심화
  · 강한 수출제조업을 지닌 무역 흑자국(독일, 네덜란드 등)의 흑자 규모는 증가하는 반면, 수입의존형 산업구조를 지닌 무역 적자국(스페인, 그리스, 프랑스 등)의 적자폭은 더욱 확대

유로존 국가들의 무역수지 불균형 추이



자료: Eurostat DB

□ 유로화 도입과 취약한 산업 경쟁력으로 야기된 역내 불균형은 구조적인 문제로 쉽게 해결하기 어려움

- 아일랜드를 제외한 재정 취약국은 유로화 도입에 따른 환율의 불균형 조정기능 상실, 임금 상승, 기업의 혁신노력 부족, 신흥국 부상에 따른 전통 수출산업의 사양화 등으로 무역적자가 확대

회원국 내부 문제 ③ : 풍부한 유동성 유입으로 버블이 형성

□ 1999년 유로화 도입 이후 핵심국의 저금리 자금이 주변국으로 유입될 수 있는 여건이 조성

- 유로화 출범으로 정책금리가 통일되고, 주변국(peripheral countries)[27]의 투자리스크도 제거되면서 시중금리가 점차 하향 수렴
  · 고물가·고금리 환경에 익숙해 있던 주변국은 단일금리가 적용되는 통화동맹이 실현되면서 독일 수준의 저금리 혜택을 구가

독일, 프랑스, 영국 은행의 PIIGS 대출 추이

(단위: 백만 달러)

대출국	차입국	1999년 6월	2008년 6월	증감(倍)
독일	아일랜드	30,804	240,769	7.8
	이탈리아	95,496	269,532	2.8
	스페인	40,207	310,564	7.7
	그리스	10,643	44,440	4.2
	포르투갈	11,592	51,551	4.5
	PIIGS 합계	188,742	916,856	4.9
	세계 전체	1,313,291	4,571,116	3.5
프랑스	아일랜드	8,459	118,361	14.0
	이탈리아	66,720	553,395	8.3
	스페인	24,516	206,603	8.4
	그리스	5,622	86,115	15.3
	포르투갈	4,442	33,788	7.6
	PIIGS 합계	109,759	998,262	9.1
	세계 전체	660,466	4,162,936	6.3
영국	아일랜드	7,424	227,321	30.6
	이탈리아	17,433	88,534	5.1
	스페인	9,522	151,813	15.9
	그리스	4,532	14,900	3.3
	포르투갈	1,799	26,371	14.7
	PIIGS 합계	40,710	508,939	12.5
	세계 전체	414,665	4,128,800	10.0

자료: BIS Quarterly Review 각호

27) 주변국은 스페인, 아일랜드, 포르투갈, 그리스 등을 지칭하며, 핵심국(core countries)은 독일, 프랑스, 네덜란드, 오스트리아 등을 지칭

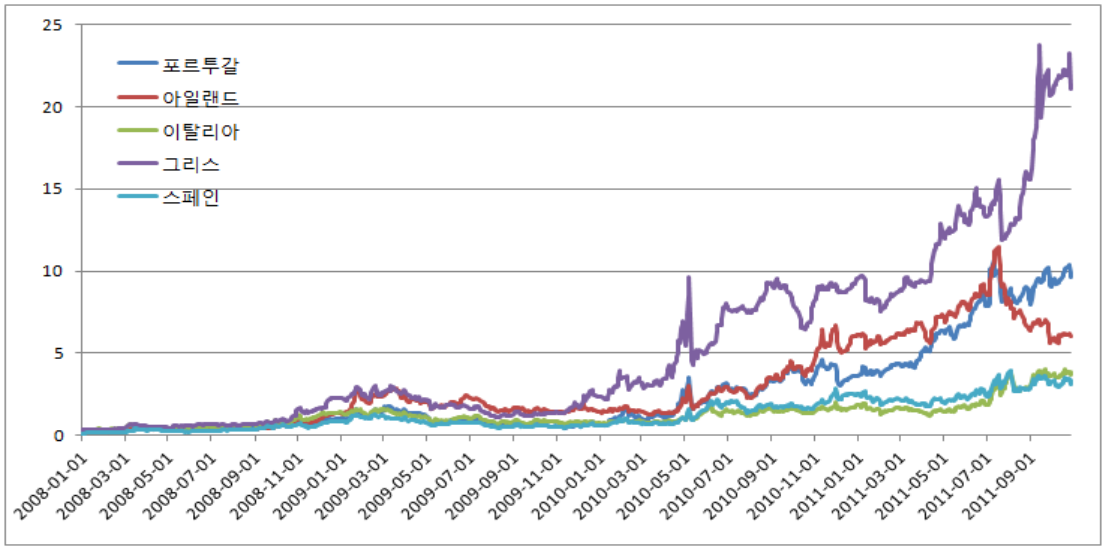
- 프랑스, 독일, 영국 등 주요 은행은 사업 확장을 위해 주변국으로 대출 영업을 공격적으로 확대
  - 2008년 6월 기준 프랑스 은행의 PIIGS 5개국 대출규모는 유로화 출범 직후(1999년 6월) 대비 9.1배 증가하였는데, 이는 세계 전체 증가율(6.3배)을 크게 상회하는 수준
  - 독일(PIIGS 대출 4.9배 증가)과 영국(12.5배 증가) 은행도 비슷한 양상

□ 주변국들은 경상수지와 재정수지 적자를 외국자본에 의존해 보전함으로써 시장금리 변화에 취약성을 노출

- 주변국으로 유입된 자금은 주로 부동산 투자와 소모성 재정지출 등 비생산적인 부문에 흘러 들어감으로써 민간부문과 정부부문의 버블을 형성
  - 과잉 유동성은 부동산 버블을 형성하고 정부재정의 확대를 초래

- 자본의 대외 의존도가 높은 상황에서 시장금리 상승은 자본조달비용 증가로 이어져 재정의 지속 가능성을 악화시킴
  - 재정위기 이전만 하더라도 주변국과 독일의 금리차(스프레드)가 거의 제로 수준에 가까웠으나, 재정위기로 인해 주변국의 국채금리 상승으로 독일과의 금리차가 다시 확대

재정 취약국의 독일 국채(Bunds) 대비 금리스프레드 추이(10년물 기준)



자료: Bloomberg

유로존의 구조적 한계 ① : 강한 금융연계로 위기가 빠르게 확산

□ 유로존 국가들 간에 금융연계(financial linkage)가 강하게 형성

- 역내 금융시장의 통합으로 유럽 금융기관들의 타 회원국 국채 보유 및 은행 대출이 크게 증가
  - 유럽 금융기관들은 2011년 6월말 현재 5개 재정 취약국(PIIGS)에 총 2조 1,782억 달러의 익스포저를 보유(전체의 88% 차지)
  - 유럽 은행들의 PIIGS 국채 보유액은 4,038억 달러, 非금융 민간 대출액은 1조 3,373억 달러

- 프랑스(6,807억 달러), 독일(5,070억 달러), 영국(3,535억 달러) 순으로 5개 재정 취약국에 많은 익스포저

□ 상호 긴밀한 금융연계로 인해 재정 취약국이 국가채무위기를 겪게 되면서 프랑스, 독일 등 자본국들도 함께 위기에 노출

- 국가채무위기로 인해 디폴트 선언이나 채무조정(debt restructuring)이 이루어지면 보유 국채의 손실이 불가피[28)]

- 그리스 국채가 부도 처리될 경우, 2011년 6월말 현재 독일, 프랑스 등 유럽 은행들의 손실은 366억 달러에 이를 전망
  - 유럽 은행들의 재무 상태를 보면, 그리스 국채의 손실 규모는 충분히 감내할 수 있는 수준

- 하지만 위기가 PIIGS 5개국으로 확산될 경우에는 프랑스(1,570억 달러), 독일(1,019억 달러), 영국(339억 달러)의 순으로 큰 타격이 예상

28) 2011년 10월 26일에 그리스 국채(액면가)의 50% 탕감에 합의함으로써 약 1,000억 유로의 투자손실이 예상되는 70개 유럽 은행들은 핵심 자기자본비율(Tier 1)을 9%까지 끌어올리기 위해 2012년 6월 말까지 약 1,150억 유로의 자본 확충에 나설 예정

□ 또한 경기침체 시 유럽 은행들의 민간 대출이 동반 부실화되어 유럽 금융위기로 발전할 가능성

- 재정 취약국의 경제 상황이 악화될 경우 비금융 민간 대출이 많은 프랑스 은행이 가장 큰 타격
  - 프랑스 은행의 재정 취약국에 대한 비금융 민간 대출은 총 4,228억 달러로 유럽 은행의 전체 대출(1조 3,373억 달러)에서 31.6% 차지
  - 영국 은행의 재정 취약국에 대한 비금융 민간 대출(2,709억 달러)은 프랑스에 이어 2위 규모

유럽 은행들의 PIIGS에 대한 익스포저 현황(2011년 6월말 기준)

(단위: 억 달러)

		유럽	영국	독일	프랑스	이탈리아	스페인	非유럽권	합계
그리스	총 익스포저	1,208	126	214	557	37	12	103	1,311
	-국채	366	33	124	107	19	5	24	390
	-금융권	67	11	18	16	2	0	30	97
	-非금융 민간 부문	774	83	71	435	17	7	49	823
아일랜드	총 익스포저	3,801	1,409	1,105	320	148	92	870	4,671
	-국채	135	37	35	29	6	2	32	168
	-금융권	632	169	215	98	44	12	149	781
	-非금융 민간 부문	3,023	1,203	855	193	99	79	689	3,712
포르투갈	총 익스포저	1,967	254	359	257	39	885	78	2,045
	-국채	299	19	90	62	5	71	22	321
	-금융권	336	40	126	62	19	51	27	363
	-非금융 민간 부문	1,331	196	143	133	16	763	29	1,360
스페인	총 익스포저	6,432	1,009	1,775	1,509	300	-	987	7,419
	-국채	865	76	295	305	64	-	201	1,066
	-금융권	1,925	180	691	386	67	-	351	2,275
	-非금융 민간 부문	3,640	753	789	818	169	-	436	4,076
이탈리아	총 익스포저	8,375	737	1,618	4,164	-	398	1,016	9,390
	-국채	2,373	174	476	1,068	-	112	514	2,887
	-금융권	1,387	89	483	447	-	42	254	1,641
	-非금융 민간 부문	4,604	474	658	2,650	-	244	248	4,852
PIIGS 합계	총 익스포저	21,782	3,535	5,070	6,807	525	1,386	3,054	24,836
	-국채	4,038	339	1,019	1,570	94	189	794	4,832
	-금융권	4,347	488	1,534	1,009	132	105	810	5,157
	-非금융 민간 부문	13,373	2,709	2,516	4,228	299	1,092	1,450	14,823

자료: BIS, Detailed tables on preliminary locational and consolidated banking statistics at end-June 2011, October 2011

유로존의 구조적 한계 ② : 재정통합 부재

□ 현재 유로존은 금융위기의 진원지인 미국보다 더 심각한 재정위기에 직면해 있음

- 유로존 전체로 보면, 재정수지와 정부부채 모두 미국과 일본보다 양호
  - 재정수지(GDP 대비)(2010년) : 유로존 -6.6%, 미국 -10.6%, 일본 -6.8%
  - 정부부채(GDP 대비)(2010년) : 유로존 83.1%, 미국 95.2%, 일본 197.6%

- 그럼에도 불구하고 유로존은 가장 심각한 재정위기에 직면[29)]
  - 유로존은 1999년 유로화 출범 이래 최대 위기에 직면해 있으며, 위기를 극복하지 못할 경우 유로화 존립 자체는 물론 60년 역사의 EU통합이 크게 후퇴할 가능성

□ 회원국 재정이 통합되어 있지 않아 위기 대응에 취약

- 유로존은 통화통합은 이루어졌으나, 재정통합은 이루어지지 않은 불완전한 경제통합체
  - 통화정책은 ECB가 관장하고 있으나, 재정정책은 17개국 정부가 독자적으로 결정하고 책임지는 구조

- 재정연방주의(fiscal federalism)를 채택하고 있는 미국의 경우 연방정부가 많은 역할을 하고 있지만, EU는 행정부 역할을 하는 EU집행위의 재정분야 영향력은 매우 미미
  - 재정정책 및 조세정책(경제주권의 핵심)은 회원국의 주권 영역으로, EU 예산은 EU 전체 GNI의 1.1%로 미국 연방예산의 5% 수준에 불과

- 유로존은 통화정책과 재정정책의 의사결정 주체가 상이해 신속한 위기대응이 어려운 상황
  - 통화정책은 ECB가 결정하지만, 재정정책은 17개 회원국의 승인이 필요

29) 메르켈 독일 총리는 2011년 11월 14일 기민당(CDU) 연차총회에서 행한 연설에서 "유럽은 2차 세계대전 이후 최대의 위기에 직면해 있다"라고 진단

・또한 재정 흑자국이 재정 적자국을 지원하는 것을 금지(리스본조약 제125조)

EU 및 미국의 예산 비교(2010년 기준)

	EU	미국
예산 규모	1,207억 유로(EU전체 GNI의 1.1%)	약 2.7조 달러(GNP의 25%)
수입	회원국 분담금, 관세, 부가가치세, 기타	소득세, 사회보장세, 법인세, 물품세, 관세 등
지출	농업보조금, 구조조정, 역내정책, 행정비용, 대외정책, 기타	사회보장, 국방비, 의료비, 실업수당, 이자 지급, 의료보험, 테러와의 전쟁 등
평가	재정연방주의 관점에서 EU는 미국에 비해 크게 미흡	

구제금융정책의 실효성에 대한 의문도 제기

□ EU-IMF는 유동성 부족 문제를 해결하면 재정 취약국의 재정위기가 진정될 것으로 판단

- EU-IMF는 구제금융을 제공하면 해당국이 재정긴축과 민영화를 통해 시장의 신뢰를 회복해 독자적으로 자금을 조달할 수 있을 것으로 예상
  ・당초 그리스와 아일랜드는 2012년 후반부터, 포르투갈은 2013년부터 국채 발행을 통해 자금 조달한다는 계획

□ 하지만 구제금융 지원에도 불구하고 재정위기는 오히려 악화되는 양상

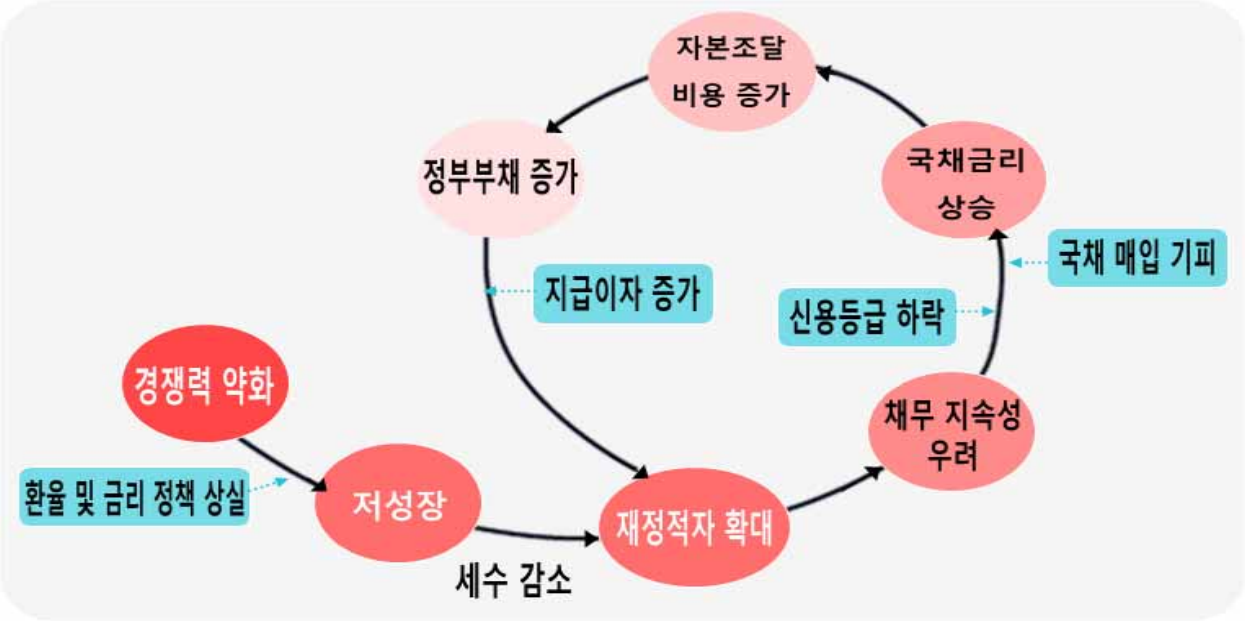
- EU-IMF의 구제금융이 단기 유동성 문제를 해소하는 데는 기여했으나, 채무상환능력을 제고하는 데는 큰 도움이 되지 못함
  ・구제금융은 재정위기 극복의 필요조건일 뿐 충분조건은 되지 못함

- 구제금융 3국의 경우, 구제금융의 전제조건으로 추진되는 재정긴축으로 경기침체가 심화되어 재정이 더욱 악화되고, 그 결과 추가 구제금융을 받기 위해 긴축의 강도를 더욱 높여야 하는 악순환[30]이 반복

30) 이를 '긴축의 덫(austerity trap)'이라 부름

- 일부 전문가는 EU-IMF의 구제금융정책이 유로존 국가의 특수성(환율정책과 금리정책 상실)을 고려치 않아 단기간에 성과를 내기 어려울 것으로 예상
  - 환율정책을 상실한 유로존 회원국은 평가절하를 통한 수출 확대가 어려워 자력으로 위기 탈출이 어려운 상황[31]

유럽 재정위기의 악화 메커니즘



31) 뉴욕대의 루비니 교수는 아르헨티나의 예를 들어 그리스가 위기에서 탈출하려면 디폴트를 선언하고 유로화에서 탈퇴해야 한다고 주장

Ⅲ. 재정위기 극복방안과 전망

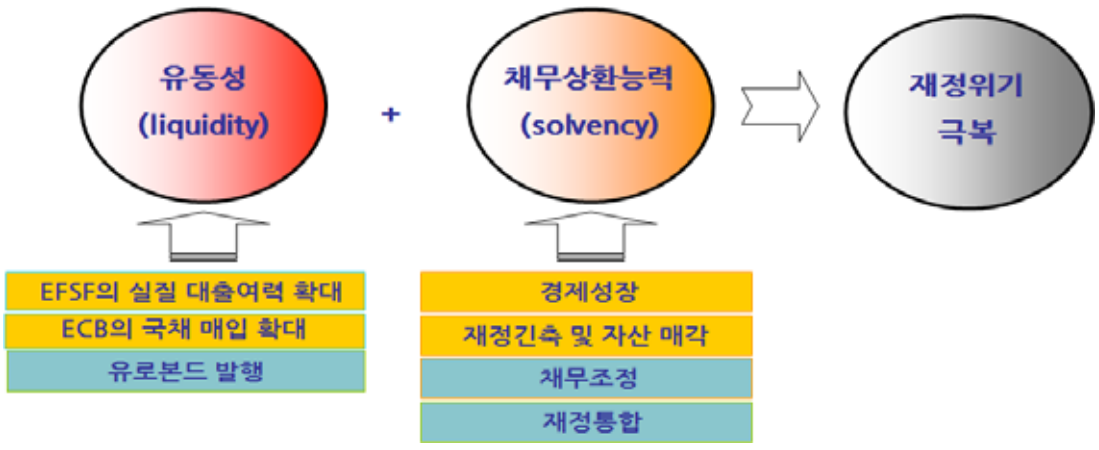
1. 재정위기 극복방안

□ 유로존 국가들이 재정위기를 극복하기 위해서는 유동성 위기 해소와 채무상환능력(지불능력) 제고가 필요

- 유동성 부족에 따른 디폴트 위기와 이로 인한 전염효과를 차단하기 위해서는 EU차원의 충분한 유동성 확보가 중요
  - 재정 취약국의 유동성 부족 문제를 해결하려면 구제금융 지원(구제금융 3국)은 물론 EFSF의 실질대출 여력 확대와 최종대부자로서 ECB의 국채 매입 확대가 필요
  - 유동성 문제의 근본 해결을 위해서는 유로본드(Eurobond) 발행도 필요

- 한편 채무상환능력 제고를 위해서는 회원국 차원에서 충분한 경제성장과 재정긴축 및 자산 매각이 필요하며, EU 차원에서는 채무조정과 재정통합(Fiscal Union)을 검토해야 함
  - 채무조정은 채무부담 자체를 줄여주는 것이 목적이며, 경제성장과 재정긴축 및 자산 매각, 재정통합은 회원국의 채무상환능력을 향상시키는 것이 목적
  - 채무조정, 재정통합, 유로본드 발행은 중장기 추진과제의 성격이 강함

유럽 재정위기 극복방안



1) 유동성 위기 해소 방안

① EFSF의 실질 대출여력 확대

□ 유동성 부족에 따른 디폴트 위기와 이로 인한 재정위기의 확산을 막기 위해서는 EU 차원에서 충분한 방화벽(firewall) 구축이 필요

□ EU는 EFSF를 중심으로 유동성 위기 해소에 주력

- EFSF는 재정위기를 겪는 회원국을 지원하기 위해 2013년 6월말까지 활동하는 한시적 기구(2010년 5월 9일, 룩셈부르크에 설립)

- 17개 회원국들의 보증을 담보로 국제 금융시장에서 채권을 발행해 구제금융 자금을 조달
  · 회원국들은 약속한 자본금을 납입하는 것이 아니라 EFSF의 발행 채권에 대한 보증을 서는 방식으로 참여

- ECB에 대한 유로지역 회원국들의 출자분을 동일하게 반영해 국가별 보증 분담 비율을 결정
  · 독일(27.06%), 프랑스(20.31%), 이탈리아(17.86%), 스페인(11.87%) 등

- 2010년 5월 EFSF 출범 당시 실질 대출여력을 2,554억 유로로 제한
  · EFSF 출범 당시 보증규모는 4,400억 유로로 결정되었으나, EFSF 발행 채권의 신용등급을 AAA로 유지하기 위해 국가신용등급이 AAA인 6개 회원국(독일, 프랑스, 네덜란드, 오스트리아, 핀란드, 룩셈부르크)의 보증 규모 한도 내에서 채권을 발행하도록 제한[32)]

- EFSF는 신용보강 차원에서 차액(채권 발행을 통한 조달액-구제금융 지원액)을 내부 유보하도록 규정
  · 2011년 12월말 현재 EFSF는 4회에 걸쳐 총 160억 유로의 채권을 발행

32) 현재 EFSF에 대해 S&P와 피치는 'AAA', Moody's는 'Aaa' 등급을 부여하고 있으나, 2011년 12월 5일 S&P는 'AAA' 장기 신용등급을 부정적 관찰대상으로 분류하였음

□ 재정위기의 확산을 차단하기 위해 EFSF의 역할과 실질 대출여력을 확대

- 2011년 6월 24일 유로존 재무장관 회의에서 EFSF의 실질 대출여력을 4,400억 유로로 확대하고[33], 7월 21일에는 활동범위 확대를 결정

- 10월 14일에 17개 회원국이 모두 비준을 마침으로써 EFSF의 권한 및 실질 대출여력의 확대가 가능해짐
  · 초기에는 독일, 핀란드, 오스트리아 등의 반대로 비준이 지연되었으나, 슬로바키아 의회를 끝으로 17개국 모두 승인을 완료

- 이에 따라 EFSF는 발행 및 유통시장에서 회원국 국채 매입, 회원국 은행자본 확충 지원, 위기가 예상되는 회원국에 선제적인 자금 지원(Precautionary Program)이 가능해짐

EFSF 대출여력 및 회원국 보증 분담 현황

국가 신용등급	국가	보증 규모(백만 유로)		
		2010.6.7	2011.6.24	비중(%)
AAA	독일	119,390	211,046	27.06
	프랑스	89,657	158,488	20.31
	네덜란드	25,144	44,446	5.70
	오스트리아	12,241	21,639	2.78
	핀란드	7,905	13,974	1.79
	룩셈부르크	1,101	1,947	0.25
	6개국 합계	255,438	451,540	57.89
AAA 미만	이탈리아	78,785	139,268	17.86
	스페인	52,353	92,544	11.87
	벨기에	15,292	27,032	3.47
	기타 7개국	38,132	69,399	8.91
유로지역 17개국		440,000	779,783	100.0

자료 : EFSF Newsletter, November 2011

- 이로써 EU-IMF의 실질 대출여력은 EFSM(600억 유로)와 IMF(2,500억 유로)를 포함해 총 7,500억 유로로 확대

33) 17개국의 보증(Guarantee Commitments) 규모는 총 7,800억 유로이지만, 구제금융 3국(그리스, 아일랜드, 포르투갈)을 제외하므로 실제 규모는 7,260억 유로로 감소

□ 재정위기가 확산됨에 따라 현재 EFSF의 실질 대출여력을 1조 유로로 늘리기 위한 작업을 추진 중

- EFSF의 실질 대출여력이 4,400억 유로로 증액되었으나, 실제 가용재원은 약 2,500억 유로에 불과
  - 2,500억 유로는 아일랜드(177억 유로), 포르투갈(260억 유로), 그리스(2차 구제금융; 1,300억 유로)에 대한 지원 예정금액과 은행 자본 확충 지원 예상액을 제외한 규모

- 그리스의 무질서한 디폴트선언(disorderly default)으로 재정위기가 이탈리아와 스페인 등 중심국으로 확산되는 것을 차단하기 위해서는 방화벽을 강화해야 한다는 지적이 끊임없이 제기[34)]

- 이에 따라 EU는 EFSF의 실질 대출여력을 1조 유로로 증액하기로 결정(2011.10.26 브뤼셀 EU정상회의)
  - EU 정상들은 재정위기 해소를 위해 EFSF의 실질 대출여력 확대, 은행 자본 확충, 그리스 채무탕감을 내용으로 하는 그랜드플랜(Grand Plan)[35)]에 합의

- 1조 유로는 그리스의 디폴트 위기가 이탈리아와 스페인으로 확산되는 것을 차단하기 위한 최소한의 방화벽
  - 2013년 말까지 만기 도래하는 재정 취약국들의 국채 규모(9,360억 유로)와 향후 3년간 예상되는 재정적자(4,900억 유로)를 고려할 경우, 약 1조 4,200억 유로가 필요할 것으로 예상
  - 기존의 구제금융기금 조성 시 적용된 EU와 IMF의 분담비율(2:1)이 유지된다면, EFSF는 약 9,500억 유로의 대출여력이 필요
  - 하지만 은행 자본 확충 지원, 선제적 자금지원 등 EFSF의 확대된 역할을 수행하려면 2조 유로의 대출여력을 갖추어야 한다는 주장도 제기

34) 재정위기로부터 유로화를 지키려면 EFSF 대출여력을 1조 5천억 유로 이상으로 확대할 필요(Die Welt, 7/11). 또한 Royal Bank of Scotland는 EFSF 자본금을 2조 유로로 확충해야 한다고 주장하는 반면, Bank of America Merrill Lynch는 2014년까지 이탈리아와 스페인의 국채 발행을 소화하려면 약 7,000억 유로로 증액되어야 한다고 주장(Bloomberg, 20011. 7.22)

35) 그랜드플랜은 2011년 11월 3~4일 프랑스 칸느에서 개최된 G20 정상회의에서 'The Cannes Action Plan for Growth and Jobs'로 정식 채택되었음

재정 취약국별 실질대출 필요액과 EFSF 규모(2011년 8월~2013년 말)

(단위: 억 유로)

구분	그리스	포르투갈	아일랜드	스페인	이탈리아	PIIGS
만기도채 국채	878	405	163	2,471	5,442	9,359
+ 재정적자	419	296	432	1,884	1,832	4,863
= 실질대출 필요액	1,297	701	595	4.355	7,274	14,222
EFSF 보증 규모	2,140	1,156	982	7.187	12,001	23,465

주: EFSF 보증 규모는 실질 대출여력의 165% 규모

자료: IMF, WEO.; Bloomberg

- EFSF 대출여력을 1조 유로로 늘리기 위해 회원국들의 보증한도를 증액하는 대신 레버리지를 활용[36)]
  - 국채 발행 시 예상되는 투자 손실의 20~30%를 보증해주는 신용보강방법(credit enhancement approach)[37)]과 공동투자기금(Co-Investment Fund)[38)]을 설립해 공공 및 민간자본을 유치하는 방법을 모두 동원
  - 2011년 11월 29일에 유로존 재무장관들은 2가지 방법의 세부 사항을 확정하였으며, 2012년 초에 조기 시행에 들어갈 계획

□ 2012년 7월부터 항구적 위기해결기구인 유럽안정메커니즘(ESM)이 EFSF와 EFSM의 역할을 대체할 예정

- ESM 설립안은 2011년 6월 24일에 정식 서명되었으며, 2012년 말까지 회원국들의 비준을 완료해 2013년 7월에 출범할 예정이었음
  - ESM은 국제법이 적용되는 국제기구('유럽판 IMF')로, 룩셈부르크에 소재

- 하지만 재정위기의 악화로 방화벽 강화 차원에서 ESM 출범 일정을 2012년 7월로 앞당기기로 결정

36) 4,400억 유로 증액 당시 회원국들의 강한 반대를 감안할 경우, 회원국들의 보증한도 증액은 더 이상 불가능한 상황

37) 유로존 국가들이 신규 채권을 발행할 경우 EFSF가 액면가의 20~30%에 대한 부분보증서(partial protection certificate)를 발행하여 신용을 보강해주는 방식

38) 국부펀드와 사모펀드, 헤지펀드, 장기 기관투자자 등 다양한 공공 및 민간자본은 각기 투자 목적이 명시된 공동투자기금(C-Investment Funds)에 투자하게 되며, 이 기금은 발행 및 유통시장에서 채권 매입을 통해 회원국에 직접 자금을 지원하게 되고, 회원국은 이 자금을 은행자본 확충 등에 사용하게 됨

- 2011년 12월 9일에 개최된 EU 정상회의에서 보증국가의 90%가 비준하면 곧바로 출범하되, 2012년 7월을 목표로 추진하기로 합의
- EFSF는 2013년 6월 이후 새로운 지원프로그램을 할 수 없게 되며, 순수 행정기능만을 수행하게 됨

- 회원국의 보증을 바탕으로 채권을 발행해 자본을 조달하는 EFSF와 달리 ESM는 자본금으로 운영
- 총 자본금은 7,000억 유로이며, 현재 실질 대출여력은 5,000억 유로로 규정되어 있으나, 3월말까지 증액 여부를 결정할 예정
- 자본금은 납입자본금, 요구불자본금(callable capital), 보증으로 구성
- 납입자본금은 800억 유로로, 17개 유로존 국가들은 2012년 7월부터 5회에 걸쳐 분할 납입
- 납입자본금은 채권 발행 총액의 최소 15% 이상을 유지하도록 규정

- 국가별 출자 비율[39]은 ECB의 납입자본금 출자 비율을 준용하고 ESM 대출에 대해서는 엄격한 조건을 부과하고, 예외적 상황에서 발행시장에서 국채 매입을 인정
- ESM 정책위원회의 만장일치 결의[40]와 엄격한 조건 부과를 전제

- ESM는 케이스별로 민간 채권단의 참여를 규정할 예정
- IMF 정책에 의거해 표준화된 민간투자자 집단행동조항(CACs : Collective Action Clauses)[41]을 2013년 6월부터 모든 유로존 국채의 발행 조건에 포함시킬 방침

39) 독일(27.1%), 프랑스(20.4%), 이탈리아(17.9%), 스페인(11.9%), 네덜란드(5.7%), 벨기에(3.5%), 그리스(2.8%), 오스트리아(2.8%), 포르투갈(2.5%), 핀란드(1.8%), 아일랜드(1.6%) 등

40) EU집행위와 ECB가 긴급한 구제금융 지원이 필요하다고 판단할 경우, 만장일치 대신 85%의 가중다수결을 적용하기로 합의(핀란드는 가중다수결제 적용에 대해 아직 반대 입장)

41) 채권 비율이 일정 수준 이상인 다수 채권자들이 채무국에 대한 지급정지(standstill), 만기 연장, 금리 인하, 헤어컷 등 대출조건의 변경을 결의할 경우 나머지 채권자들은 동 결의사항을 수용해야 하는 제도

유럽안정메커니즘(ESM)

(단위: 억 유로)

		EFSM	EFSF		ESM(신설)
			현행	향후	
금융지원 한도		600	2,500	4,400	5,000
자본금	규모	600	4,400	미정	7,000
	구성	EU 예산에 의한 연대보증	보증	미정	800: 납입자본금 6,200: 요구불자본금 보증
대출금리 산정		Euribor+ 292.5bps	Euribor+ 247bps+ EFSF 운영비		조달비용 +200bps+ 100bps(3년초과 대출)
국가채무 조정시	투자손실 분담	없음	없음		있음
	채권자 지위 순위	1) IMF 2) EFSM	1) IMF 2) EFSF 및 민간투자자		1) IMF 2) ESM 3) 민간투자자
금융지원방식		대출	1) 대출 2) 발행시장 국채매입(예외상황)		1) 대출 2) 발행시장 국채매입(예외상황)
수혜국		EU 회원국	유로존 회원국		유로존 회원국
운영 기간		2010.5~2013.6	2010.6~2013.6		영구적 운영
설립 근거		리스본조약(122.2조)	유로존 정상 합의(2010. 5. 9)		유로존 정상 합의(2011. 3. 25) EU조약 136조(근거조항 추가 예정)

자료: European Commission(2011. 4.). Quarterly Report on the Euro Area (박진호(2011. 8. 31). "EMU 국가부도위기 대응과 전망(2011-38)". 한국은행에서 재인용)

② ECB의 국채 매입 확대

□ ECB는 채권시장 안정을 위해 증권매입프로그램(SMP)에 따라 유통시장에서 회원국 국채를 매입

- SMP에 의한 국채 매입은 한시적이고 제한적인 범위 내에서 이루어지며, 재정 취약국의 국채에 집중
  - ECB의 회원국별 국채매입 규모는 2011년 11월 25일 현재 2,033억 유로에 이르며, 국가별로는 이탈리아(1,080억 유로), 그리스(500억 유로), 스페인・아일랜드・포르투갈(450억 유로)로 추정

- 이밖에 ECB는 유동성 공급을 위해 커버드본드(Covered Bond) 매입, 은행권에 대한 유동성 공급을 확대하기 위한 3개월 만기의 장기자금공급조작(LTRO) 및 1주일 만기의 단기자금공급조작(MIRO)을 실시

・한시적으로 600억 유로 한도로 커버드본드를 매입한 바 있으며, 2011년 11월부터 1년간 400억 유로 규모를 직매입할 예정

□ 시장에서는 재정위기 확산을 차단하기 위해 ECB가 국채 매입을 대폭 확대해야 한다고 주장

- 재정위기가 이탈리아와 스페인으로 확산되는 것을 차단할 수 있을 정도로 EFSF의 재원을 대폭 확충하는 것이 현실적으로 불가능
  ・이탈리아와 스페인의 국채금리 상승으로 자본조달이 불가능해지면 디폴트로 발전할 가능성 우려

- 이에 따라 미 연준과 같이 ECB가 최종대부자(lender of last resort)로서 국채 매입을 대폭 확대해야 한다는 주장

- ECB가 미 연준 또는 영란은행 수준(GDP대비 18~20%)으로 양적완화정책을 시행할 경우 약 1.4조 유로의 추가 국채 매입이 가능[42)]

주요 중앙은행의 국채 및 민간 채권 매입프로그램

	ECB	영란은행	미 연준
프로그램 명칭	증권매입프로그램 (Securities Markets Programme)	자산매입프로그램 (Asset Purchase Programme)	자산매입프로그램 (Asset Purchase Programme)
매입 대상	국채 및 민간 채권	국채 및 회사채	국채(1,2차), Agency 채권 및 MBS(1차)
매입규모(시행기간)	1,735억 유로* (2010.5~2011.10)	2,750억 파운드** (2009.3~2010.1, 2011.10~현재)	2.35조 달러** (2008.12~2010.3, 2010.11~2011.6)
GDP대비	2.2%	20.7%	18.3%

주: *) 실제 매입 규모, **) 1차 및 2차 매입한도 합계(만기도래 시 재투자)
자료: 박진호 외(2011.11.17). "유로지역 국가채무위기에 대한 ECB의 정책 대응". 국제경제정보. 한국은행

□ ECB의 국채 매입 확대에는 법률적 제한이 없으나 여러 제약요인이 상존

42) 박진호 외(2011.11). "유로지역 국가채무위기에 대한 ECB의 정책 대응". 국제경제정보. 한국은행

- ECB는 리스본조약에 따라 독자적인 자산매입이 가능(리스본조약 제 130조)
  · 정책위원회 의사결정은 위원 1인 1표의 단순다수결 방식으로 이루어지므로 독일 등 특정국의 영향력이 제한

- 또한 유통시장에서 재정 취약국의 국채를 매입하는 것은 유로존 국가 간 재정이전을 금지하는 리스본조약에도 위배되지 않음[43)]
  · 리스본조약(제 123조)은 ECB의 회원국 국채 직접인수를 금지

- 따라서 EU집행위와 다수의 전문가들은 시장 안정을 위해 ECB가 최종대부자로서 국채 매입을 대폭 확대해야 한다고 주장

- 하지만 ECB는 신용위험 부담, 회원국의 모럴해저드(재정건전화 유인 약화), 재정정책과 통화정책의 구분 모호, 인플레이션 우려 등으로 인해 국채 매입 확대를 자제
  · ECB는 국채 매입 확대에 나서는 대신, 523개 은행에 대해 3년 만기(금리 1%)의 장기 대출자금(4,892억 유로)을 공급함으로써 은행들의 국채 매입을 유도(2011년 12월 21일)

③ 유로본드 발행

□ 재정위기의 근본 해결방안으로 유로본드(Eurobond; 유로존 공동 국채)[44)] 발행의 필요성이 대두

- 재정 취약국의 채무위기를 근본적으로 해결하기 위해서는 유로본드를 발행해야 한다는 주장이 학계와 유럽의회 등 EU 내에서 제기[45)]

- 17개 회원국이 공동으로 보증을 서는 유로본드를 발행할 경우 낮은 금리로 자금조달이 가능해 재정 취약국들이 위기에서 벗어날 수 있다는 주장
  · 유로존 GDP의 60%까지 유로본드를 발행할 경우 AAA 등급 이하 회원국의 모든 국채와 2년간 신규발행 국채를 모두 소화 가능 예상

43) 독일은 리스본조약이 발행 및 유통시장에서 ECB의 국채 매입을 모두 금지하는 것으로 해석
44) 통화국 외에서 발행하는 통화국 화폐표시 채권을 일컫는 유로본드(euro-bond)와는 다름
45) 융커 룩셈부르크 총리와 크레몬티 이탈리아 재무장관은 2010년 12월 5일 파이낸셜타임스(FT) 공동 기고를 통해 유로본드 발행을 주장

< 융커와 트레몬티의 유로본드 발행(안) >

▷유럽채무기구(EDA: European Debt Agency)를 설립해 채권 물량 및 발행 시기와 회원국 배분 방식 등을 결정하여 회원국에 유동성을 공급

- 17개 회원국이 연대 보증하므로 재정 취약국은 저금리로 자금조달이 가능하나, 독일 등 신용도가 높은 국가는 조달금리가 높아지는 부정적 효과
- EDA를 통한 자금조달은 회원국 GDP의 40% 이내로 제한하며 나머지는 기존처럼 국채를 발행해 조달하는 방안을 강구

(자료: Juncker, J.-C. & Tremonti, G. (2010. 12. 5.). E-bonds would end the crisis. Financial Times.)

□ 유로본드 발행 시 많은 경제적 기대효과가 예상

- 재정 취약국에 대한 구제금융 지원 확대로 인한 독일 등 재정 부담국의 여론 악화 및 정치적 반발을 무마할 수 있음
  - 2차 그리스 구제금융안 승인 과정에서 나타난 회원국들의 반대를 감안할 경우 EFSF의 증액은 더 이상 불가능

- 국가별 재정상황에 따라 적용되는 국채의 금리스프레드를 고려치 않아도 된다는 점에서 재정 취약국들의 자금조달비용 상승 압력이 해소

- ECB가 재정 취약국의 국채 매입으로 비롯되는 리스크 제거가 가능

- 유럽 국채시장이 통합되어 확대됨으로써 유동성 리스크가 감소하고 국제통화로서 유로화의 위상도 제고되는 효과

□ 유로본드 도입에 있어서 독일 등 일부 회원국의 반대가 최대 걸림돌

- 독일, 프랑스 등 일부 회원국은 물가불안 심화, 재정 취약국의 도덕적 해이 초래, 자국의 국채금리 상승 등을 우려해 유로본드 발행을 반대
  - 독일과 프랑스는 2011년 8월 17일 파리 정상회담에서 재정통합이 미흡한 상태에서 유로본드 도입은 시기상조라며 유로본드 도입 반대의사를 확인

- 특히 유로본드 발행에 가장 부정적인 독일을 설득하는 것이 관건
  - 유로본드가 발행되면 현재 유로존의 기준 국채로 사용되는 10년 만기 독일 국채(Bunds)의 투자 매력이 줄어들 가능성
  - 또한 재정 취약국과의 신용 공유로 인해 독일 국채의 금리가 높아질 위험도 우려
  - 독일의 Ifo 연구소는 유로본드 발행 시 조달금리 상승으로 독일의 차입 비용이 연간 330억~470억 유로 증가할 것으로 추정[46)]

< 유럽 재정위기에 대한 독일의 입장 >

▷근검절약이 몸에 밴 독일인들은 낭비벽이 심한 남유럽 국가들이 흥청망청 소비한 대가를 치루고 있다고 생각
▷때문에 정서적으로 재정 취약국의 지원에 부정적 견해
- 동독주민을 위해 엄청난 통일 비용을 치룬 독일은 또 다른 재정 취약국을 지원하는 것에 반대하고, 리스본조약 제 125조(No Bailout clause)를 준수할 것을 주장
- 독일연방은행 총재와 독일 대통령은 ECB의 스페인과 이탈리아 국채 매입을 강력 비판
▷연립정부를 구성하는 기민당과 자민당은 재정 취약국의 지원에 부정적인 반면, 헬무트 콜 전 총리와 야당인 사민당은 메르켈 총리의 미온적인 대응을 비판
▷메르켈정부는 시장에 끌려다니는 단기 대응책(유동성 지원 등)보다 장기적 체질 강화를 중시하는 정책기조를 유지

□ 재정위기가 확산되고 이를 차단하기 위한 재원 확충이 여의치 않을 경우 유로본드 발행 논의가 앞당겨질 가능성

- 독일경제자문이사회(German Council of Economic Experts)[47)]는 유럽 재정위기 해소를 위해 2조 3,000억 유로 규모의 '유럽채무변제기금(European Debt Redemption Fund)' 설립을 제안(2011년 11월 9일)
  - GDP 대비 60%를 넘는 국가채무를 유럽채무변제기금으로 양도하는 대신, 수혜국은 경제정책의 엄격한 통제를 받고 부채 축소를 헌법에 명시

46) Ifo (2011. 8. 17.). What will Eurobonds cost?. Press Release.
47) 연방정부의 추천을 거쳐 대통령이 최종 지명한 5명의 경제학자로 구성된 모임으로 '5인의 賢人(the Five Wise Men)'으로 부르기도 함. 1963년부터 경제정책 이슈에 대해 연방정부와 의회에 자문하는 역할을 수행해오고 있으며, 매년 11월 중순에 연차보고서를 작성해 보고하면 연방정부는 8주 내에 코멘트와 결론을 내놓도록 규정되어 있음.

· 이는 유로본드와 유사한 개념[48]으로, 이 제안에 대해 메르켈총리는 반대 의사를 표명

- EU집행위는 독일의 반대가 예상됨에도 불구하고 세 가지 방식의 유로본드(stability bonds) 발행을 제안함으로써 유로본드 발행을 공론화(2011년 11월 23일)

· 이에 따라 유럽의회의 경제금융위원회는 유로화 도입 당시처럼 유로본드 도입을 위해 강제력을 지닌 로드맵 수립을 결의(2011년 12월 20일)

EU집행위의 유로본드 발행 방안

	주요 내용	리스본조약 개정
1안	▷17개 유로존 국가들이 연대 보증하는 유로본드를 각국 정부가 발행 ▷기존의 회원국 국채 발행은 중단하고 기존에 발행된 국채는 유로본드로 교환	개정 필요
2안	▷17개 유로존 국가들이 연대 보증하는 유로본드를 각국 정부가 일정 한도(GDP 대비 60%) 이내에서 발행 ▷그 이상은 자국 국채로 발행	개정 필요
3안	▷각국 정부가 일정 한도 내에서 유로본드를 발행 ▷발행 채권에 대해 각국 정부가 보증 책임(현금이나 금 등으로 담보를 제공해 신용을 보강)	개정 불필요

□ 유로본드가 도입되기 위해서는 리스본조약의 개정이 선결과제

- 유로본드를 발행할 경우 재정 취약국의 채무를 연대 보증하게 되므로 회원국 간 지원을 금지하는 리스본조약(제 125조)의 개정이 필요

· EU집행위가 제시한 3가지 방안 중 위기 해소에 실질적으로 기여할 수 있는 2가지 방안은 리스본조약의 개정이 필요

- 리스본조약의 개정에는 27개 EU 회원국의 비준이 필요하므로 오랜 시간이 소요될 것으로 예상

48) 채무변제기금은 정부부채를 GDP대비 60% 미만으로 낮추기 위해 일시적으로 공동 채권을 발행하는 것으로, 목적이 달성되면 자동 소멸된다는 측면에서 유로존의 국채시장을 영구적으로 완전 통합하는 유로본드와는 차이

2) 채무상환능력 제고 방안

① 경제성장

□ 경제성장을 통한 채무상환이 가장 바람직한 재정위기 극복 방안

- 위기 이전 수준으로 경제가 회복되어야 충분한 세수가 확보되어 독자적인 채무상환이 가능

- 하지만 '긴축과 경제성장'이라는 상반된 두 마리 토끼를 동시에 잡기가 어려운 상황

□ 경제성장에 있어 정부의 역할을 상당기간 기대할 수 없기 때문에 민간부문의 역할이 중요

- 일부 경제학자는 위기 타개를 위해서는 재정긴축보다 과감한 경기부양책이 필요하다고 주장
  - 컬럼비아대학의 스티글리츠 교수는 유로존이 긴축정책으로는 재정위기를 타개할 수 없다며, 과감한 재정확대 정책을 펼칠 것을 주장[49)]

- 하지만, 구제금융 3국은 EU-IMF의 긴축프로그램에 의해, 스페인과 이탈리아는 EU와 시장으로부터 강력한 재정긴축을 요구받고 있어 정부의 역할이 제한적일 수밖에 없음

□ 구조개혁을 통해 경쟁력을 끌어올리는 것이 경제성장의 관건

- 유로존 국가는 유로화체제 가입으로 환율정책과 금리정책을 통한 인위적인 경기부양이 더 이상 불가능
  - 더군다나 대부분의 재정 취약국은 민간부문의 경쟁력이 취약해 성장 동력이 크게 약화된 상태

49) BBC News, 'Joseph Stiglitz: Austerity not the way to go for Europe', 2011.10.3

- 따라서 시간이 걸리더라도 긴축과 구조개혁을 통한 비용절감과 경쟁력 향상이 필요
  - 다만, 최근의 유로화 약세는 수출경쟁력 제고를 통한 수출 확대로 이어져 유로존의 경제성장에 기여할 것으로 예상[50]

□ EU 차원에서 회원국의 경제 체질을 강화하기 위해 유로플러스협정(Euro-Plus Pact; EPP)[51]을 추진

- 독일과 프랑스는 재정 취약국의 경제 체질과 산업구조를 개선하는 개혁조치를 담은 경쟁력 협정(Competitiveness Pact)을 제시(2011년 2월 4일)
  - 재정 취약국의 경쟁력 강화를 통해 재정위기의 근본 원인인 역내 성장의 불균형을 해소하자는 목적에서 제안

- 처음에는 재정 취약국들이 국가주권 침해를 이유로 반대했으나, 위기가 확산되면서 유로존 17개국과 기타 6개국[52]이 유로플러스협정에 합의(2011년 3월 25일)

- 유로플러스협정은 EU차원의 장기 성장전략인 'Europe 2020'과 병행 추진될 예정

유로플러스협정의 주요 내용

분야	주요 내용
경쟁력 제고	· 물가연동 임금제(Wage Indexation) 폐지 · 임금 억제 및 생산성 향상(단위당 노동비용 비교)
고용 촉진	· 장기 실업자 및 청년 실업문제 해소 · 고용률 제고
재정건전성 강화	· 연금 및 의료보험, 사회보장제도 개혁 · 정년 퇴직연령 상향 조정
금융안정 강화	· 은행, 가계, 제조업의 민간부채 축소
조세정책 조화	· 법인세 과세기준 조화 · 탈세 방지

50) 유로화 10% 하락 시 유로존 경제는 2년간 1~2% 추가 성장 가능(OECD 추정)
51) 유로플러스협정은 처음에는 경쟁력 협정(Competitiveness Pact) 혹은 유로협정(Pact for the Euro)으로 부름
52) 덴마크, 폴란드, 루마니아, 불가리아, 라트비아, 리투아니아

② 재정긴축

□ 유로존 국가는 재정의 지속 가능성을 위해 기초재정수지 흑자(primary budget surplus)[53]를 유지할 필요

- 정부부채 비율을 줄이기 위해서는 기초재정수지의 관리가 중요[54]
  · 기초재정수지 흑자가 이자비용을 상회해야 부채 축소가 가능

- 금리 수준이 경제성장률을 상회할 경우 정부부채가 소득보다 빠르게 증가하기 때문에 재정의 지속 가능성을 위해서는 기초재정수지 흑자를 최대한 확보해야 함

□ 경기침체 상황에서 기초재정수지 흑자를 위해서는 허리띠를 졸라매는 강도 높은 긴축이 불가피

- 유로존 국가들은 2014~2015년까지 재정적자를 GDP 대비 3%로 축소하고, 정부부채를 GDP 대비 60%로 감축해야 하는 상황

- 재정긴축은 일시적으로 경기를 위축시키지만[55], 재정적자와 정부부채를 줄이기 위해서는 불가피한 선택
  · 세금 증액보다 재정지출 억제를 통해 재정건전화를 추진하는 것이 경제에 덜 충격[56]을 주는 것으로 분석

- 현재 약속한 재정건전화 목표를 달성하려면 다년간에 걸쳐 강도 높은 긴축이 필요
  · 연금 및 의료개혁은 물론 기본지출 억제를 강력히 추진

53) 재정수지에서 이자지급 등 금융비용을 제외
54) 기초재정수지는 재정의 지속 가능성에 영향을 주는 정부부채와 기초재정수지 간의 동학적 관계를 보여주는 부채다이나믹스(debt dynamics)의 핵심 요소
55) 긴축으로 인한 경기침체가 재정을 악화시키고, 그 결과 추가 긴축을 초래하는 악순환이 반복되는데, 이를 '긴축의 덫(austerity trap)'이라 부름
56) GDP 대비 1%의 재정긴축은 3년간 경제성장률을 매년 1~2% 낮추는 것으로 분석

재정 취약국들의 주요 긴축정책

국가	긴축정책
그리스	· 1,300억 유로의 2차 구제금융 조건으로 새로운 긴축안 추진 - 공무원 월급 20% 삭감, 공무원 3만명 구조조정(예비직으로 분류해 월급 60%만 지급한 후 1년 이내에 구직 못하면 퇴직 처리), 공기업과 은행 퇴직자 연금 15% 삭감, 55세 이전 퇴직자 연금 40% 삭감 등 · 2015년까지 500억 유로 규모의 민영화 추진(계획 대비 지지부진) - 카지노, 복권, 교통인프라 운영권, 은행, 정부소유 부동산 등을 매각
아일랜드	· 2011년에 60억 유로의 재정적자 감축 추진 - 정부지출 40억 유로 축소, 공무원 임금 5% 이상 삭감, 사회복지혜택 축소
포르투갈	· 2011년 재정적자를 GDP대비 5.9%로 축소 - 공공부문의 고액 소득자 임금 5% 삭감, VAT세율 1% 인상, 고액 소득자의 소득세 인상, 군사비 지출 삭감, 2개의 고속철 건설프로젝트 연기 · 재정적자 감축 목표(2013년 GDP 3%)를 위해 퇴직연령 상향 조정, 최저임금 동결, 민영화(2013년 55억 유로 확보) 등을 추진
이탈리아	· 700억 유로 규모의 재정 긴축(2011.7) - 의료비 인상, 지방 교부금 축소, 고액 소득자의 가계세금 혜택 및 연금 축소 · 2013년까지 균형재정 달성을 위한 2차 긴축안(589억 유로) 추진(2011.11) - 부가가치세 인상, 부유세 개정, 탈루세금 적발 - 공공부문 임금 삭감, 신규 채용 동결, 정부자산 매각
스페인	· 2011년 긴축예산 승인 - 고소득자 세금 인상, 정부지출 8% 축소, 공무원 급여 5% 삭감, 임금 동결, 퇴직 연령 67세로 상향 조정 - 담배세 28% 인상 · 재정적자 확대(2011년 GDP 대비 6%→8%)로 2012년 새로운 긴축조치 추진 - 89억 유로 규모의 지출삭감 및 연간 60억 유로의 세금 인상

자료: FT, WSJ, BBC 등 외신 종합

□ 하지만 재정 취약국은 국민 반발과 정권교체 등으로 재정긴축(정부자산 매각 등 민영화 포함)이 결코 쉽지 않은 상황

- 경기침체와 긴축으로 정부에 대한 여론이 악화
  · 5개 재정 취약국 모두 정권이 교체되었으며, 이탈리아와 그리스에서는 위기 극복을 위해 경제전문가로 구성된 과도정부가 출범

- 핵심과제인 복지지출의 삭감은 반발이 매우 심해 과감한 추진을 기대하기 어려운 상황

- 이 때문에 EU 차원에서 재정적자 감축 의무화를 각국의 헌법에 명시하도록 규정한 新재정협약(New Fiscal Compact)을 추진
  - 新재정협약은 연간 구조적 적자가 명목 GDP의 0.5% 이내가 되도록 재정건전화를 헌법에 명시하고 위반 시 자동조정메커니즘이 작동하며, 안정성장협약(SGP)을 위반한 유로존 국가는 회원국들이 반대하지 않을 경우 자동적으로 경제적 제재가 이뤄지도록 규정

③ 채무조정

□ 재정 취약국들은 경기침체와 금리 상승으로 정부부채가 빠르게 증가하는 '부채의 덫(debt trap)'에 빠져 있는 상황[57]

- 경기침체와 금리 상승이 지속될 경우 기초재정수지 흑자에도 불구하고 재정적자가 증가해 정부부채 비율이 지속 상승
  - 금리수준이 경제성장률을 상회할 가능성이 높으므로 기초재정수지 흑자를 달성하더라도 정부부채 비율을 낮추기가 어려움

기초 재정수지 및 정부부채의 추이 및 전망

(단위: %, GDP 대비)

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
그리스	경제성장률	1.0	-2.3	-4.4	-5.0	-2.0	1.5	2.3	3.0	3.3
	재정수지	-9.8	-15.5	-10.4	-8.0	-6.9	-5.2	-2.8	-2.8	-2.8
	기초재정수지	-4.8	-10.3	-4.9	-1.3	0.8	3.3	5.7	5.1	4.4
	정부부채	110.7	127.1	142.8	165.6	189.1	187.9	178.5	165.1	162.8
아일랜드	경제성장률	-3.0	-7.0	-0.4	0.4	1.5	2.2	2.8	3.3	3.3
	재정수지	-7.3	-14.2	-32.0	-10.3	-8.6	-6.8	-4.4	-4.1	-3.7
	기초재정수지	-6.5	-12.4	-28.9	-6.8	-4.4	-1.5	1.3	1.8	2.2
	정부부채	44.4	65.2	94.9	109.3	115.4	118.3	117.7	116.1	114.3
포르투갈	경제성장률	0.0	-2.5	1.3	-2.2	-1.8	1.2	2.5	2.2	2.0
	재정수지	-3.5	-10.1	-9.1	-5.9	-4.5	-3.0	-2.3	-1.9	-1.7
	기초재정수지	-0.7	-7.4	-6.3	-1.9	0.1	1.9	2.6	3.0	3.2
	정부부채	71.6	83.0	92.9	106.0	111.8	114.9	114.6	112.5	110.5

57) 스페인은 정부부채 비율이 낮은 수준이지만, 기초재정수지의 악화로 정부부채 비율이 계속 상승할 것으로 예상

스페인	경제성장률	0.9	-3.7	-0.1	0.8	1.1	1.8	1.9	1.9	1.8
	재정수지	-4.1	-11.1	-9.2	-6.1	-5.2	-4.4	-4.1	-4.1	-4.1
	기초재정수지	-3.1	-9.9	-7.8	-4.4	-3.1	-2.1	-1.4	-1.2	-0.9
	정부부채	39.8	53.3	60.1	67.4	70.2	72.8	74.9	76.1	77.4
이탈리아	경제성장률	-1.3	-5.2	1.3	0.6	0.3	0.5	0.8	1.1	1.2
	재정수지	-2.7	-5.3	-4.5	-4.0	-2.4	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
	기초재정수지	2.2	-1.0	-0.3	0.5	2.6	4.1	4.5	4.5	4.6
	정부부채	106.3	116.1	119.0	121.1	121.4	120.1	118.4	116.3	114.1

자료 : IMF, World Economic Outlook Database, September 2011

□ 재정의 지속 가능성에 대한 우려를 불식시키려면 채무 부담을 줄여주는 획기적인 채무조정(debt restructuring)이 필요

- 재정 취약국은 만기도래 국채의 상환과 재정적자 보전에 필요한 자금조달의 압박을 받고 있어 재정의 지속 가능성이 우려되는 상황
  - 만기도래 국채의 상환 및 재정적자 보전을 위해 필요한 자금 규모[58]는 2011년에 국가별로 GDP의 19~24%에 이름
  - 2012년에는 그리스, 아일랜드의 경우 만기도래 국채가 줄어 총 자금조달 필요액이 크게 감소할 것으로 예상되나, 이탈리아, 포르투갈, 스페인은 증가할 전망

재정 취약국들의 정부부채 추계 및 위험성 관련 지표

	정부부채 비율(GDP 대비)		총 자금조달 필요액(GDP 대비)		외국인의 국채 보유 비중(%)
	2010년	2015년(전망)	2011년	2012년(전망)	
그리스	142.8	165.1	23.7	16.5	58.0
아일랜드	94.9	116.1	19.0	13.9	54.2
포르투갈	92.9	112.5	22.0	22.3	66.0
스페인	60.1	76.1	19.6	20.6	38.7
이탈리아	119.0	116.3	22.6	23.5	41.0

주: 총 자금조달 필요액(Gross Financing Requirements)은 만기도래 국채와 재정적자 총액을 합한 규모

자료: Eurostat, IMF

58) 총 자금조달 필요액(Gross Financing Requirements)

- 유로존 국가들은 그리스에 한해 예외적으로 채무조정을 허용한다는 입장(2011년 12월 9일, EU 정상회의)

- 하지만 시장에서는 아일랜드(2012년)와 포르투갈(2013년)도 국채 발행을 통한 자금조달이 어려워 결국 그리스와 유사하게 추가 구제금융 지원과 채무조정이 추진될 가능성을 우려

□ 채무조정이 필요한 경우라 하더라도 후유증이 적지 않기 때문에 실행에는 상당한 어려움이 따름

- 채무조정이 이루어지면 상당기간 국채시장 접근이 제한
  · 채무조정 후 채무 수준에 대한 시장의 관용이 낮아져 같은 수준의 채무를 갖고 있어도 높은 시장금리를 지불해야 함(낙인효과)
  · 그 결과 금융기관의 조달금리가 높아져 경제성장에 악영향을 주게 되고 재정의 지속 가능성에도 불리하게 작용해 결국 채무조정 효과가 사라져 추가 구제금융이 필요하게 됨

- 채무조정에 따른 투자손실 우려로 다른 재정 취약국들의 국채에 대해서도 불안하게 여기는 전염효과가 발생
  · 자기실현적 예언(self-fulfilling prophecy)에 따라 높은 리스크 프리미엄을 요구하는 경향이 심화

- 이러한 이유로 당초 ECB는 그리스의 채무조정에 부정적 입장
  · ECB는 재정 취약국의 국채를 담보로 은행에 유동성을 공급해왔으나, 디폴트 국가의 국채를 담보로 받을 수 없도록 규정되어 있어 디폴트 우려가 있는 채무조정에 반대

□ 채택 가능한 채무조정 방식은 만기 연장, 금리 조정, 원금 및 이자 탕감(헤어컷) 등 매우 다양

- 시장 충격이 덜한 방식(soft restructuring)으로는 만기도래 채권을 장기채권으로 바꾸는 방식(rollover)과 만기 2~3년 국채를 7년 이상의 장기국채로 교환하는 방식(bond swap) 등이 있음

- 원금 및 이자를 탕감해주는 방식(hard restructuring)은 채권자들의 손실 분담(헤어컷)을 요구하므로 최후 수단으로 사용

□ 유로존은 그리스의 채무조정을 위해 민간 채권단의 자발적 참여(private sector involvement) 방식을 채택

- 2차 그리스 구제금융안의 일환으로 디폴트를 초래하지 않으면서 민간 채권단이 참여하는 다양한 채무조정 방안을 모색
  · 전세계 400여개 금융기관을 대표하는 국제금융협회(IIF; Institute of International Finance)가 80년대 중남미 외채 문제를 해결한 경험을 살려 해법을 강구

- 결국 민간 채권단은 롤오버, 채권스와프, 국채 매입 등을 자율적으로 선택하기로 결정
  · 롤오버, 채권스와프, 국채 매입(debt buy-back) 방식은 채택되었으나, EU집행위가 주장해온 은행세 부과방식은 영국과 금융기관들의 반대로 채택되지 못함

2차 그리스 구제금융을 위한 민간채권단 참여 방안

구분	형식	내용	장점	단점
프랑스 방식	자율적 롤오버(rollover)	2014년 말까지 만기 도래하는 국채를 30년 만기 국채로 전환(30% 현금 지급)	• 채권단 자율참여 형식 • S&P 발표 전까지 금융기관들이 채택 의사	• '부분적 디폴트' 초래(S&P) • 효과反感(150억 유로 추정) • ECB 반대
독일 방식	채권스와프(bond swap)	모든 국채를 7년 이상의 장기 국채로 교환	참여효과가 크고 확실(300억 유로)	• '디폴트' 초래 • ECB 강력 반대
IIF 방식	국채 매입(debt buy-back)	• 그리스가 자율 방식(경매, 특별 입찰, 개별 협상 등)을 통해 매입 국채를 결정 • 할인된 시장가격으로 국채 매입(장기 국채 가격은 액면가 50% 미만) → 채무부담 완화	• 독일 채권단이 제안해 IIF에서 구체화 • 자발적 채무탕감(국채 보유자가 액면가 이하로 시장에서 국채를 매각)	• 재원마련이 과제(EFSF자금 활용 검토) • EFSF 규정 개정 및 회원국 의회 승인 필요(독일 의회 설득문제)

EU집행위 방식	은행세 부과 (Bank tax)	• 유로존 금융기관의 자산에 0.025% 세금 부과 → 연간 100억 유로를 그리스 국채 (전체 20%) 매입에 사용	• '디폴트'우려 불식	• 금융권 반발 예상 • 형평성 문제

□ 앞으로 개별국 혹은 유로존 차원의 대규모 채무조정이 이루어질 경우 민간 채권단의 자발적 참여방식이 유력

- 전문가들은 유럽 재정위기의 근본 해결을 위해서는 1980년대의 중남미 외채위기 당시와 같이 민간 채권단이 포함된 대규모 국가채무 처리가 불가피할 것으로 예상
  · 1980년대 중남미 외채위기는 브래디 딜(Brady deal)을 통해 채무의 원리금을 탕감해 줌으로써 해소[59]

④ 재정통합

□ 재정위기 가능성을 원천적으로 차단하기 위해서는 유로존 국가들의 재정을 하나로 통합할 필요

- 현재 모습의 유로화체제를 유지하기 위해서는 각국 정부가 갖고 있는 재정정책을 유로존 차원으로 통합할 필요
  · 유로존 국가의 역량을 하나로 결집하지 않으면 위기 극복이 불가능

- 경제학자들은 유럽 재정위기가 유로존의 경제 및 재정통합과 정치동맹을 가속하는 기폭제로 작용할 것이라는 견해
  · "재정통합 없이는 유로존의 미래는 어둡다. 정치적 결단이 필요"(크리스토퍼 심스 및 토머스 사전트 교수)[60]
  · "장기적으로 경제 및 재정통합과 정치동맹이 유일한 해법으로, 결국 재정위기로 인해 유럽합중국이 실현될 것"(케네스 로고프, 하버드대 경제학 교수)

59) 자세한 내용은 별첨을 참조
60) 2011년 노벨 경제학상 수상자

- "유럽 재정위기는 유럽통합의 역사에 있어 대전환점(turning point)" (요시카 피셔, 전 독일 외부장관)

□ 유로존은 재정 우량국이 재정 취약국을 지원할 수 있는 재정이전동맹(Fiscal Transfer Union)을 우선 추진할 가능성

- 재정이전동맹의 추진 방안으로, 리스본조약의 개정 없이도 가능한 EU 공동예산을 확대해 재정 취약국을 지원하는 간접방식을 채택

□ 재정위기 해소 과정에서 자연스럽게 재정통합에 필요한 거시경제 및 제정정책의 통합도 추진

- EU는 2013년 7월부터 재정통합에 필요한 다양한 제도 및 체제 정비에 나설 계획이었음

- 이를 위해 회원국들의 거시경제 및 재정정책에 대한 거버넌스를 강화하는 6개 법안(Six Pack)을 맨 먼저 시행[61]
  - 5개 법률(Regulation) : 안정성장협약(SGP) 개정(재정의 지속 가능성을 위한 예방 및 개선조치 강화), 거시경제 및 재정정책 감시·감독 및 규제 강화(EU 회원국과 유로존 국가로 구분), 거시경제 불균형(imbalance) 해소를 위한 예방 및 개선조치(EU 회원국 및 유로존 국가로 구분)
  - 1개 지침(Directive) : 회원국 예산시스템 개선(질적 내용과 일관성을 개선하기 위한 최소요건 강화)
  - 유로존 국가들의 거시경제 및 재정정책에 대한 감시·감독 및 규제 강화는 재정위기 해소는 물론 재정통합을 위한 사전 조치

- 6개 법안의 시행은 1999년 EMU 출범 이래 EU와 유로존의 경제거버넌스를 가장 포괄적으로 강화하는 조치로 평가
  - 2011년 12월 9일에 합의된 신재정협약(New Fiscal Compact)과 함께 시행될 경우 위기 해소에 기여함은 물론 재정통합의 기반을 제공

61) 유럽의회(2011년 9월 28일)와 각료이사회(10월 4일)의 승인에 이어 2011년 11월 23일 최종 승인함으로써 2011년 12월 13일에 시행에 들어감

위기 극복을 위한 제도 및 체제 정비

	위기대응 조치	체계적 조치
기간	단기(~2013.6)	중장기(2013.7~)
정책 내용	▷은행 구제금융 - 자본 확충, 정부보증 등 ▷거시경제 안정화 - 유럽경제회복계획(EERP)에 따른 경기부양책 ▷차별화된 재정건전화 - 재정적자 축소절차(EDP) ▷재정위기 회원국 구제금융 - 그리스, 아일랜드, 포르투갈 지원 프로그램 - EFSF 및 EFSM(총 5,000억 유로)	▷감시감독 강화 - SGP 개혁, 회원국 재정정책(감독 및 제재), 성장 불균형 등에 관한 6개 법안(Six Pack) ▷EU회기제도(European Semester) - 연례 거시경제 통합 감독, 회원국 경제정책 사전 가이드 ▷항구적인 위기관리메커니즘(ESM) ▷Europe 2020 - 성장, 고용 및 사회통합을 위한 포괄적 전략 ▷유로플러스협약(EPP) - 경쟁력 강화, 고용촉진, 재정건전성 강화 ▷금융안정 강화 - 은행 구조조정, 스트레스테스트 ▷금융규제 강화 - 헤지펀드 및 신용평가기관 규제 - 자본요건 규정 개정 및 은행위기메커니즘 ▷유럽금융감독시스템 구축 - 유럽시스템리스크위원회(ESRB) - 유럽감독청(ESA)

□ 앞으로 재정통합을 위한 리스본조약[62] 개정작업이 추진될 전망

- 유럽통합의 최대 산물인 유로화의 운명이 독일과 프랑스, 그리스와 이탈리아의 정치인에 의해 좌우되는 현실을 근본적으로 해소하지 않으면 '유럽의 미래는 없다'라는 인식이 확산

- 회원국의 주권 분야인 재정정책을 EU 기구로 이양하는 것이 핵심 내용
  · 유로존의 통화정책을 관장하는 ECB처럼 유로존 재무부가 유로존의 예산 및 재정정책을 통합 관리

62) 리스본조약은 2003년 10월 조약 개정을 위한 정부간회의(IGC)가 출범한 이후 6년간의 협상과 비준 기간을 거쳐 2009년 12월에 공식 발효되었음.

- 재정통합의 추진과 함께 유로본드가 발행되면 회원국들은 재정운영 및 국채 매입 자금을 안정적으로 조달 가능
  - 17개국의 국채가 유로존의 공동채권인 유로본드로 통합될 경우 국채금리와 CDS 프리미엄이 하나로 수렴
  - 이 경우 독일, 네덜란드, 핀란드 등 재정 양호국가는 국채금리와 CDS 프리미엄의 상승으로 인한 경제적 손실이 발생[63]

- 재정통합의 실현 여부는 독일이 국채금리와 CDS 프리미엄의 상승으로 인한 경제적 손실을 감수하느냐가 관건
  - 독일이 경제적 손실을 감수하기 위해서는 재정통합에 필요한 성장 불균형 해소, 재정건전화 등에서 가시적 성과가 필요

재정통합에 따른 국채금리 변화 전망

주: 1) 재정통합 시 적용되는 금리는 국가별 국채발행 물량 가중치(해당국 국채발행액/유로존 전체 국채 발행액)와 2011년 12월말 국가별 국채 금리를 곱해 산출
자료: Eurostat, ECB, IMF

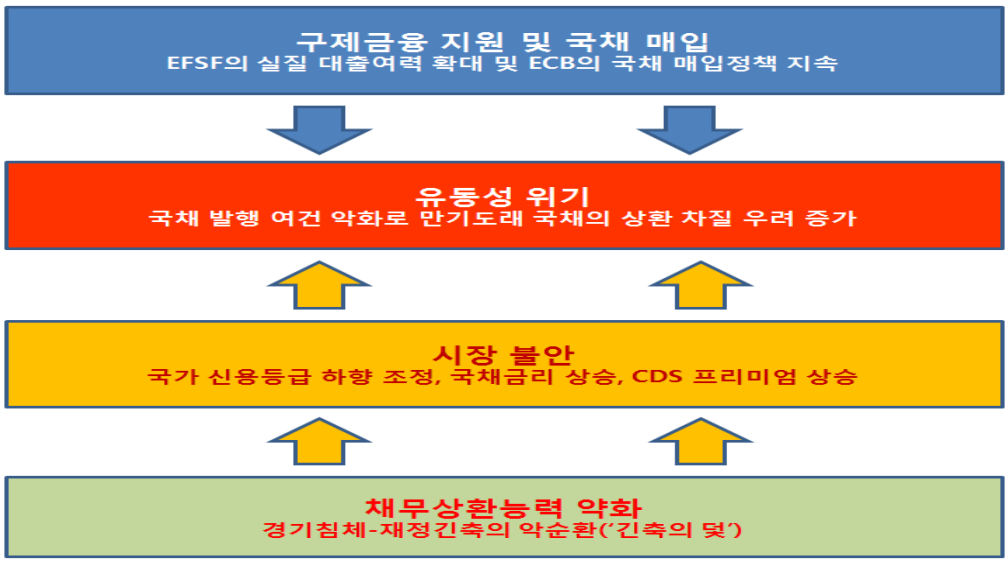
63) 2011년 12월말 현재 유로존 17개국의 공동채권이 발행될 경우, 국채금리가 4.82%로 수렴될 것으로 추정되므로 독일의 국채금리는 2.93%p 상승하는 부정적 효과가 발생

2. 향후 전망

유동성 지원 및 채무상환능력 확보가 유럽 재정위기의 관건

□ 유럽 재정위기는 도전(시장 불안)과 응전(위기 진화)이 상승작용을 일으켜 계속 확산되는 양상

- 채무상환능력의 약화로 인한 시장 불안으로 유동성 위기가 심화됨에 따라 이를 진정시키기 위한 EU차원의 대응도 강화
  · 재정 취약국 뿐만 아니라 프랑스, 벨기에는 물론 재정이 양호한 독일, 네덜란드까지 위기의 여파를 경험



□ 유럽 재정위기의 향방은 '유동성 위기 해소'와 '채무상환능력 제고'라는 두 가지 과제의 이행여부에 좌우

- 유동성 위기 해소를 위해서는 구제금융 지원은 물론 ECB의 국채 매입 확대, EFSF의 실질 대출여력 확대, 유로본드 발행이 필요하며, 채무상환능력 제고를 위해서는 충분한 경제성장, 재정 긴축(정부재산 매각 포함), 채무조정, 재정통합이 이루어져야 함
  · 중장기적 과제로 인식되는 유로본드 발행과 재정통합은 예상외로 추진 시점이 앞당겨질 수도 있음

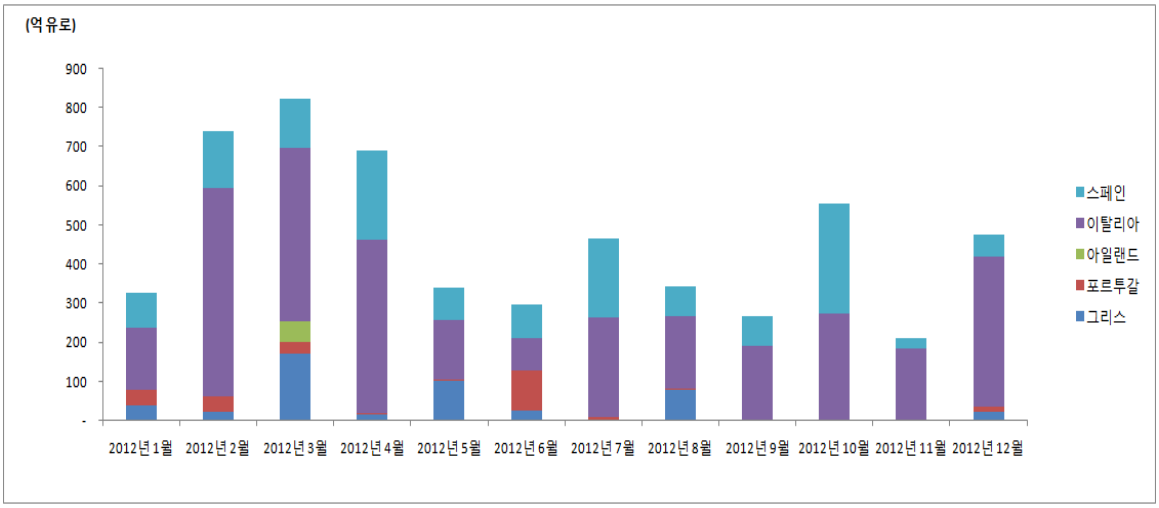
□ 유럽 재정위기의 향방은 단기요법으로 유동성 확보에 의해, 중장기 근본 해법으로 회원국의 채무상환능력 확보에 의해 좌우될 것이므로, 단기와 중장기로 나누어 접근할 필요

유동성 위기 해소: 충분한 유동성 확보(방화벽 구축)가 관건

□ 국채의 만기 도래가 집중되는 2012년 2~4월에 위기가 최고조에 달할 것으로 예상

- 5개 재정 취약국의 만기도래 국채 규모는 2~4월에 2,255억 유로(유로존의 51.5%), 상반기에 3,222억 유로(유로존의 44%)로, 연간 도래액의 39.7%가 2~4월에 집중
  · 이탈리아는 2~4월에 1,414억 유로(연간의 42%), 상반기에 1,806억 유로(연간의 54%)의 국채가 만기도래

2012년 재정 취약국들의 월별 만기도래 국채 추이



자료: Bloomberg

□ 시장에 형성되어 있는 위기 우려를 차단하는 것이 단기적으로 재정위기 해소의 관건

- 그리스가 무질서한 디폴트를 선언할 경우 재정 취약국은 물론 중심국으로 위기가 빠르게 확산

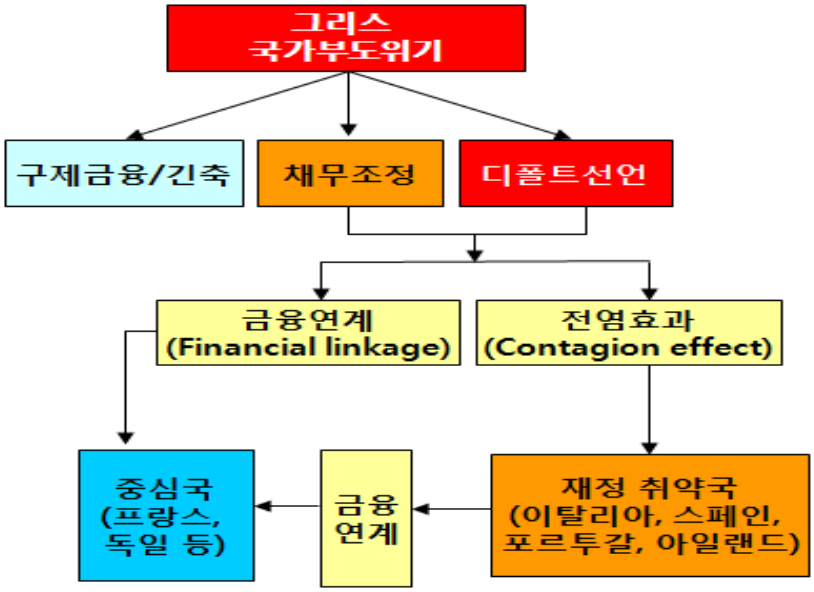
· 전염효과와 역내의 강한 금융연계로 인해 재정위기가 타 회원국으로 신속하게 전이

- 이탈리아와 스페인이 상황 악화로 구제금융을 신청할 경우 유로존 전체로 위기가 확산되고 유럽발 금융위기가 본격화

· 이탈리아와 스페인의 구제금융 지원 예상액은 EU-IMF의 구제금융 한도를 크게 상회[64]하므로 위기대응이 사실상 불가능

· 구제금융 신청 시 이탈리아와 스페인의 국채 보유 은행들의 대규모 손실 발생으로 금융위기가 심화

2012년 유럽 재정위기의 관전 포인트



□ 2차 구제금융 지원이 이루어지면 그리스의 디폴트 위기가 다소 진정될 것으로 예상되나, 불안 요인은 여전히 상존할 전망

- 향후 3년간 1,300억 유로[65]의 구제금융 지원과 50%[66] 채무탕감을 주요 내용으로 하는 2차 구제금융이 추진될 예정

64) EFSF의 실질 대출여력을 1조 유로로 확대한다 하더라도, 이탈리아와 스페인의 예상지원액(2013년 말까지 만기도래 국채 및 재정적자 합계)으로 추정되는 1조 1,630억 유로를 하회(삼성경제연구소, '유럽 재정위기의 향방과 세계경제', CEO-Information 819호)

65) 2014년까지 그리스에 1,000억 유로의 구제금융 자금을 지원하고, 민간채권단의 자발적 채무조정 참여를 유도하기 위해 300억 유로의 신용보강자금(credit enhancement)을 제공할 예정

66) ECB와 그리스 중앙은행 등이 보유한 국채는 채무조정 대상에서 제외되므로 실제 채무탕감 비율은 28.6%에 그침

· 그 대신 그리스 정부는 강력한 긴축정책을 추진해야 하는 상황

- 하지만 EU-IMF와 약속한 긴축정책이 지속될지는 불투명
  · 차기 총선(2012년 4월 예정)에서 승리가 예상되는 신민주당이 과도정부가 추진해 온 긴축정책을 유지할지는 미지수
  · 차기 총리가 유력시되는 사마라스 신민주당 당수는 세금 인상 대신 경기부양을 위해 세금인하를 주장해 EU-IMF와 갈등을 빚을 우려[67]

- 상황 악화 시 신정부는 '디폴트 선언 및 유로화 탈퇴'라는 최종카드를 꺼내들고 구제금융 재협상을 요구하고 나설 가능성도 배제할 수 없음
  · 이에 대해 EU-IMF는 구제금융 지원 및 50% 채무탕감을 신정부의 긴축정책 이행과 연계할 가능성

□ 유로존 차원에서 추진되는 그랜드플랜의 이행 여부도 미지수

- EU 정상회의(10/26)에서 큰 틀의 합의가 이루어진 그랜드플랜의 세부사항을 2012년 1월까지 확정하고, 2012년 상반기에 이행에 들어갈 계획

- 하지만 이해당사자들 간의 입장 차이가 여전한 상황
  · 정부-민간채권단(그리스 채무탕감), 독일-프랑스(은행 자본 확충, EFSF 실질 대출여력 확대, ECB 국채 매입 확대), 선진국-신흥국(EFSF 실질 대출여력 확대, IMF 역할) 간에 의견 차이

- 또한 시장이 악화되면서 성공적인 이행 여부가 불투명해지고 있음
  · 그리스 채무탕감 : 그리스 정부의 긴축정책 이행 및 민간채권단의 자율적 참여(PSI) 비율 제고
  · 은행 자본 확충 : 1,150억 유로의 은행 자본 확충액은 현재의 시장 불안을 해소하기에 미흡해 대폭 증액해야 한다는 요구가 증가

67) 바호주 EU집행위 위원장은 사마라스 당수에게 2차 구제금융 지원 조건으로 과도정부가 추진하는 긴축정책을 일관되게 추진할 것을 약속하는 서약서에 서명할 것을 요구했으며, 이에 대해 사마라스 당수는 긴축을 지지하는 서한을 EU집행위에 보냄

- EFSF 실질 대출여력 확대 : ECB의 최종대부자 역할 거부, 프랑스의 국가신용등급 강등 가능성, 중국 및 중동 산유국 등 신흥국 자본유치의 어려움 등이 예상되며, 시장상황 악화로 증액 규모가 1조 유로를 미달할 가능성

□ 2012년 유럽 재정위기의 향방은 EFSF의 실질 대출여력 확대 및 ECB의 국채 매입 확대를 통한 방화벽 구축에 의해 좌우

- EFSF의 실질 대출여력 확대가 지연될 경우 시장 내 위기가 고조되어 ECB의 국채 매입 압력이 가중

- ECB의 국채 매입 확대가 이루어져야 그리스, 이탈리아 등 재정 취약국들이 위기 상황에서 벗어날 수 있음
  - 거시경제 및 재정정책의 규율을 강화하는 신재정협약과 6개 관련 법안의 시행으로 ECB의 국채 매입 확대를 위한 명분을 마련[68]

단기요법으로 최악의 위기는 모면하나 불안한 상황은 지속

□ 방화벽 구축 여부에 따라 2012년 유럽 재정위기의 향방은 3가지 시나리오로 나뉠 것으로 예상

- EFSF의 1조 유로 증액과 ECB의 국채 매입 확대가 일정대로 모두 이루어질 경우 재정위기가 빠르게 진정(확률 30%)
  - 17개 유로존 국가뿐만 아니라 영국을 제외한 다른 EU 회원국들도 신재정협약을 신속하게 비준하고 이행
  - 이에 따라 ECB의 국채 매입 확대가 가능해져 채권시장이 빠르게 안정을 회복함으로써 IMF 이외에 공공 및 민간자본이 EFSF 증액에 대거 참여하고, 채권손실률도 20%로 낮아져 레버리지 효과가 큰 신용보강방법이 가능

68) ECB는 국채 매입을 확대할 경우 재정 취약국의 긴축 및 구조개혁 노력이 등한시되는 모럴해저드를 우려

- 한편, ECB의 국채 매입과 EFSF의 증액이 일정대로 진행되지만, 규모가 당초 예상을 밑돌아 불안 상황은 지속(확률 50%)
  · 신재정협약의 비준과 이행에 대한 불확실성으로 ECB의 국채 매입이 큰 폭으로 확대되기 어려움
  · 이러한 상황에서 시장 불안을 반영해 30%의 채권손실률을 적용함으로써 신용보강방법의 레버리지효과가 반감되고, 공공 및 민간자본도 공동투자기금 조성에 참여하는 것을 주저함으로써 EFSF 증액 규모가 당초 예상을 하회

- 최악의 시나리오로서, EFSF 증액과 ECB의 국채 매입 확대가 지지부진한 가운데 그리스가 디폴트를 선언하거나 이탈리아와 스페인이 구제금융을 신청하는 상황이 발생(확률 20%)
  · 회원국들의 강한 반대로 신재정협약의 비준이 무산되어 방화벽 구축작업에 차질이 발생

유럽 재정위기의 단기 전망

	시나리오1	시나리오2	시나리오3
EFSF 실질대출 여력 확대	▷1조 유로 증액 - 신용보강방법: 채권손실률 20% 적용 - 공동투자기금에 IMF, 공공 및 민간자본이 대거 참여	▷증액 규모가 1조 유로 미달 - 신용보강방법: 채권손실률 30% 적용 - 주로 IMF 자금을 활용해 공동투자기금을 조성 (공공 및 민간자본 참여는 저조)	지지부진
ECB 국채 매입 확대	▷유로존 17개국이 신재정협약을 비준하고 이행에 들어감 - 재정 및 예산정책 규율 강화(재정건전화 확약) ▷ECB의 국채 매입 확대 가능	▷신재정협약 비준이 지연되고 이행 여부가 불투명 ▷ECB의 제한적 국채 매입	신재정협약 비준 무산으로 ECB가 국채 매입 거부
영향	시장 불안이 빠르게 해소	최악의 위기국면은 모면하나 불안한 상황은 지속	최악의 위기(그리스 디폴트, 이탈리아와 스페인의 구제금융 신청 등)
확률	30%	50%	20%

채무상환능력 제고 : 재정위기의 근본 해법이나 쉽지 않은 과제

□ 회원국 자력(경제성장과 긴축)으로 채무상환능력을 개선하는 것이 어려울 것으로 예상

- 재정긴축에 따른 정부부문의 약화와 신용경색 및 고용 악화로 인해 내수 부진이 장기화될 가능성
  - 재정긴축과 구조개혁으로 인해 정부부문의 역할이 축소되고, 금융기관과 가계의 디레버리징(과잉부채 해소) 지속으로 민간소비 회복도 지연
  - 재정 취약국의 경우, '긴축→성장 둔화→재정적자 감축 실패→추가 긴축'의 악순환이 반복('긴축의 덫')
  - 독일 등 중심국도 재정위기의 영향으로 내수 둔화가 불가피

- 재정위기의 후유증으로 성장 잠재력이 약화되어 유로존의 잠재성장률은 1%대 초반에 그칠 전망
  - 구제금융 3국과 스페인은 2020년대 중반까지 위기 이전의 잠재성장률 회복이 불가능

- 긴축정책을 통한 재정적자 축소 노력도 한계에 이르러 기초재정수지의 획기적 개선이 어려울 가능성
  - 재정 취약국들은 정부자산 매각을 적극 추진할 것이나, 시장여건이 불리하고 급매(firesale)로 인해 국부 유출이라는 반대여론에 직면

주요 국가들의 잠재성장률 전망

(연평균, %)

	잠재성장률			노동생산성 증가율		고용 증가율	
	2001-07	2010-15	2016-26	2010-15	2016-26	2010-15	2016-26
독일	1.2	1.5	1.0	1.4	1.7	0.1	-0.7
프랑스	2.0	1.5	1.7	1.1	1.5	0.4	0.1
이탈리아	0.9	0.5	1.2	0.4	1.4	0.1	-0.1
스페인	3.7	1.5	2.4	1.3	1.5	0.1	1.0
그리스	3.7	1.0	1.8	0.9	1.8	0.1	0.0
아일랜드	5.4	1.1	3.3	1.5	1.8	-0.4	1.5
포르투갈	1.5	1.2	2.3	1.2	1.9	0.1	0.3
유로존	1.9	1.3	1.5	1.1	1.6	0.2	0.0

자료 : OECD(2011), OECD Economic Outlook Vol. 2011/1

- 다만, 유로화 약화로 인한 수출 확대가 경제성장의 돌파구
  · 유로존 국가들은 수출 확대에 주력할 것으로 예상되며, 이를 위해서는 유로화 약세까지도 용인할 가능성

< 안전자산으로서 독일 국채와 유로화 환율 >

▷재정위기 악화에도 불구하고 유로화 환율은 1.30달러에서 거래(2011.12.30)
- 재정위기 이전에 비해 13.3% 하락한데 불과

▷현재 독일 국채(Bunds)가 유로화 환율의 버팀목 역할
- 이탈리아, 스페인 등 재정 취약국들의 국채금리는 연일 상승하는 반면, 독일의 국채 금리는 오히려 하락(금리스프레드 확대)
- 안전자산(독일 국채)으로 채권투자 자금이 집중되고 있기 때문
- 경제의 불확실성이 확대되고 시장이 불안할수록 안전자산으로서 독일 국채에 대한 수요가 증가

▷독일 국채의 매력이 약해질 경우 유로화 환율은 추가 하락 예상
- 독일경제의 성장세 둔화, 독일 및 프랑스 등 주요국의 신용등급 강등, ECB의 추가 금리 인하 및 국채 매입 확대(사실상의 양적완화)

□ 재정위기의 근본 원인인 정부부채 처리를 위해서는 1980년대 중남미 외채위기 당시처럼 대규모 채무조정이 필요

- 갈수록 증가하는 정부부채의 근본 정리 없이는 유럽 재정위기의 극복이 사실상 불가능
  · 유로존 정부부채는 글로벌 금융위기 이전(2008년 1분기) 대비 33% 증가했으며, 유로화 출범 1년 후(2000년 1분기) 대비 74% 증가
  · 글로벌 금융위기 이후 유로존의 정부부채 증가 속도가 빨라짐

- 구제금융 3국은 물론 이탈리아, 스페인, 프랑스까지 재정위기에 직면할 경우 현재의 EFSF 규모로는 턱없이 부족

- 2011년 2분기 현재 유로존 17개국의 총 정부부채는 8조 1,438억 유로로, 이중 GDP 대비 60%를 초과하는 2조 4,840억 유로를 정리할 필요
  · 정부부채의 30%를 탕감하는 효과

- 약 2조 5천억 유로 규모의 채무탕감을 위해서는 ECB의 무제한 국채 매입(monetisation)이나 유로본드 발행이 유일한 해결책
  · 두 가지 방안이 가능하려면 리스본조약의 개정이 불가피

□ 정부부채 처리 과정에서 재정통합이 자연스럽게 추진

- 정부부채를 해결하는 방안으로 유로본드를 발행하려면 경제 및 재정정책의 통합 등 재정통합이 선행되어야 함

중장기 전망 : 근본 해법이 있어야 재정위기 해결이 가능

□ 유동성이 지원되는 동안 재정 취약국들이 채무상환능력을 갖출 수 있느냐가 중장기 유럽 재정위기의 관건

- 재정위기의 근본 해결을 위해서는 충분한 경제성장과 긴축, 채무조정, 재정통합 등을 통해 채무상환능력을 확보할 필요

- 이를 위해서는 채무상환능력을 확보할 때까지는 위기를 겪지 않도록 유동성 지원이 불가피

□ 시나리오1은 재정위기가 해결되는 낙관적 시나리오

- 유동성 지원 기간에 재정 취약국들이 채무상환능력을 제고해 재정위기를 극복하는 경우

- 채무상환능력을 조기에 확보할수록 유동성 지원 기간은 단축될 것이나, 자력으로 채무상환능력을 확보하는 데는 오랜 시간이 걸릴 것으로 예상
  · “유럽 재정위기가 완전히 해결되려면 10년 이상의 고통스러운 기간이 필요할 것”(메르켈 독일 총리)

- 경제성장과 긴축만으로는 채무상환능력을 제고하기가 불가능하므로 재정위기 해결을 위해서는 2.5조 유로의 대규모 채무조정, 재정통합 등의 획기적인 조치들이 필요

□ 시나리오2(불안 상황 지속)는 단기적으로 가장 확률이 높지만, 시간이 흐를수록 가능성은 낮아짐

- 유동성 지원에도 불구하고 재정 취약국들의 채무상환능력의 확보가 어려워 현재와 같은 불안한 상황이 지속

□ 시나리오3(재정위기 확산 및 유로화 붕괴)은 최악의 시나리오

- 채무상환능력이 취약한 상태에서 재정 취약국들이 유동성 위기에 직면하게 되면 재정위기가 유로존 전체로 확산되고 유로화는 붕괴 위기에 직면
  - 경제성장과 긴축을 통한 채무상환능력의 확보가 어려운 상황에서 획기적인 조치들이 단행되지 않고, 유동성 위기를 해소할만한 방화벽 구축도 미흡할 경우 재정 취약국들이 결국 디폴트 및 유로화 탈퇴를 선언
  - 유로존 국가들이 유로존에서 연쇄적으로 탈퇴해 결국 유로화가 붕괴

□ 현재와 같은 상황이 무한정 지속될 수 없기 때문에 장기적으로 특단의 조치를 동원해 재정위기의 근본 원인을 제거하거나, 아니면 유로존 해체의 수순을 밟게 될 가능성이 높음

- 위기 해결을 위한 특단의 조치들이 나오지 않는 한 유럽 재정위기는 만성질환으로 작용해 유로화와 세계경제를 위협하는 뇌관이 될 전망

중장기 유럽 재정위기 시나리오

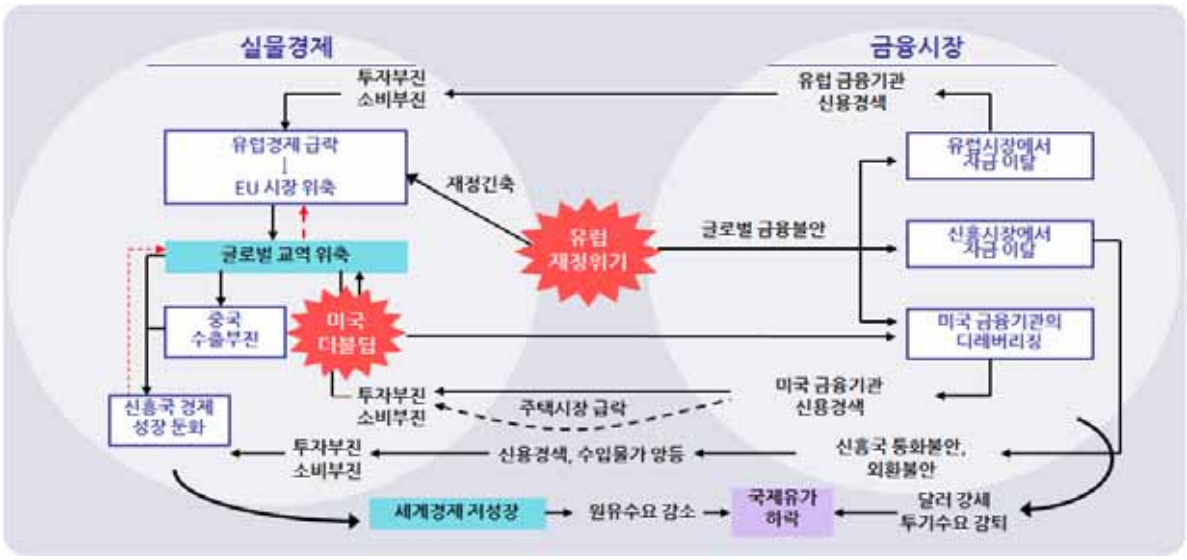
채무상환능력 제고 \ 유동성 위기 해소	No	Yes
yes	-	재정위기 극복 (시나리오1)
No	재정위기 확산 및 유로화 붕괴 (시나리오3)	불안 상황 지속 (시나리오2)

Ⅳ. 경제적 영향 및 대응방안

□ 유럽 재정위기는 무역 및 금융연계를 통해 세계경제 및 금융시장에 부정적 영향을 줄 전망

- 유로존과의 무역 및 금융연계의 정도에 따라 국가별·지역별로 경제적 충격의 강도가 다를 것으로 예상
  · 선진국 경제는 물론 신흥국 경제도 유럽 재정위기로부터 자유로울 수 없는 상황

유럽 재정위기가 세계경제에 미치는 영향



1. 실물경제 영향

저성장의 장기화로 유로존의 세계경제 비중이 감소

□ 유로존 경제는 재정위기의 후유증으로 1%대 중반의 저성장 예상

- 재정위기의 후유증과 성장 잠재력의 약화로 유로존 경제는 위기 이전의 성장세를 회복하기 힘들 전망

- 특히 전반기(2011~2015년)에는 재정위기의 충격과 이를 극복하기 위한 구조조정으로 인해 1%대 초반의 저성장 예상
  - 유로화 출범 후 누적되어왔던 역내 불균형의 해소 작업이 진행
  - 재정 취약국은 재정위기의 여파로 잠재성장률을 밑도는 저성장(sub-par growth)이 불가피

- 다만, 후반기(2016~2020년)에는 구조개혁의 성과가 가시화됨으로써 국가에 따라서는 경제성장률이 1%대 중후반까지 소폭 개선될 수 있을 전망

□ 저조한 경제성장으로 유로존의 국제적 위상이 약화

- 유로존은 경제블록 중에서 가장 낮은 성장 예상
  - 2011~2020년 연평균 경제성장률(Oxford Economics 전망) : 신흥 아시아(6%), 남부아프리카(4.5%), 중동 및 북아프리카(4%), 중남미(3.5%), 미국(2.5%), 유로존(1.5%)

- 이로 인해 유로존의 세계경제 비중(명목가격 기준)이 향후 10년간 20%에서 17%로 감소 예상

독일 경제모델의 확산과 역내 불균형의 해소

□ 독일식 경제모델이 남유럽 국가들로 확산

- 재정위기를 계기로 라틴계 경제모델이 급격히 퇴조하는 대신 독일식 경제모델이 확산
  - 재정 취약국들은 '先자구노력, 後금융지원'을 주장하는 독일의 요구를 수용하고, 안정협약을 통해 강도 높은 긴축을 추진

- 이탈리아, 스페인 등 재정 취약국은 유로화 도입 이후 형성되었던 버블을 제거하는 작업을 통해 경제구조 개혁에 나설 전망
  - 2000년대 초반 독일이 추진했던 구조개혁(아젠다 2010)과 유사한 긴축 및 구조개혁, 생산성 향상을 통한 경쟁력 제고 노력을 강화

□ 재정위기 극복 과정에서 역내 불균형 문제가 점진적으로 해소

- 재정 취약국은 정부부문과 민간부문의 디레버리징(deleveraging)을 상당 기간 지속할 수밖에 없는 상황
  · 이로 인해 유로존 전체적으로 수요 부족 문제에 직면

- 이에 따라 재정 취약국의 수요 감소로 역내 경상수지 불균형 문제가 점차 해소될 것으로 예상
  · 재정 취약국의 경우 경기침체로 인해 무역수지 적자가 축소

□ 재정위기의 충격으로 소득수준 하락, 중산층 감소로 인한 양극화 심화 등 유럽의 정치, 경제, 사회에 많은 변화가 예상

- 고용 감소, 부동산가격 하락, 복지혜택 축소 등으로 재정 취약국의 중산층이 크게 위축('The squeezed middle' : Financial Times)
  · 경제적 충격으로 임금소득(고용 감소 및 임금상승 억제), 자산소득(주택 및 금융자산 가격 하락), 정부이전소득(세금 인상 및 복지혜택 축소)이 줄게 됨으로써 중산층의 규모와 소득수준 하락이 불가피

- 중산층의 변화는 유럽의 정치, 경제, 사회문화에 큰 영향을 줄 전망
  · 1990년대 후반 외환위기 여파로 인해 국내의 정치, 경제, 사회문화에 많은 변화

유로존의 내수 부진이 세계교역의 위축을 초래

□ 유럽 재정위기는 유로존의 내수 위축을 초래해 對EU 수출에 부정적 영향

- 재정 취약국에 대한 수출 규모는 전 세계 수출의 6.6%에 불과해 직접적인 영향은 그리 크지 않음
  · EU를 제외한 국가들의 전세계 수출에서 재정 취약국이 차지하는 비중은 5%를 하회

- 하지만 재정위기 확산과 금융위기 심화로 유로존의 역내무역이 위축되면서 유로존 경제의 성장 둔화가 본격화
  · 이탈리아와 스페인의 경기침체가 길어질 경우 역내 수출은 타격(2009년 EU의 재정 취약국에 대한 수출 비중: 12.1%)

- 세계 수입시장의 25.6%(2010년 기준)를 차지하는 유로존의 경기둔화는 교역 위축을 통해 세계경제에 악영향
  · 유로존 경제의 저성장에 따른 수입수요 둔화로 중국, 미국, 아시아 신흥국들의 對유럽 수출이 타격을 받을 전망

- 한국의 對EU 수출에도 부정적 영향이 예상
  · 유럽 재정위기의 여파로 2011년에 한국의 전체 수출에서 EU가 차지하는 비중이 2위에서 3위로 하락(ASEAN이 2위)
  · 재정 취약국은 물론 독일, 네덜란드 등 중심국과 동유럽 수출도 둔화되기 시작

유로존 국가들은 유로화 약세를 통해 수출 확대를 도모

□ 유럽 재정위기로 인해 유로화 약세 기조가 지속될 것으로 예상

- 재정위기 확산에 따른 금융 불안, 유로존 경제의 부진, 미국과의 금리차 축소 등으로 달러 대비 유로화 약세가 진행

- 하지만, 독일경제의 견고함으로 인해 아직까지 유로화 약세는 제한적
  · 안전자산으로서 독일 국채에 대한 투자자들의 수요가 지속되어 유로화 환율이 완만하게 하락

- 하지만, 재정위기 악화로 ECB가 금리인하와 국채 매입을 본격화하거나[69] 독일경제의 부진이 심화될 경우 유로화 환율의 추가 하락이 예상

69) ECB의 국채 매입 확대는 유로화 환율 하락과 인플레이션을 초래해 무역 상대국들과의 무역전쟁과 환율전쟁을 야기할 수 있음

□ 유로화 약세는 유로존의 수출경쟁력을 강화시켜 유럽 기업의 해외 매출 증가에 기여할 전망

- 유로화 가치 절하로 인한 순수출 증가폭이 민간소비 감소폭을 상회해 유로존 경제에 긍정적으로 작용
  · 알리앙즈(Allianz)의 분석에 따르면, 유로화 10% 절하가 1년간 유지될 경우 유로존의 실질 GDP는 0.6~0.7% 추가 성장[70]
  · 하지만 포르투갈, 스페인과 같이 유로존내 수출비중이 높은 회원국들에게 미치는 영향은 제한적

- 또한 유로화 약세는 재정 취약국의 관광산업에 긍정적으로 작용
  · 그리스, 스페인, 포르투갈의 관광산업은 GDP의 10% 이상을 차지
  · 달러화 대비 유로화 환율은 관광객 수와 밀접한 상관관계[71]

□ 반면 유로화의 국제적 위상은 약화될 것으로 예상

- 지난 10년간 유로화는 달러화를 위협하는 제2의 국제통화로 부상
  · 세계 외환보유, 국제채권 발행, 외환시장 거래, 국제무역 결제 등에서 유로화가 주요 통화로 사용
  · 국제채권 발행 통화로서 유로화는 2004년 이후 달러를 능가
  · 유로화의 국제무역 결제 비중(2010년)은 역외 수출에서는 68%, 역외 수입에서는 53.5%를 기록

- 하지만 재정위기로 인해 유로화의 변동성 증가와 가치 하락이 우려됨에 따라 유로화 수요가 감소할 가능성
  · 유럽 재정위기로 인한 유로화 환율 하락을 반영하여 세계 외환보유액에서 유로화가 차지하는 비중은 소폭 하락[72]
  · 재정위기가 악화될 경우 펀드매니저들은 포트폴리오의 유로화 비중을 줄이고 달러화 비중을 확대할 계획

70) Allianz (2010). Eurozone debt crisis: impact on the economy. Working Paper 141
71) OECD (2010). OECD Tourism Trends and Policies 2010
72) 유로화의 외환보유액 비중은 27.9%(2009.3분기)에서 26.3%(2010.4분기), 26.7%(2011.2분기)로 하락

주요 통화별 국제금융시장 거래 비중

(기말 기준, %)

	세계 외환 보유		국제채권 발행		외환시장 거래	
	1999년	2010년	1999년	2009년	1999년	2010년
달러화	71.0	61.4	48.3	36.2	45.2	42.4
유로화	17.9	26.3	28.5	47.5	18.8	19.5
엔화	6.4	3.8	9.7	2.7	5.5	9.5
파운드화	2.9	4.1	7.7	8.2	11.4	-
위안화	-	-	-	0.1	-	-

자료: IMF, BIS

유로존 국가들은 외국인투자 유치 노력을 강화

□ 유로존 국가들은 정부부문의 약화로 인한 경기침체와 고용 악화를 타개하기 위해 해외자본 유치에 적극 나설 전망

- 재정 취약국은 재정긴축에 따른 정부부문의 역할 축소로 민간 주도의 산업구조로 전환해야 할 상황

- 하지만 국내 자본과 기업의 동력 약화로 외국인자본과 기업에 의존할 수밖에 없어 외국인투자 유치가 중요한 과제로 대두
  - 유로존 국가 간에 외국인투자 유치경쟁이 전개되고, 재정 취약국은 경제위기 타개를 위해 외국인직접투자(FDI)는 물론 M&A 유치에 적극성을 보일 가능성

□ 미국계 헤지펀드와 사모펀드가 유럽 은행들의 자산 매입 또는 재정 취약국의 민영화프로그램에 참여할 전망

- 재정위기로 부실 위험에 빠진 유럽 은행들은 강화된 자본규제를 충족하기 위해 자산 매각에 나설 것으로 예상
  - 미국 투자은행 모간스탠리는 유럽 은행들이 향후 18개월 동안 처분해야 할 자산 규모가 최대 2조 5,000억 유로에 이를 것으로 추산
  - 유럽 은행들이 2012년 6월까지 확충해야 할 자본만 1,060억 유로에 이르기 때문에 자산매각이 불가피

- 다수의 사모펀드들은 재정 취약국의 재정긴축 과정에서 민영화할 국유자산을 인수하기 위해 준비를 서두르고 있음

2. 금융시장 영향

□ 유럽 은행들은 재무건전성 강화를 위해 디레버리징을 지속할 전망

- 주요 은행들은 은행 자본 확충 시한으로 설정한 2012년 6월까지[73] 재무건전성 확보를 위해 대출금 회수, 부실자산 정리 등 디레버리징을 강화
  · 해외 거래선에 대한 대출한도(크레딧라인) 축소 등도 예상

- 반면, 핵심 자기자본 비율이 낮은 은행들은 재무건전성 강화를 위해 증자나 해외자본 유치에 적극 나설 것으로 예상

□ 자금시장의 신용경색은 적어도 2012년 상반기까지 이어질 전망

- 그리스 채무탕감, 국채가격 하락 등의 영향으로 투자손실이 예상되어 은행들의 신용등급이 추가 강등될 가능성

- 이로 인해 거래상대방 위험(counterparty risk)이 높아져 은행간 거래가 더욱 위축될 우려

- 은행간 거래가 정상 수준을 회복하려면 다소 시간이 필요할 전망
  · 보유 국채의 시가평가 결과를 바탕으로 은행 자본 확충이 완료(2012년 6월)된 이후에야 거래상대방 위험이 감소
  · 은행들의 자금 중개기능을 정상화하기 위해 ECB 예치금에 대한 적용금리 인하도 예상

- 자금난에 빠진 유럽 은행들이 대출을 축소하자 미국 투자은행 JP모간이 운영하는 헤지펀드 하이브릿지나 사모펀드 콜버그 크래비스 로버츠(KKR) 등은 은행영업을 추진
  · 자금난에 처한 유럽 기업들을 상대로 한 고금리 대출영업을 추진

73) 독일 은행들은 유럽은행감독청(EBA)에 은행 자본 확충 시한을 연장해 줄 것을 요청(2011.11.24)

□ 유럽 재정위기 악화 시 글로벌 신용경색이 초래

- 스페인과 이탈리아의 재정위기가 악화되면 금융위기가 본격화될 가능성
  · 이들 국가와 강한 금융연계를 맺고 있는 프랑스, 독일, 영국 금융기관의 부실 확대에 대한 우려가 증폭되면 금융 불안과 신용경색이 초래

- 부실 확대로 자금 압박에 처한 유럽계 은행이 해외자금을 본격 회수하면 동유럽, 중동·아프리카, 중남미 등 신흥국들은 신용경색에 직면
  · 동유럽(92%)이나 MENA(82%)뿐만 아니라 중남미, 아시아 국가도 대외 차입금 중 50% 이상을 유럽계 은행에서 차입

신흥국의 해외 차입금 규모와 대출처별 비중(2011년 6월 말 기준)

(단위: 10억 달러, %)

지역	세계전체	유럽계 은행		미국계 은행		일본계 은행	
	금액	금액	비중	금액	비중	금액	비중
신흥국 전체	5,051.5	3,589.0	71	764.6	15	311.7	6
동유럽	1,412.0	1,304.9	92	76.4	5	23.4	2
중남미	1,259.2	855.8	68	261.8	21	62.9	5
아시아	1,778.5	935.6	53	366.2	21	195.2	11
MENA	601.8	492.7	82	60.3	10	30.2	5

자료: BIS(2011). Detailed tables on preliminary locational and consolidated banking statistics at end-June 2011, October 2011

□ 채권시장의 양극화 현상은 지속될 것으로 예상되나, 위기가 해소되는 방향으로 진행되면 유로존 국가 간 금리차이는 점차 줄어들 전망

- 재정위기가 확산되면서 독일 국채 금리는 낮아지는 반면 다른 유로존 국가들의 국채 금리는 상승하여 금리스프레드가 확대
  · 재정이 취약한 국가들의 국채는 기피하고, 안전자산으로 인식되는 독일 국채에 대한 수요는 증가

- ECB의 국채 매입과 EFSF의 실질대출 여력이 확대될 경우 독일 국채 금리와의 스프레드는 점차 축소될 전망

3. 대응방안

유럽 재정위기 해소를 위한 국제공조 논의에 적극 참여

□ 유럽 재정위기의 전개 상황을 예의주시하고 모니터링을 강화

- 국채의 만기도래 규모와 유로존의 대응여부 관점에서 2012년 1분기와 상반기가 유럽 재정위기의 분수령이 될 전망
  - 국채의 만기가 집중 도래하는 2012년 2~4월에 시장의 불확실성이 증폭될 가능성이 높고, 은행 자본 확충작업이 완료되는 6월까지도 불안이 지속될 것으로 예상

- 유럽 재정위기의 전개 상황에 따라 글로벌 금융시장 및 세계경제에 미치는 영향이 달라지므로 진행 상황을 예의주시할 필요

□ 정부는 유럽 재정위기 확산을 차단하기 위한 국제공조 논의에 적극 참여하되, 이익을 극대화할 수 있는 방안을 강구

- 유럽 재정위기는 유로존 만의 문제가 아닌 세계경제의 공동 현안으로 접근해야 할 정도로 긴급한 상황
  - 유로존 17개국은 위기극복에 필요한 역량을 갖고 있지만, 제도 및 정치적 이유 등으로 역량을 당장 결집할 수 없기 때문에 유로존의 자체 노력만으로는 현재의 시장 불안을 잠재우기가 불가능
  - 적기 대응에 실패할 경우 세계경제와 글로벌 금융시장에 큰 충격을 주고 한국경제에도 악영향

- 앞으로 유럽 재정위기 확산을 차단하기 위한 국제공조 논의가 본격화될 가능성이 있으므로, 이에 대비할 필요

・국제공조는 자금 여력이 풍부한 신흥국 등 非유로존 국가가 자국의 국부펀드(Sovereign Wealth Funds)[74]를 활용하거나 IMF를 통해 EFSF의 증액[75]에 참여하고, 더 나아가 재정 취약국의 국채를 직접 매입하는 방식으로 추진

- 한국은 EFSF 증액 논의에 참여하는 한편, 공기업 민영화 프로그램에도 참여하여 EU와의 중장기 협력기반을 확보
  ・정부와 민간자본이 협력하여 그리스, 이탈리아, 스페인 등 재정 취약국의 공기업 민영화에 선별적으로 참여
  ・또한 유럽 재정위기 극복에 참여하는 조건으로 향후 남북한 통일 과정에서 소요되는 통일재원 마련 시 EU의 참여 약속을 이끌어내는 제도적 장치를 마련

유럽 재정위기 악화에 따른 신용경색에 대비

□ 방화벽 구축에 실패할 경우, 유럽 재정위기가 재정 취약국 뿐만 아니라 유로존 전체로 확산될 우려

- 글로벌 투자기관들이 재정 취약국들의 국채를 대거 투매(bond run)할 경우 유로존 전체로 위기가 확산

□ 유럽계 자본에 대한 높은 의존도를 감안할 때 국내 금융시장은 유럽 재정위기에 취약

- 한국경제는 유럽계 자본에 대한 의존도가 매우 높음
  ・2011년 6월말 기준 유럽 은행들의 국내 대출 규모는 총 1,873억 달러로 전체의 53.6%를 차지
  ・2011년 12월 말 기준 유럽계 자본의 국내 주식투자액은 106조 원(전체의 30.1%), 채권 투자액은 23.4조 원(전체의 28.2%)

74) 중국 등 신흥국들은 선진국의 1.8배 수준인 6.4조 달러의 외환보유고를 갖고 있고, 막대한 규모의 국부펀드도 보유하고 있는데, 2011년 10월 현재 대표적인 국부펀드 보유국은 중국(1.1조 달러), UAE(6,983억 달러), 사우디아라비아(4,778억 달러) 등임

75) EFSF의 1조 유로 증액 방안 중 하나로 공공 및 민간자본을 유치하기 위해 EFSF 산하에 공동투자기금(Co-Investment Funds)을 설립할 예정이므로 투자기금에 투자 가능

對韓 외국은행의 대출 현황 및 외국인 증권투자 현황

(단위: %)

구분	시점 (기말)	단위	유럽		미국	일본	전체
			전체	영국			
은행 대출	2011.6	억 달러	1,872.6(53.6)	1,004.1(28.7)	951.5(27.2)	405.5(11.6)	3,494.7(100.0)
주식투자	2011.12	조 원	106.0(30.1)	37.9(10.8)	144.1(41.0)	6.1(1.7)	351.5(100.0)
채권투자	2011.12	조 원	23.4(28.2)	3.3(4.0)	16.4(19.7)	0.7(0.1)	83.0(100.0)

자료: BIS(2011. 10.). Detailed tables on preliminary locational and consolidated banking statistics at end-June 2011.; 금융감독원(2012.1.4). "외국인증권투자 동향". 보도자료.

- 유럽 재정위기 악화 시 유럽 은행들의 손실 확대에 따른 디레버리징으로 글로벌 금융시장이 경색되어 외국인자금이 본격 유출될 가능성
  - 위기 악화 시 2,386억 달러[76]의 외국인자금 이탈이 가능할 것으로 예상 (KIF 추정)

□ 자금 이탈에 따른 금융시장 불안에 대비하여 외화유동성을 확보하고 외환보유고를 보수적으로 운영

- 주식시장, 채권시장, 외화자금시장 등에서 외국인자금의 유출입 상황을 철저히 모니터링하여 시장 변동 조짐을 조기에 파악

- 최악의 상황을 전제로 한 은행 스트레스테스트를 실시하여 은행의 재무건전성을 강화
  - 미국과 영국의 금융당국은 유럽 재정위기가 최악으로 치달을 경우에 대비해 은행 스트레스테스트를 실시해 자국 은행의 재무건전성을 강화할 계획

- G20, 한-중-일 등 대외 협력체제를 공고히 하고, 통화스와프 체결 대상국을 확대함으로써 외화유동성의 안정적 확보 수단을 마련
  - 치앙마이 이니셔티브와 같은 역내 금융안정망 강화도 적극 추진

76) 단기 차입금 상환(1,052억 달러), 외국인 채권투자 관련 자금(565억 달러), 외국인 주식투자 관련 자금(769억 달러)

- 또한 적절한 외환보유고 관리를 통해 외환보유고의 가용성을 제고

□ 외화자금 조달원의 다변화를 통해 유럽 자본에 대한 의존도를 축소

- 금융기관들이 재정 취약국의 익스포저를 낮추도록 유도하여 위기상황 발생 시 국내 금융시장에 미칠 영향을 최소화

- 외화자금 조달 편중리스크를 완화
  · 현재 외화 차입선의 약 81%가 유럽(53.6%)과 미국(27.2%)에 집중되어 있을 정도로 취약하므로 국내 은행의 외화자금 조달원 확대, 외화자금 조달수단 다양화 등을 추진

기업은 경영환경 악화에 대비

□ 기업은 유럽 재정위기의 진행 상황을 예의주시하면서 금융 불안 지속과 실물경제 위축 가능성에 대비

- 위기 재발에 대비한 대응체제를 시급히 구축하고, 경제상황 급변에 대응할 수 있도록 재무유연성을 확보
  · 경영실적 악화에 대비하여 원가경쟁력 확보 노력을 강화

- 갑작스런 신용경색에 대비해 금융권 및 대형 거래선의 재무안정성(거래상대방 위험)에 만전
  · 지멘스는 프랑스 은행의 신용위험이 커지자 예치 중이던 40~60억 유로를 ECB로 이전

- 재정위기가 유럽 국가들의 시장과 소비자에게 미칠 영향을 파악하여 중장기 생산 및 판매, 마케팅전략 등을 재검토
  · 임금소득, 자산소득, 정부이전소득의 감소로 소비의 근간인 유로존의 중산층이 약화('squeezed middle')될 것으로 예상되나, 재정위기의 영향은 국가별로 차이

□ 저성장 기조 하에서도 지속성장이 가능한 경영체질을 갖추도록 노력

- 상대적으로 고성장이 예상되는 신흥시장 공략을 강화하고, 신사업의 경쟁력을 조기 확보하는 노력을 가속
  · 유럽 기업들의 구조조정 및 재정취약국의 민영화프로그램을 M&A 및 역량 확보의 기회로 활용

- 유럽의 보호주의정책 강화 가능성에 대해서도 대책을 마련
  · 자국시장과 기업을 보호하고 세수를 확대하기 위한 기업규제 확대 예상

<별첨> 중남미 외채위기 사례

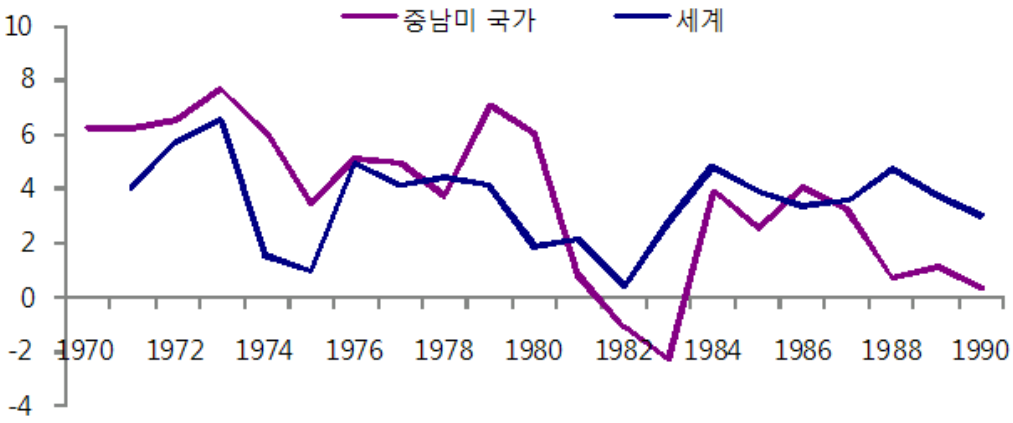
1. 상황

□ 1980년대 초반 외채위기를 겪은 중남미 국가들은 스태그플레이션(마이너스 성장 + 100%에 달하는 물가상승)을 경험

- 외채위기 이후 브라질, 멕시코, 칠레 등 중남미 주요국은 마이너스 성장률을 기록
  - 중남미 국가의 연평균 성장률: 1971~1980년 5.6%(세계평균 3.8%) → 1981~1990년 1.3%(세계평균 %)

- 1997년까지 중남미 국가의 인당 국민소득(실질기준)은 외채위기 발생 이전인 1980년 수준으로 정체[77]

외채위기 전후 경제성장률 추이



자료: World Bank

- 외채위기 이후 하이퍼인플레이션이 장기간 지속되면서 경제 불안을 가중

77) 이재열 (2000). 중남미 금융위기의 반복 요인과 시사점. 한은조사연구 2000-8.

외채위기 전후 인플레이션 추이

	1980	1985	1990	1995
중남미 7개국	61.9	166.6	1478.0	32.3
세계평균	17.0	14.2	27.0	10.4

중남미 7개국: 브라질, 아르헨티나, 칠레, 멕시코, 베네수엘라, 페루, 콜롬비아
자료: IFS

2. 배경(원인)

□ 1970년대 중남미 국가들은 해외자본 유치로 빠른 성장을 달성한 결과 대외채무가 증가[78)]

- 1970년대 오일쇼크로 석유가격이 인상되면서 OPEC 국가들은 늘어난 자본을 미국, EU의 주요 은행에 예금하였고, 그 돈은 다시 중남미 등 개도국으로 유입
  · 당시 선진국들이 경기침체를 겪는 상황이어서 석유자원을 보유한 중남미 개도국으로 대규모 자본이 유입

- 중남미 국가들은 유입한 오일머니로 빠른 성장을 달성할 수 있었으나 외채가 급증
  · 1961~1980년 중남미 평균 경제성장률 6.2%(세계평균 4.4%),
  · 중남미 GNP대비 외채비율: 1970년 20.6% → 1987년 62.2%

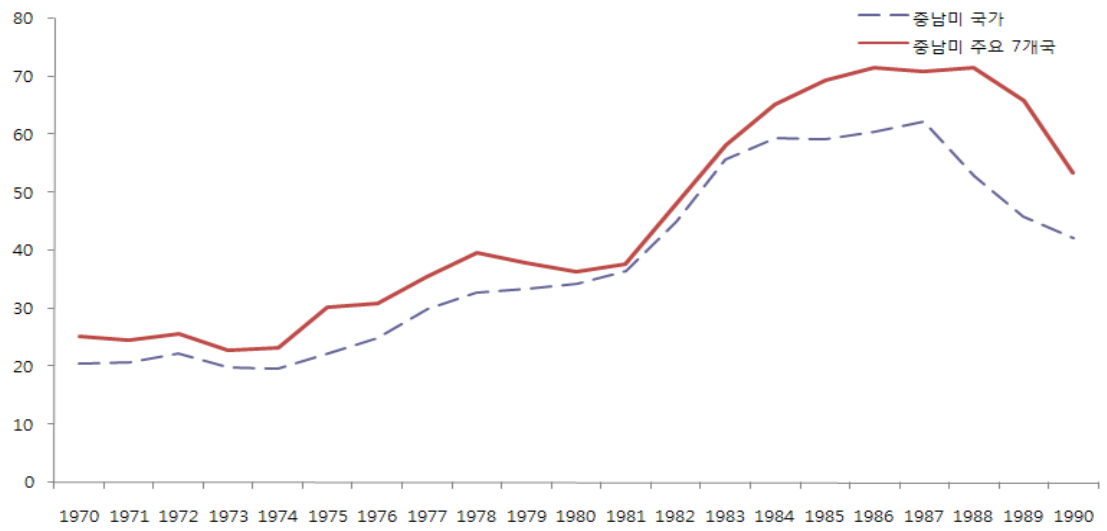
□ 이후 글로벌 경기침체, 국제금리 상승 등으로 경기가 하락하면서 중남미 국가들의 대외채무 상환이 어려워지고 외채위기가 발생[79)]

- 1980년대 초 글로벌 경기침체로 채무국들의 수출 감소, 달러 강세, 금리 상승이 복합적으로 발생하면서 채무국들이 채무지급에 부담을 갖기 시작
  · 중남미 국가들의 외채는 대부분 달러화로 표시

- 해외투자자가 자본을 대량으로 회수하면서 통화가치가 절하

78) 신종엽 외 (2010). "과거 금융위기 사례분석을 통한 최근 글로벌 금융위기 전망". 보험연구원
79) Carrasco, E. (....). "The 1980s: The Debt Crisis & The Lost Decade." The University of Iowa Center for International Finance and Development.

중남미 국가의 GNI대비 외채 비율



자료: 세계은행

□ 결국 멕시코, 브라질 등이 채무상환 부담에 못 이겨 모라토리엄을 선포하면서 대출을 해준 주요 은행들이 파산할 위기에 처함

- 1982년 멕시코를 시작으로 브라질, 베네수엘라, 아르헨티나, 칠레 등이 채무지급 유예를 선언

- 이들 국가에게 대부를 해준 미국의 대형은행들이 파산할 위험에 처하고 글로벌 금융위기로 전파

3. 해소 과정

1) 초기 대응에 실패

□ 초기(1982년)에는 채권국 모임인 파리클럽(Paris Club)의 지도하에 부실채권에 노출된 정도가 심한 은행을 중심으로 채무조정을 협상했으나 결국 실패

- 재정적자 감축, 평가절하, 긴축통화(인플레이션 방지) 정책 등을 조건으로 채무국에 새로운 대출을 허용하고 채무기간을 연장

- 은행들이 채무국 상황을 단순한 유동성 부족이 아닌 지불능력의 문제로 판단하면서 2~3년 후 새로운 대출이 감소하는 채무피로 현상이 발생

□ 1985년 베이커 플랜(Baker Plan)[80] 역시 채무탕감보다는 단순한 구제금융의 성격이 커 위기해소에 도움이 되지 못함[81]

- 국영기업 민영화, 규제완화의 조건으로 채무국 15개국에 290억 달러 상당의 신규융자를 제공할 계획이었으나, 대출은행들이 계획의 실효성을 의심하면서 대부분 실현되지 않았음

- 채무국들은 여전히 채무지불을 연기하고 구조개혁도 실시하지 않았음

□ 초기 대응은 중남미 경제 및 재정상황에 대한 비현실적인 전망 때문에 실패

- 신규자금을 융자를 해주고 채무상환을 연기해주면 채무국의 성장 회복으로 향후 재정상황이 개선될 것이라고 기대

2) 브래디 딜(Brady deal)로 전환기를 맞음

□ 브래디 딜로 추가적인 대출보다는 근본적으로 채무의 원리금을 탕감해주는 방향으로 미국의 정책이 변화

- 1991년에 기존의 채무를 최장 30년 만기의 채권인 일명 '브래디채권(Brady Bond)'으로 교환하고 미국정부가 지급을 보증[82]
  - 브래디채권이란 개도국이 발행하는 미국 달러화 표시 채권으로 미국 연방은행 채권이 담보의 역할

- 브래디채권은 기존 채무를 일부 탕감하거나 낮은 이자율을 적용

80) 당시 미국 재무장관 James Baker가 제안
81) 최준철 (1993). "외채문제를 통해 본 중남미 경제". 중남미 연구 10: 67-93.
82) Nicolas Brady는 당시 미국 재무장관

- 미국 정부가 직접 채무 보증함으로써 채권자들의 신뢰를 회복

□ 1991년 중남미 국가의 자본유입이 유출을 초과했으며, 위기상황은 상당기간 지속되었으나 2000년대 중반 종료[83]

- 아르헨티나, 페루는 브래디채권 발행 3년 후 GNP대비 국가채무 비중이 오히려 증가

- 브래디 채권을 발행한 17개국 중 7개국의 2000년 GNP대비 대외채무 수준은 브래디채권 발행 3년 후 수준보다 높음
  · 아르헨티나, 브라질, 에쿠아도르, 페루는 브래디채권 발행 이전보다 높은 수준

- 2006년 중반까지, 대부분의 브래디채권을 채무국들이 재구입하여 중남미 외채위기는 사실상 종결

□ 브래디 딜이 성공할 수 있었던 이유는 중남미 국가들이 국제자본시장에 재접근할 수 있도록 시장신뢰를 회복한 점

- 채무국 부채를 상당부분 탕감해주고 채무국들이 경제회복을 위한 구조개혁을 시행하도록 조정

- 상업은행들의 국가 신인도 위험을 분산할 수 있도록 함으로써 금융시장을 안정

□ 자체적으로는 민영화, 구조조정, 금융규제 강화, 환율제도 변경 등으로 재정건전성과 금융시장 안정을 추구

- 1980년대 중반 이후 재정적자 감축을 위해 공기업을 민영화하고 인플레이션을 억제하기 위해 평가절하

83) Reinhart and Rogoff (2009)

- 고정환율제 포기가 이자율 상승 압박에서 벗어나는 계기로 작용
  · 고정환율제도 → Crawling Peg[84)]

4. 유럽 재정위기의 해소과정에 주는 시사점

중남미 외채위기와 유럽 재정위기 비교

	중남미 외채위기	유럽 재정위기
배경	*1970년대 선진국 경기둔화로 개도국에의 자금공급 확대 *미국의 금리인상으로 신규대출 축소	*서브프라임 경기침체를 막기 위한 선진국의 대규모 경기부양책 *재정적자 급증
Trigger	2차 오일쇼크(1979년)	서브프라임 모기지 사태
위기 성격	외채과다로 인한 국가부도 위기	재정 및 경상수지 악화
경과	멕시코 모라토리엄 선언 이후 중남미(브라질, 아르헨티나 등), 아프리카로 확대	그리스의 국채 신용등급(rating) 하락 이후 아일랜드, 포르투갈, 스페인으로 확대
해결 중심국	미국	독일, 프랑스
외채 및 정부부채 규모	3,150달러(1983년)	3조 2,875억 유로(PIIGS, 2011년 2/4분기)
영향	심각한 경기후퇴와 물가상승의 stagflation 경험; 주요국 수년간 마이너스 성장(lost decade)	경기부진 장기화 예상
위기극복 방안	초기 정책대응 실패(1982-85년) 이후 Brady Plan(1987년)	EU 구제금융, 채무조정

□ 중남미 외채위기는 현재 진행 중인 유럽 재정위기의 해결과정에 주는 시사점이 큰 편

- 중남미 외채위기는 미국 등을 중심으로 해결되었으며, 유럽 재정위기 또한 독일 등 주요 채권국의 역할이 중요

- 중남미 외채위기 초반 채권국들이 채무탕감 등 본격적인 조치 없이 미온적으로 대응하다 사태가 장기화되었으며, 유로존도 비슷한 과정을 겪을 가능성이 높음

84) 통화를 달러에 연계시키고 주기적으로 환율을 조정

· 독일 등 채권국들은 손실부담(헤어컷) 때문에 채무조정을 망설이고 있고, 채무국인 재정 취약국들은 채무조정의 조건인 재정긴축이 정치적 반대로 어려울 전망

- 위기가 상황이 비슷한 주변국으로 전이될 가능성이 높은 점
  · 멕시코에서 시작된 재정위기가 브라질, 베네수엘라, 아르헨티나 등 주변국으로 전이
  · 그리스에서 시작된 위기가 아일랜드에서 포르투갈로 전이되었으며, 이탈리아, 스페인은 물론 프랑스 등으로 옮겨가는 조짐

□ 유로존 국가의 경우 채무조정 없이, 구제금융으로 시간을 벌고 경제성장으로 국가채무를 줄인다는 발상은 비현실적

- 채무지불능력이 부족할 경우 단순히 채무상환 기간을 연장하기보다 부채를 탕감해주는 근본적인 해결책이 필요

- 재정 취약국들은 긴축재정과 경제회복을 동시에 달성해야 하는 어려운 입장이고, 평가절하를 통한 수출경쟁력 회복도 불가능

□ 빠른 위기 극복과 주변국으로 전이를 막기 위해서는 재정 취약국들의 국채를 대체하는 유로본드(Eurobond)의 발행을 고려할 필요

- 1980년대 브래디채권 방식을 통해 투자자(은행)들의 신뢰를 회복

참고문헌

강유덕 외(2011.11). “유로화 위기와 우리의 정책과제”. KIEP-KIF 공동정책 세미나 자료

김득갑 외(2011. 8). "유럽 재정위기의 향방과 세계경제"(CEO-Information 819호). 삼성경제연구소

박진호(2011. 8. 31). "EMU 국가부도위기 대응과 전망(2011-38)“. 한국은행

박진호 외(2011. 11. 17). "유로지역 국가채무위기에 대한 ECB의 정책 대응(2011-56)”. 한국은행

신종엽 외(2010). “과거 금융위기 사례분석을 통한 최근 글로벌 금융위기 전망” 보험연구원

이은미(2011.11). “유럽 재정위기의 향방과 한국의 對EU 수출, 한국무역협회

이재열(2000. 8). “중남미 금융위기의 반복 요인과 시사점” 한은조사연구

최준철(1993). “외채문제를 통해 본 중남미 경제” 중남미 연구

한국은행(2011.10). “금융안정보고서”, 한국은행

Allianz(2010). Eurozone debt crisis: impact on the economy. Working Paper

BIS(2011. 4). Detailed tables on preliminary locational and consolidated banking statistics

___(2011. 10). Detailed tables on preliminary locational and consolidated banking statistics

Carrasco, E.(2011. 4). "The 1980s: The Debt Crisis & The Lost Decade." The University of Iowa Center for International Finance and Development.

ECB(2011.4) Monthly Bulletin, April 2011

____(2011. 7). Monthly Bulletin-Monetary Policy Statistics, July 2011

EFSF(2011. 11). Newsletter November

European Commission(2011. 4). Quarterly Report on Euro Area

_____(2011. 9). Statistical Annex of European Economy,

Ifo(2011. 8. 17.). What will Eurobonds cost? Press Release.

IMF(2011. 9). World Economic Outlook Database, September 2011

____(2011. 9). World Economic and Financial Surveys: Fiscal Monitor, September 2011
____(2011). Global Financial Stability Report, Market Update.
IMD(2010). World Competitiveness Yearbook 2009
OECD(2009). Science, Technology and Industry Scoreboard 2009.
_____(2010). OECD Tourism Trends and Policies 2010
_____(2011). OECD Economic Outlook (2011/1)
World Economic Forum(2009). The Lisbon Review
_____(2010). Global Competitiveness Report 2009-2010
World Bank(2010). Doing Business 2010 Report
_____(2011). Global Economic Prospects