

CEO Information

2011. 8. 31. (제819호)

유럽 재정위기의 향방과 세계경제

목차

I. 유럽發 재정위기 확산 우려

II. 유럽 재정위기 향방의 핵심 변수

III. 향후 시나리오

IV. 영향 및 대응방안

작성 : 김득갑 연구전문위원(3780-8034)

europa.kim@samsung.com

구본관, 이종규, 전효찬 수석연구원

김경훈 선임, 이태환 수석연구원

《 요 약 》

유럽 재정위기의 향방, 스페인·이탈리아의 구제금융 신청 여부가 관건

유럽발 재정위기는 글로벌 금융위기 재발과 더블딥 우려를 증폭시키며 세계경제를 위협하고 있다. 그리스, 아일랜드, 포르투갈에 이어 스페인과 이탈리아가 재정 부실화로 구제금융을 신청할 것인가가 유럽 재정위기의 향방을 결정짓는 핵심 변수다. 이들 두 나라는 유로지역 경제의 28.4%를 차지하는 역대 3, 4위의 경제대국으로 경제적 영향력이 이미 구제금융을 신청한 국가와는 비교가 되지 않는다. 2014년 말까지 스페인과 이탈리아의 만기도래 국채와 이 기간 중 예상되는 재정적자 규모를 고려해볼 때, 구제금융 신청 시 필요한 지원 규모는 현 유로지역의 지원체제로 대응하는 데는 한계가 있어 추가 조치가 필요할 것으로 전망된다.

안정적 금리로 채권 발행이 가능해야 구제금융 신청 상황 회피가 가능

스페인과 이탈리아가 구제금융 신청이라는 최악의 상황을 회피하려면 시장불안을 완화할 필요가 있다. 시장불안으로 금리가 상승하면 채권시장에서 자본조달이 어려워진다. 시장안정을 위해서는 ① 긴축을 통한 채무상환능력과 ② 유동성 지원 확보가 필요하다.

채무상환능력을 확보하려면 경제성장을 통해 부채상환능력을 키우거나 재정긴축을 통해 부채규모를 축소해야 하는데, 스페인이나 이탈리아 모두 단기간 내 높은 성장을 실현하기 어렵기 때문에 현실적으로 유일한 대안은 강도 높은 재정긴축이다. 현재 스페인과 이탈리아는 재정준칙 설정, 증세, 지출 축소 등 재정긴축을 강화하고 있는데, 반대 여론과 사회적 저항을 극복하고 일관성 있게 재정긴축을 추진할 수 있을지가 관건이다.

또한 재정위기에 처한 국가에 대한 유동성 지원이 適期에 충분히 제공되어야만 재정위기 확산을 차단할 수 있다. 유럽재정안정기금(EFSF)이 단순한 구제금융 지원에서 탈피하여 재정위기국에 대한 국채 매입과 은행에 대한 자본확충을 지원하는 등 선제적 역할을 수행하는 것이 중요하다. 또한 스페인과 이탈리아의 구제금융 신청 가능성에 대비하여 유럽재정안정기금의 실질 대출여력을 확대하는 자본확충도 필요하다.

유럽 재정위기의 3대 시나리오

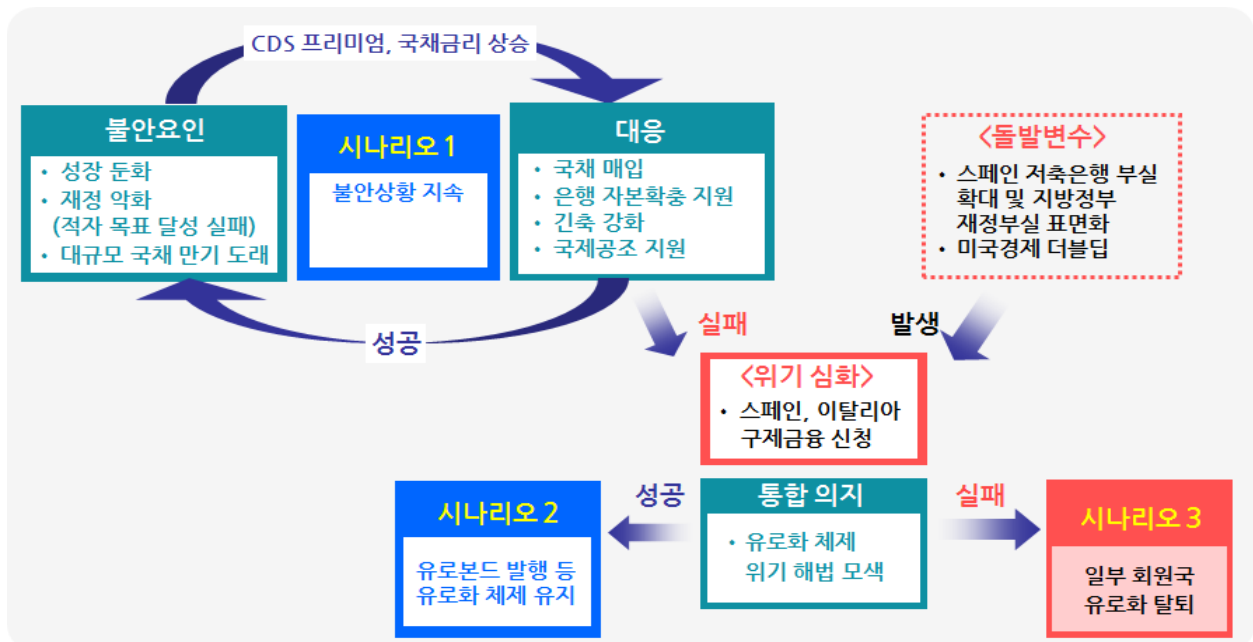
유럽 재정위기의 향방으로 다음의 3가지 시나리오를 제시한다.

시나리오 ① 불안상황 지속(확률 70%)은 현재로서는 가장 가능성이 높은 시나리오다. 스페인과 이탈리아가 긴축 의지를 갖고 있으며, EU도 금융시장 안정을 위해 유럽재정안정기금(EFSF)을 통해 이들 국가의 국채를 매입하는 등 일정 수준의 유동성을 공급할 것으로 예상된다. 구제금융을 신청할 정도의 위기상황까지는 가지 않을

것으로 보인다. 다만, 경기침체로 인해 추가 긴축을 단행하기 어렵기 때문에 재정적자가 확대되고 정부부채가 늘어날 수 있어, 국채의 만기도래가 집중되거나 EU와 IMF의 긴축프로그램 이행 평가가 발표되는 시점을 전후로 위기감이 고조될 수 있다.

시나리오 ② 위기 심화(확률 25%)는 스페인 저축은행 부실 확대, 미국 더블딥 등 돌발악재의 발생으로 재정부실화 위험이 커져 채권금리가 급상승함에 따라 스페인과 이탈리아 모두 구제금융을 신청하는 경우다. 그러나 유로본드 발행 등 위기극복을 위해 노력하면 유로화 체제의 해체까지는 이르지 않을 것이다.

시나리오 ③ 일부 회원국의 유로화 탈퇴(확률 5%) 시나리오로는 가능성은 낮으나, 스페인과 이탈리아가 구제금융을 신청해 위기 극복이 어려워진 상황에서 회원국 간 갈등이 심화되면 일부 회원국이 채무탕감을 조건으로 탈퇴하며 발생할 수 있다.



유럽 재정위기 확산 시 세계경제와 한국경제에 악영향

유럽 재정위기가 뚜렷한 해결책 없이 현재와 같은 불안상태가 지속되면 세계경제의 성장세는 제약될 수밖에 없다. 만일 스페인과 이탈리아가 구제금융을 신청하는 상황까지 악화되면 글로벌 신용경색이 초래되고, 이로 인해 투자 및 소비 부진과 교역 위축 등이 발생해 세계경제는 성장률이 현 상황에 비해 최소 1.5%p 이상 감소하여 더블딥에 빠질 수 있다. 한국경제도 금융시장 불안과 세계경제 성장세 둔화에 따른 수출부진으로 심각한 영향을 받을 것이다.

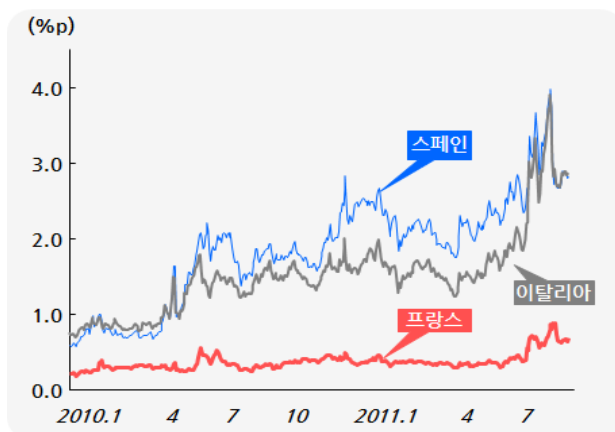
유럽 재정위기는 유로지역만의 문제가 아닌 세계경제의 공동 현안으로 접근해야 한다. 따라서 2011년 11월로 예정된 G20 칸 정상회의에서 위기극복 해법을 모색하는 데 한국정부가 적극적인 역할을 수행할 필요가 있다. 또한 국내 금융시장의 불안정성 확대를 억제하면서 대외여건 악화에도 사전 대비해야 한다.

I. 유럽發 재정위기 확산 우려

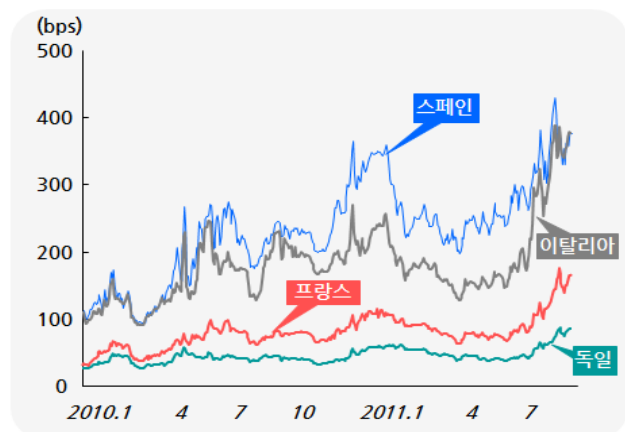
유럽 재정위기, 그리스를 넘어 스페인과 이탈리아로 확산

- 그리스 등 재정위기국에 대한 EU와 IMF의 구제금융 지원에도 불구하고 유럽 재정위기는 잠복과 재발을 반복하며 3차 위기로 비화될 우려
 - 2010년 5월 그리스에 대해 1,100억유로의 구제금융을 지원한 EU와 IMF는 2010년 11월과 2011년 4월 아일랜드와 포르투갈에 대해 각각 850억유로와 780억유로의 구제금융을 지원(1차 위기)
 - 디폴트 위기에 재직면한 그리스가 2011년 6월 다시 구제금융을 요청¹⁾ (2차 위기)
 - 최근에는 스페인과 이탈리아의 재정위기 가능성이 본격적으로 거론되며 유럽 재정위기가 확산될 우려(3차 위기)
 - 2011년 7월 스페인과 이탈리아의 재정위기에 대한 우려감 고조로 이들 국가의 국채 금리와 CDS 프리미엄이 급상승

10년물 국채 금리의 독일 대비 격차



국채 CDS 프리미엄



자료: Bloomberg

- 심지어 재정악화를 이유로 유럽 내 최상위 신용등급 국가 중 하나인 프랑스의 신용등급 강등설까지 대두되고 있는 실정

¹⁾ 2011년 7월 21일 EU와 IMF는 그리스에 대해 1,090억유로를 추가 지원하기로 결정

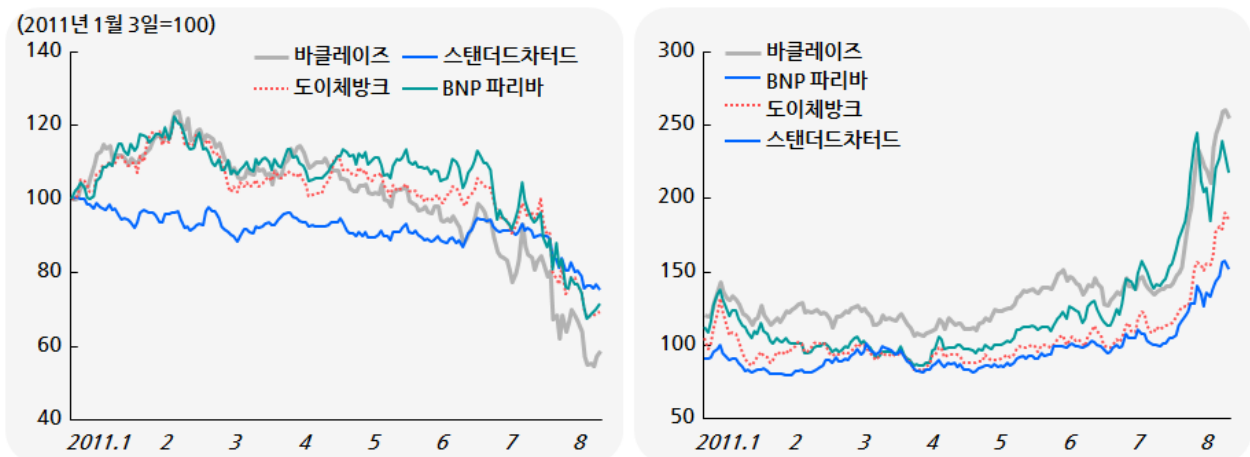
유럽發 재정위기 심화 시 금융위기 재발과 더블딥이 우려

□ 재정위기의 여파로 유럽 금융기관의 부실 가능성이 표면으로 부상하고 신용경색 현상이 가시화

- 재정위기국의 국채를 대량 보유하고 있는 유럽 금융기관의 건전성에 대한 불신이 표출되며 주가가 폭락하고 CDS 프리미엄이 급등

• 주가 하락 폭(2011년 7월 22일~8월 22일): 바클레이즈 40.8%, BNP 파리바 35.5%, 도이체방크 31.7%, 스탠더드차터드 17.8% 등

유럽 대형 금융기관 주가와 CDS 프리미엄 추이



자료: Bloomberg

- 은행 간 대출기피 현상 심화, 유로지역 은행의 자금난 가중 등 신용 경색 현상이 발생

• 유로지역의 은행 간 3개월물 대출금리가 2011년 초부터 가파르게 상승(1.000%(2011년 1월 1일) → 1.539%(2011년 8월 24일))

• 2011년 6월 중순 이후 유로지역 은행의 CP(상업어음) 발행이 16% 감소했고, 8월부터는 채권 발행이 아예 불가능

• 미국의 대형 머니마켓펀드(MMF)도 유럽은행에 대한 대출 규모를 2008년 이래 최저 수준으로 축소²⁾

²⁾ 미국의 10대 MMF는 유럽은행에 대한 대출을 2011년 6월 말 3,400억달러(전체의 48.7%)에서 7월 말 3,093억달러(전체의 47%)로 축소

□ 글로벌 경제위기의 충격에서 완전히 벗어나지 못한 상태에서 유럽發 재정위기가 확산되면 세계경제는 더블딥 국면에 진입할 우려

- 재정위기에 따른 금융불안 심화로 유로지역 경제는 이미 성장이 본격적으로 둔화

· 유로지역 경제성장률(전기 대비): 0.8%(2011년 1/4분기) → 0.2% (2011년 2/4분기)

- 미국경제도 재정 부실화 우려와 이에 따른 재정긴축 가능성 때문에 둔화되는 조짐

· 미국 GDP 성장률(전기 대비 연율, 평균): 2.4%(2010년 하반기) → 0.7%(2011년 상반기)

- 유럽發 재정 및 금융 위기는 미국경제의 더블딥 가능성을 증폭시키며 세계경제의 침체를 가속화할 우려

□ 특히 스페인과 이탈리아의 재정위기 발생 가능성에 주목할 필요

- 이탈리아와 스페인은 유로지역 3, 4위 경제대국으로 역내 경제 규모의 28.4%를 차지하는 핵심 국가

- 유로지역 내 강한 금융연계를 고려할 때 이탈리아와 스페인의 재정 위기는 역내 국가로 급속히 전이될 가능성이 높음

· 재정위기국에 대한 대출이 많은 프랑스와 독일의 금융기관 부실이 확대되어 이들 국가의 재정도 악화될 위험

□ 글로벌 금융시장과 세계경제에 심각한 영향을 미칠 유럽 재정위기의 향후 전개 방향을 스페인과 이탈리아의 재정위기 확산 가능성을 중심으로 점검

II. 유럽 재정위기 향방의 핵심 변수

스페인, 이탈리아의 구제금융 신청 여부가 관건

□ 스페인과 이탈리아가 '부채의 덩'(debt trap)'에 빠져 구제금융을 신청할 것인지가 유럽 재정위기의 향방을 결정짓는 핵심 변수

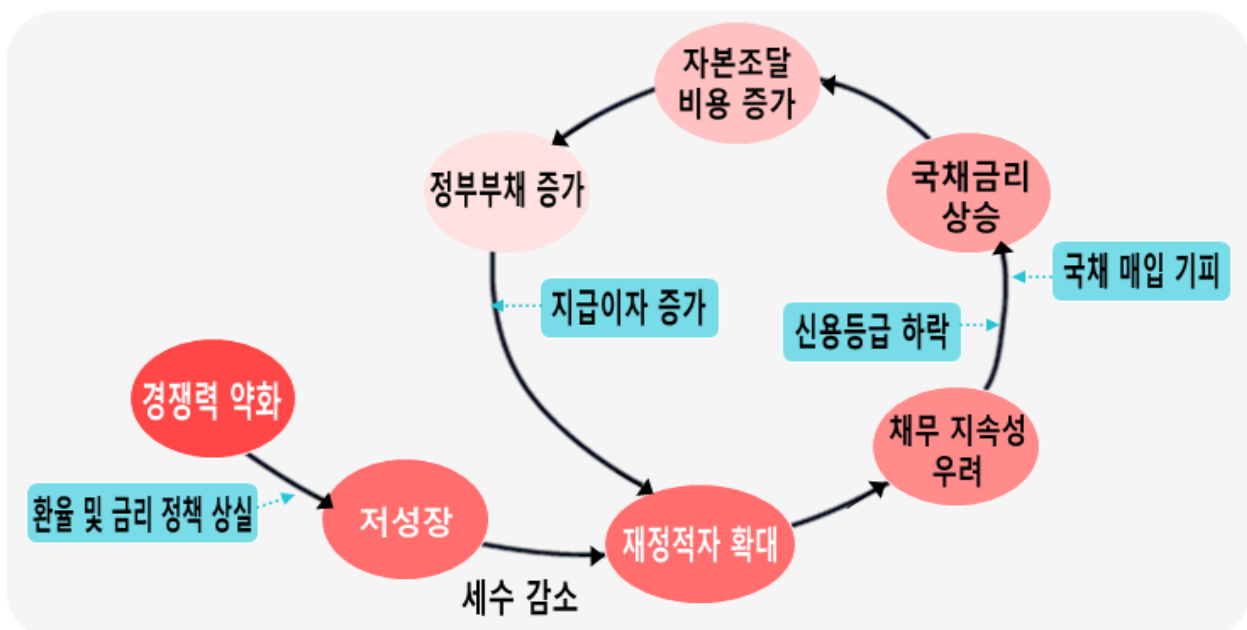
- '부채의 덩'이란 경제성장이 국가채무로 인한 지급이자를 감당하지 못해 부채가 눈덩이처럼 불어나는 현상을 의미

· 기존 구제금융 3국의 정부부채 증가에서 지급이자가 차지하는 비중:
21.2%(2009년)→29.4%(2010년)→45.4%(2011년)

- 이미 '부채의 덩'에 빠진 구제금융 3국 이외에 스페인과 이탈리아도 재정이 취약한 상황

□ 재정위기 확산을 차단하려면 재정긴축 등을 통해 채무상환능력을 확보하거나, 재정위기국에 대한 충분한 유동성 지원이 이루어져야 함

유로지역 국가의 '부채의 덩(debt trap)' 메커니즘



1. 스페인과 이탈리아의 구제금융 신청 가능성

재정부실 확대 위험

□ 스페인은 저축은행의 부실 확대와 지방정부의 재정악화로 인해 '부채의 덩어리'에 빠질 수 있다는 우려가 제기

- 2010년 정부부채가 GDP 대비 60%로 비교적 낮은 수준이나, 지급이자 증가와 기초재정수지 적자 지속으로 정부부채 비율이 증가 추세
- 부실 저축은행에 대한 재정투입으로 향후 정부부채가 급증할 우려
 - 경기침체로 인한 주택분양 저조,³⁾ 지가 하락 등으로 저축은행의 대출 연체율이 8~10% 수준으로 상승했으며, 잠재적 부실자산은 2011년 2월 현재 총 1,125억유로
 - 2011년 9월 완료 예정인 저축은행의 구조조정 과정에서 재정투입 규모가 당초 예상을 크게 상회할 가능성도 제기⁴⁾
- 2011년 11월 12일 실시될 총선을 계기로 국가재정의 50%를 차지하는 지방정부의 부실재정 문제⁵⁾가 표면화될 위험도 존재

□ 채권 발행을 통해 재정적자를 보전해온 이탈리아도 이자부담 급증으로 재정위기에 노출

- 현 경제성장 추세를 감안할 때 2010년 현재 GDP 대비 119%(1조 8,430억유로)인 국가채무는 향후 지속적으로 증가할 전망
 - 경제성장률⁶⁾ 1.3%, 국채 조달금리⁷⁾ 4.5%를 가정할 경우 이탈리아 정부부채는 2014년 GDP 대비 123.3%로 늘어날 전망

³⁾ 미분양 신규주택은 70만~100만채로 추정

⁴⁾ 스페인중앙은행은 자본확충 필요액을 151억유로로 추정하고 있지만, 무디스는 500억~1,200억유로로 추산

⁵⁾ 지방정부의 부채는 2008년 이후 2배로 증가해 1,150억유로에 달하는 것으로 추정되고 있는데, EU 통계상 정부부채로 잡히지 않은 지방정부 소유기업(5,200개)의 부채가 264억유로로 추정되는 등 지방정부의 재정부실 규모가 추가 공개될 가능성도 배제할 수 없음

⁶⁾ IMF가 전망한 이탈리아의 2011~2014년 평균 경제성장률

⁷⁾ 가중평균금리

조달금리 시나리오별 이탈리아 정부부채 변화 전망

(단위: %)

가정		2010년	2011년	2012년	2013년	2014년
경제성장률(실질)		1.3	1.1	1.3	1.4	1.4
기초재정수지(GDP 대비)		-0.3	0.2	1.2	1.6	1.9
정부부채 (GDP 대비)	조달금리: 3.5%	119.0	120.3	120.9	120.6	120.0
	조달금리: 4.5%	119.0	120.3	121.2	122.3	123.3
	조달금리: 5.5%	119.0	120.3	122.3	124.7	127.0

주: 1) 경제성장률과 기초재정수지는 IMF의 전망치를 사용

2) 조달금리는 만기가 다른 국채의 가중평균치, 시나리오별 금리는 2011년과 2014년 평균
자료: IMF, WEO를 토대로 삼성경제연구소 계산

스페인과 이탈리아의 구제금융 신청은 유럽의 전면적 재정위기를 초래

□ 스페인과 이탈리아가 구제금융을 신청한다면 현 유로지역의 지원체제로는 대응이 불가능할 전망

- 2011년 8월부터 2014년 12월까지 스페인, 이탈리아를 포함한 재정 취약국의 만기도래 국채(1조 1,770억유로)와 재정적자(6,240억유로)를 모두 합하면 총 1조 8,000억유로로 예상
- 스페인과 이탈리아가 구제금융을 신청하면 유럽재정안정기금(EFSF)⁸⁾의 자본확충이 어려워져 재정위기국에 대한 지원이 불가능
 - EFSF 규정⁹⁾에 따르면 구제금융 신청국은 다른 회원국이 허락하면 EFSF의 자본확충에 참여하지 않아도 됨
 - 만일 EFSF 자본비중이 각각 11.9%, 17.9%인 스페인과 이탈리아가 EFSF 자본확충에서 제외된다면, EFSF의 실질 대출여력은 4,400억 유로에서 3,030억유로로 축소

⁸⁾ EFSF(European Financial Stability Facility)는 유로지역의 금융시장 안정을 위한 구제금융 지원을 위해 한시적으로 2010년 5월 룩셈부르크에 설립되었으며, 2013년 7월부터 상설기구인 ESM(European Stability Mechanism)으로 대체될 예정

⁹⁾ EFSF 설립협정(Framework Agreement) 2조 7항

2. 채무상환능력 확보와 유동성 지원 여부

- 스페인과 이탈리아가 구제금융 신청 상황을 회피하기 위해서는 저리로 채권을 발행할 수 있는 채무상환능력과 유동성 지원 확보가 관건
 - 조달금리가 높아져 채권시장에서 자본조달이 어려워지면 디폴트를 피하기 위해 구제금융 신청이 불가피
 - 시장에서는 스페인과 이탈리아의 국가채무 지속 가능성을 보장할 수 있는 국채금리(10년물) 상한선을 7%로 간주
 - 국채금리 안정을 위해서는 재정위기 당사국의 채무상환능력과 유동성 확보가 중요

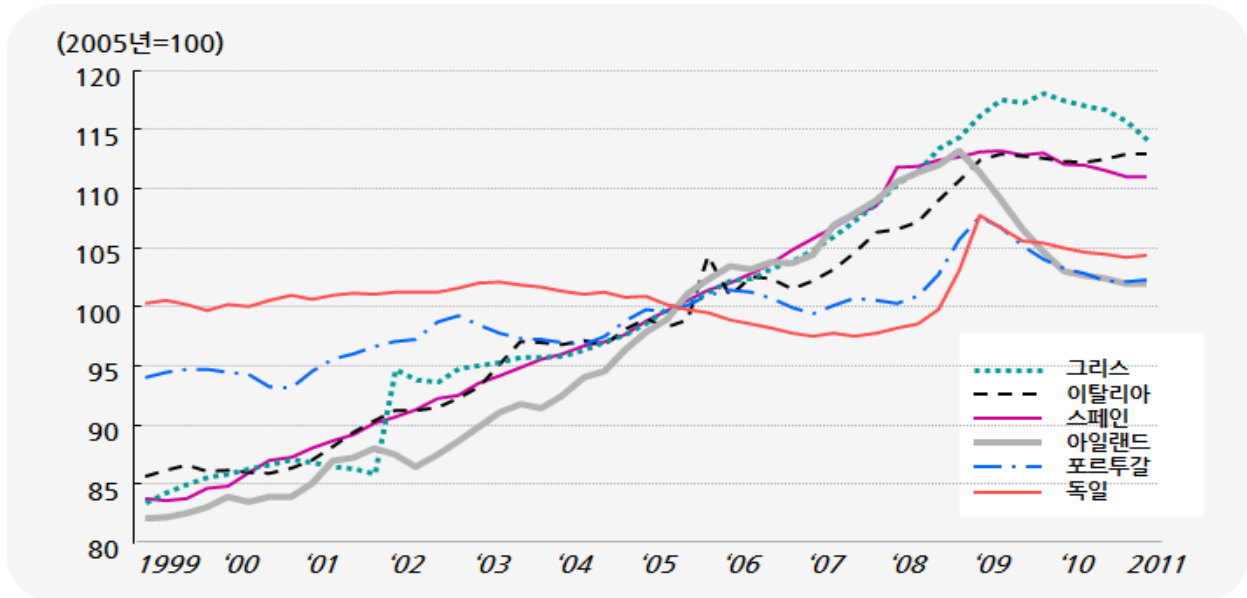
(1) 채무상환능력 확보

- 채무상환능력의 확보는 '부채의 덩'을 피할 수 있는 근본적인 대책
 - 채무상환능력을 확보하지 못한 상태에서의 재정위기국에 대한 유동성 지원은 단순히 시간을 벌어주는 효과에 불과
 - 경제성장을 통해 부채를 상환할 능력을 키우거나, 재정긴축을 통해 부채 규모를 축소함으로써 채무상환능력을 확보할 수 있음
 - 인플레이션 용인, 국가부도, 채무조정 등은 스페인과 이탈리아가 택할 수 없는 대안
- 스페인과 이탈리아가 경제성장을 통해 채무상환능력을 확보하기는 현실적으로 어려운 상황
 - 경쟁력 약화로 2011~2016년간 스페인과 이탈리아의 연평균 경제성장률은 각각 1.6%와 1.3%로 유로지역 평균(1.8%)을 하회할 전망¹⁰⁾

¹⁰⁾ IMF, WEO.

- 1999년 이후 노동생산성을 상회하는 지속적인 임금 상승으로 가격 경쟁력이 약화¹¹⁾

단위당 노동비용 추이



주: 2005년 기준, 계절조정지수

자료: OECD

- 유로화를 채택한 결과 평가절하를 통한 수출 확대와 금리인하에 의한 경기부양 등 독자적인 환율 및 금리 정책 추진이 불가능
- 경제성장이 저조한 상황에서 재정적자를 줄이기 위해서는 강도 높은 재정긴축이 필요
 - 스페인과 이탈리아는 재정적자 목표 달성을 위해 긴축을 강화
 - 스페인은 독일¹²⁾과 프랑스의 요구를 수용하여 여야 합의로 재정적자 상한선(2020년부터 GDP 대비 0.4%로 제한)을 헌법에 명시
 - 이탈리아는 부유층 소득세(5~10%) 신설, 금융소득세율 인상 등을 통해 2013년까지 재정적자를 455억유로 감축할 계획

¹¹⁾ 2000~2010년간 단위당 노동비용 증가율은 스페인 29.4%, 이탈리아 31.4%인 반면, 독일은 5.9%

¹²⁾ 2009년에 독일은 2016년부터 재정적자 상한선을 GDP의 0.35%로 제한하는 법을 제정

- 인구 고령화와 경기침체에 따른 실업자 증가에도 불구하고 연금 및 복지 분야의 추가 긴축조치가 요구되는 상황
 - 스페인과 이탈리아의 정부지출 중 복지분야 비중은 각각 50.5%, 55.3%로 복지지출 감축은 재정긴축의 핵심 과제
 - 연립정부로 정치 기반이 취약한 상황에서 사회적 저항을 극복하고 일관된 긴축정책을 추진할 수 있는지가 관건

(2) 유동성 지원 확보

- 재정위기에 직면한 국가에 대한 유동성 지원을 適期에 충분히 제공할 수 있어야만 재정위기 확산을 차단할 수 있음
- EU는 EFSF의 역할 확대를 통해 시장안정을 도모하고 있는데, 추가 자본 확충 여부가 중요
 - EFSF는 단순한 구제금융 지원에서 탈피해 유로지역 국가의 국채 매입과 은행 자본확충을 지원하는 등 선제적 역할까지도 수행할 계획
 - 2011년 8월 7일 유럽중앙은행(ECB)이 국채 매입을 재개한 이후 총 363억유로어치를 매입하여 국채금리가 빠르게 안정되고 있었으나, 독일 등의 반대로 ECB의 국채 매입 확대는 한계
 - 추가 구제금융 지원 가능성과 향후 역할 확대를 고려하면 자본 확충이 필요
 - EFSF의 실질 대출여력은 2011년 10월 말까지 4,400억유로로 확대될 것으로 예상¹³⁾되나, 이는 2013년까지 구제금융 3국과 스페인의 만기도래 국채(약 3,920억유로)를 매입할 수 있는 수준에 불과

¹³⁾ 2011년 3월 24~25일 유로지역 재무장관 회의에서 실질 대출여력을 기존 2,550억유로에서 4,400억 유로로 증액하기로 합의(현재 핀란드가 그리스 구제금융 지원 시 담보물 제공을 요구해 EFSF의 자본확충이 난항을 겪고 있으나, 17개국 의회의 승인을 받으면 실행)

- 특히 스페인과 이탈리아의 구제금융 신청 가능성에 대비하려면 약 1조 4,200억유로의 실질 대출여력이 필요
- 2013년 말까지 만기도래하는 재정위기 5개국의 국채 규모 9,360억 유로, 향후 3년간 재정적자 약 4,900억유로를 고려한 규모
- 단, 기존의 구제금융기금 조성 시 적용된 EU와 IMF의 분담비율 (2:1)이 유지된다면, EFSF의 실질 대출여력에 대한 부담분은 약 9,500억유로로 축소

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

(단위: 억유로)

구분	그리스	포르투갈	아일랜드	스페인	이탈리아	PIIGS
만기도래 국채	878	405	163	2,471	5,442	9,359
+ 재정적자	419	296	432	1,884	1,832	4,863
= 실질 대출 필요액	1,297	701	595	4,355	7,274	14,222
EFSF 자본금	2,140	1,156	982	7,187	12,001	23,465

주: EFSF 자본금(회원국 보증 규모)은 실질 대출 필요액의 165% 규모

자료: IMF, WEO.; Bloomberg

- 유로지역 소속 17개국이 시장에서 저리로 자금을 조달할 수 있도록 유로본드(Eurobond)를 발행하는 방안도 유동성 지원의 대안으로 대두
- 유로본드는 17개국이 공동 보증을 서 발행하는 유로화 표시 국채

유로본드 발행(안)

- ▷ 유럽채무기구(EDA: European Debt Agency)를 설립해 채권 물량과 발행 시기, 회원국 배분 방식 등을 결정하여 회원국에 유동성을 공급
- 17개 회원국이 공동 보증하므로 재정위기국은 저금리로 자금조달이 가능하나, 독일 등 신용도가 높은 국가는 조달금리가 높아지는 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*.)

- 시장불안이 확대되면 학계를 중심으로 제기되던 유로본드 발행 논의가 구체화될 가능성¹⁴⁾
 - 유로본드를 발행하면 EFSF의 자본확충 압력 해소, 회원국 간 금리 격차 축소에 따른 채권시장 안정 및 확대 등의 긍정적 효과가 기대
- 그러나 독일, 프랑스 등 일부 회원국은 물가불안 심화, 재정위기국의 도덕적 해이 초래, 자국의 국채금리 상승 등을 우려해 유로본드 발행을 반대
 - 유로본드 발행 시 조달금리 상승으로 독일의 차입 비용이 연간 330억~470억유로 증가할 것으로 추정¹⁵⁾
 - 독일과 프랑스는 재정통합이 미흡한 상태에서 유로본드 도입은 시기상조라며 유로본드 도입 반대의사를 2011년 8월 17일 파리 정상회담에서 확인

유럽 재정위기에 대한 독일의 입장

- ▷ 근검절약이 몸에 밴 독일인은 낭비벽이 심한 남유럽 국가들이 흥청망청 소비한 대가를 치르고 있다고 생각
- ▷ 때문에 정서적으로 재정취약국 지원에 부정적 입장
 - 동독주민을 위해 엄청난 통일 비용을 치른 독일은 또 다른 재정취약국을 지원 하는 것에 반대하고, 리스본조약 125조(No Bailout clause) 준수를 주장
 - 독일 대통령과 독일연방은행 총재는 ECB의 스페인과 이탈리아 국채 매입을 강력 비판
- ▷ 연립정부를 구성하는 기민당과 자민당은 재정취약국 지원에 부정적인 반면, 헬무트 콜 전 총리와 야당인 사민당은 앙겔라 메르켈 총리의 미온적인 대응을 비판
- ▷ 독일은 시장에 끌려다니는 단기 대응책(유동성 지원 등)보다 장기적 체질 강화를 중시하는 정책을 선호

¹⁴⁾ 장클로드 융커 룩셈부르크 총리와 줄리오 트레몬티 이탈리아 재무장관은 2010년 12월 5일 『파이낸셜 타임스』 공동 기고를 통해 유로본드 발행을 주장

¹⁵⁾ Ifo (2011. 8. 17.). What will Eurobonds cost? Press Release.

Ⅲ. 향후 시나리오

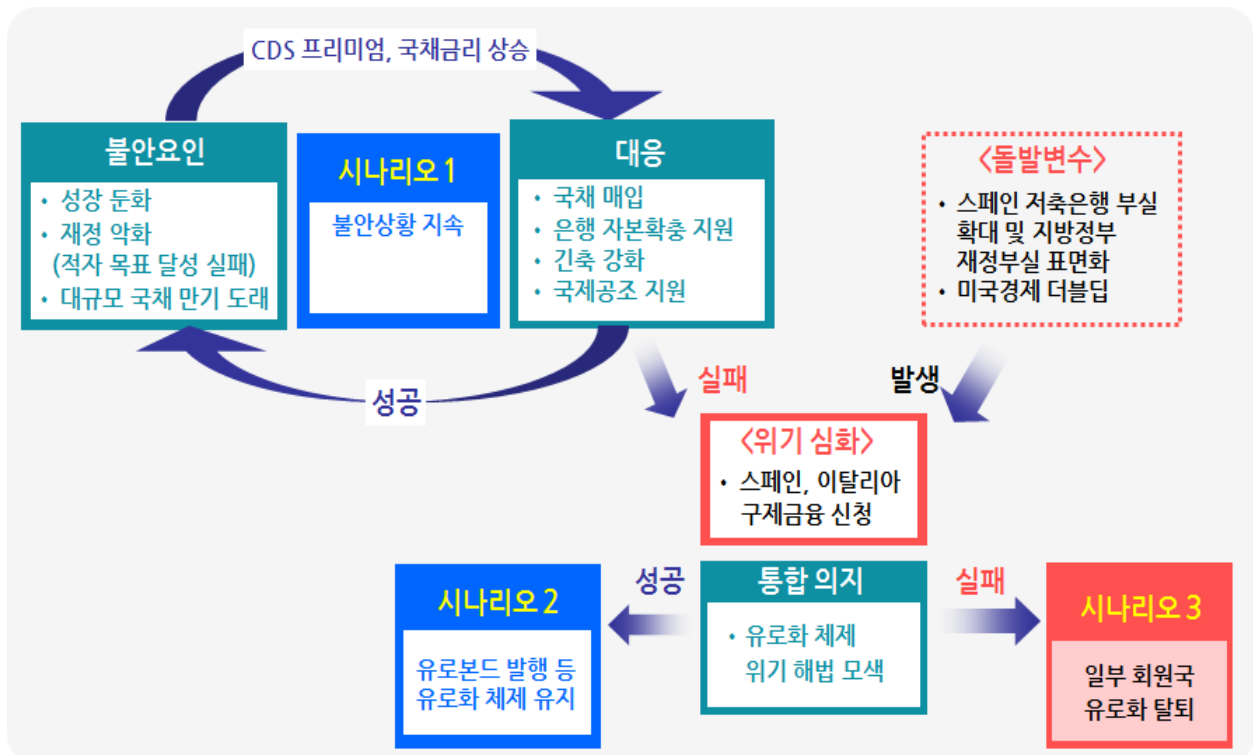
유럽 재정위기의 3대 시나리오

- 스페인과 이탈리아가 채권 발행을 통한 자금조달이 어려워 구제금융을 신청하느냐가 유럽 재정위기의 분수령

유럽 재정위기 3대 시나리오(2012년까지)

구분	내용	확률
시나리오 1	불안상황 지속: 현 상황 유지	70%
시나리오 2	위기 심화: 스페인과 이탈리아 구제금융 신청	25%
시나리오 3	일부 회원국 유로화 탈퇴	5%

유럽 재정위기 시나리오



시나리오 ①: 불안상황 지속(확률 70%)

- 스페인과 이탈리아의 경제성장 둔화에 따른 재정악화로 시장불안 확대
 - 세계경제 둔화와 내수침체로 인해 경제성장률이 하락하면서 재정적자 목표 달성에 실패할 가능성이 높음
 - 2011년 2/4분기부터 유로지역 국가의 성장세가 본격 둔화되어 하반기에는 성장 정체까지 우려되는 상황
 - 국채의 만기도래가 집중되거나 EU와 IMF의 긴축프로그램 이행 평가가 발표되는 시점을 전후로 하여 위기감이 고조
 - 스페인과 이탈리아의 재정 지속성에 대한 우려가 커지면서 국채의 CDS 프리미엄이 400bp를 넘어서고, 국채금리(10년물)도 5~6%로 상승
- EU는 재정위기가 스페인과 이탈리아로 확산되는 것을 차단하기 위해 유동성 지원 등 추가 대응에 나서 구제금융 신청 상황은 회피
 - 스페인과 이탈리아가 낮은 금리로 국채 발행을 통해 자금을 조달할 수 있도록 EFSF는 국채 매입을 강화
 - 정치적 부담을 갖고 있는 ECB를 대신해 2011년 10월부터 EFSF의 국채 매입이 본격화될 전망¹⁶⁾
 - ECB는 금융시장 안정을 위해 은행권에 무제한 유동성 공급, EFSF는 은행 자본확충 지원에 나설 것으로 예상

¹⁶⁾ 2011년 7월 21일 EU 정상은 EFSF가 국채 매입과 은행 자본확충 지원에 나설 수 있도록 합의

- 스페인과 이탈리아도 재정적자 목표 달성을 위한 긴축을 강화해 유로 지역 전체로 위기가 확산되는 것을 방지하기 위해 노력
 - 스페인과 이탈리아 정부는 균형재정 달성 시기를 앞당기기 위한 추가 긴축조치를 잇달아 제시
 - 재정지출을 억제하는 한편, 세수확충을 위해 증세를 추진
 - 대기업 세금 징수 강화(스페인), 부유층 소득세 신설 및 금융소득 세율 인상(이탈리아) 등을 추진할 방침
- 유럽 재정위기가 세계경제와 글로벌 금융시장의 불안요인으로 작용함에 따라 국제사회의 공조 노력도 가시화
 - IMF는 구제금융 자금을 신속하게 집행하여 구제금융 3국의 위기가 스페인과 이탈리아로 전이되는 것을 차단
 - 중국, 러시아, 중동(국부펀드) 국가도 스페인과 이탈리아의 국채 매입에 나서는 등 국제사회의 지원이 강화될 전망
 - 2011년 8월 25일 니콜라 사르코지 대통령의 중국 방문은 재정위기 해소를 위한 국채 매입 요구가 주 목적
- 반면, 재정위기의 해결책으로 거론되는 유로본드 발행은 독일의 반대에 부딪혀 별다른 성과가 없을 전망
 - 재정위기국을 중심으로 유로본드 발행을 주장하는 목소리가 커질 것으로 예상되지만, 독일의 반대로 논의 수준에 그칠 가능성
 - 지방선거를 앞둔 독일의 메르켈 총리는 연정 파트너인 자민당의 반대 입장이 강해 유로본드 발행에 강경 노선을 고수

시나리오 ②: 위기 심화(확률 25%)

- 대내외 돌발변수로 인해 스페인과 이탈리아의 재정 취약성이 더욱 부각 되면 위기상황이 도래
 - 외부 돌발변수: 미국경제의 더블딥이 현실화되면 세계경제는 물론 유로지역 경제의 침체가 가속화
 - 경제난 심화로 추가 긴축도 어려워 스페인과 이탈리아의 재정적자 감축 목표는 대폭 수정이 불가피
 - 내부 돌발변수: 그동안 잠복해 있던 스페인 저축은행의 부실 확대와 지방정부의 재정부실 문제가 표면화
- 국채금리가 급등하고 채권시장을 통한 자금조달이 막히면 스페인과 이탈리아가 구제금융을 신청하는 전면적 위기상황이 발생
 - 스페인 저축은행 부실 확대 등이 발생하면 시장은 스페인과 이탈리아의 문제가 유동성 부족이 아닌 지급불능이라고 판단할 가능성
 - EFSF의 국채 매입에도 불구하고 신뢰 상실에 따른 시장의 투자 기피로 국채금리(10년물)가 7% 이상으로 가파르게 상승
 - EFSF의 국채 매입만으로는 시장신뢰를 획득하기 어려운 상황이 발생¹⁷⁾
 - 채권시장에서 자본조달이 어려워지면 디폴트 위기를 면하기 위해 양국은 EU와 IMF에 구제금융을 신청할 수밖에 없음
- 스페인과 이탈리아의 구제금융 지원을 감당할 수 있는 수준의 EFSF의 자본확충이 어려워 디폴트 위기가 확대

¹⁷⁾ 스페인과 이탈리아의 2011년 9월~2012년 상반기 중 만기도래 국채 규모만 3,805억유로

- EFSF 분담액의 약 30%를 차지하는 스페인과 이탈리아가 열외(Step out)될 경우, 독일이 약 8,700억유로의 막대한 금액을 부담해야 하는 상황에 직면
- 프랑스의 국가신용등급마저 강등되면 독일 등 5개 최상위 신용등급 국가의 재정부담은 더욱 가중
- 위기 확산의 원인 중 하나가 유로화 체제의 불완전성이라는 인식하에 재정통합 등 체제 개혁 노력이 가시화되어 유로화 해체 상황까지는 가지 않을 전망
- 스페인과 이탈리아의 디폴트 선언 시 최대 피해가 예상되는 프랑스와 독일 등이 위기극복을 위해 재정통합 노력에 동참
 - 재정위기 극복의 해법으로 유로본드 발행 등을 추진

시나리오 ③: 일부 회원국 유로화 탈퇴(확률 5%)

- 스페인과 이탈리아의 구제금융 신청 이후 사실상 디폴트 상태에 있는 그리스와 포르투갈 등이 대규모 채무탕감을 조건으로 유로화 체제에서 탈퇴
- 일부 회원국의 탈퇴를 계기로 유로화 해체 논의가 본격화
 - 재정위기 악화에 대한 책임 공방과 위기 해법을 둘러싼 회원국 간 갈등이 심화
 - 유로화 체제의 유지 비용보다 해체 비용이 적게 든다는 인식이 광범위하게 확산
 - 독일과 프랑스를 중심으로 이원적 유로화 체제 구성뿐 아니라 유로화 체제의 완전 해체 등이 논의

IV. 영향 및 대응방안

유럽 재정위기 악화 시 세계경제 성장에 악영향

□ 유럽 재정위기가 뚜렷한 해결책 없이 현재와 같은 불안상태가 지속되어 세계경제 흐름에 부담으로 작용

- 현재와 같은 상태에서는 금융시장의 불안이 반복적으로 발생
 - 재정취약국의 국채만기 도래, 재정긴축 실적 부진 등이 발생할 때마다 금융불안이 심화
- 재정위기에 직면한 유로지역이 재정부실을 해소하기 위해서는 지출 축소, 증세 등 재정긴축이 불가피해 경기회복이 지연
- 세계 수입시장의 25.6%(2010년 기준)¹⁸⁾를 차지하는 유로지역의 경기 둔화는 교역 위축을 통해 세계경제에 악영향
 - 유로지역 이외 국가도 유럽발 금융불안으로 투자와 소비가 둔화

□ 스페인과 이탈리아가 구제금융을 신청하는 상황까지 유럽 재정위기가 악화되면 금융위기로 발전하여 글로벌 신용경색을 초래

- 스페인과 이탈리아의 재정위기가 악화되면 전면적인 금융위기로 비화될 가능성
 - 이들 국가와 강한 금융연계(Financial Linkages)를 맺고 있는 프랑스, 독일, 영국 금융기관의 부실 확대에 대한 우려가 증폭되면서 금융 불안과 신용경색을 야기
- 부실 확대로 신용경색에 처한 유럽계 금융기관이 해외자금을 본격적으로 회수하면 동유럽, 중남미, 아시아 등 신흥국도 신용경색이 심화

¹⁸⁾ IMF, WEO.

- 특히 동유럽이나 중동국가뿐만 아니라 중남미, 아시아 국가도 대외 차입금 중 50% 이상을 유럽계 금융기관에서 차입

신흥국의 해외 차입금 규모와 대출처별 비중(2011년 3월 말 기준)

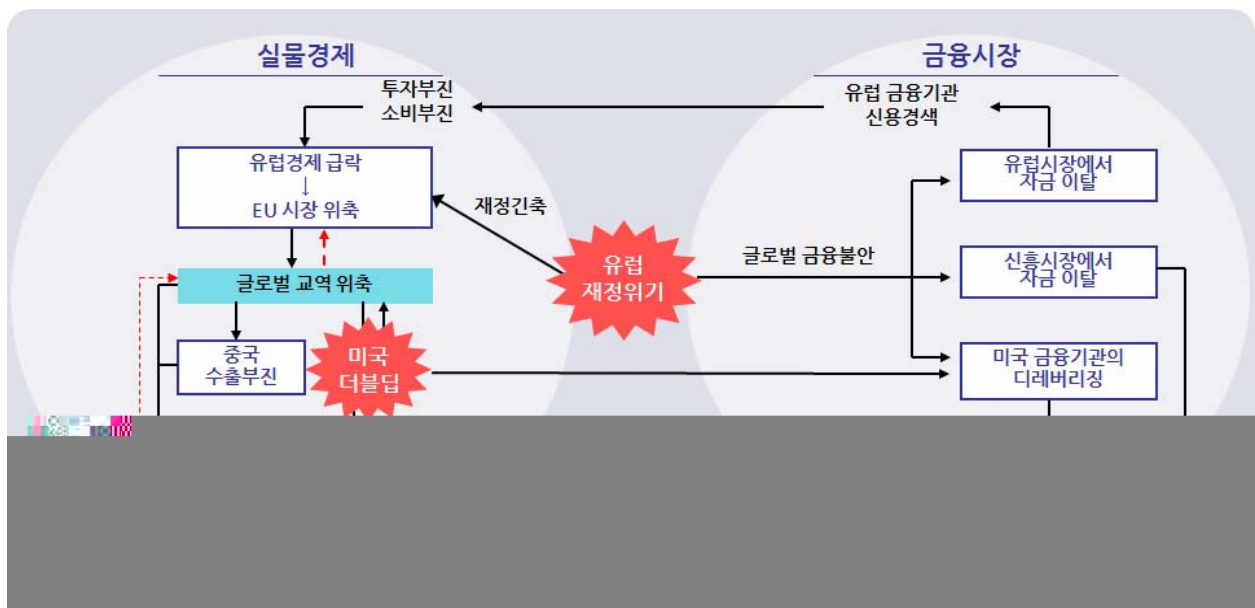
(단위: 10억달러)

구분	차입금	유럽계 은행	미국계 은행	일본계 은행
신흥국 합계	4,817	71.5%	15.1%	6.2%
동유럽	1,381	92.3%	5.6%	1.6%
중남미	1,177	67.3%	21.2%	5.3%
MENA(아랍권)	592	82.1%	9.8%	4.8%

자료: BIS (2011. 6.). Preliminary International Banking Statistics, First Quarter 2011.

□ 스페인, 이탈리아가 구제금융을 신청하면 투자 및 소비 부진과 이에 따른 교역 위축 등으로 세계경제는 성장률이 현 상황보다 최소 1.5%p 감소해 더블딥에 빠질 우려

- 성장률 하락 폭은 재정위기 발생지역인 유로지역 > 선진국 > 신흥국 순
- 글로벌 금융위기의 충격은 비교적 단기간인 1년 만에 극복된 것처럼 보이지만, 사실상 극약처방에 의한 임기응변적 조치에 불과하며 유럽 재정위기 발생 등 후유증으로 정상화에는 장기간이 소요¹⁹⁾



주: 화살표는 파급 경로, 실선과 점선은 상대적인 영향력의 크기(실선>점선)

¹⁹⁾ 과거 금융·재정 위기 사례에서도 위기 이후 경기하락이 4년 이상 지속되고 주택가격은 6년에 걸쳐 35% 하락하는 등 위기 이후 장기간 실물경기와 정부재정에 상당한 타격을 받음

한국의 금융위기 재발 가능성은 낮으나 금융불안은 지속

- 유럽 재정위기가 불안하지만 현 상황을 유지한다면 국내 금융시장에서 위기가 재발할 가능성은 높지 않으나, 시장 불안정성은 지속될 전망
 - 국내 금융기관의 재정위기국에 대한 익스포저, 재정위기국의 국내 증권투자 규모 등을 감안할 때 금융시장에 대한 영향은 제한
 - 국내 금융기관의 재정위기국 익스포저: 2011년 3월 말 26억 3,000만 달러(총 해외 익스포저 중 4.4%)
 - 재정위기국의 국내 증권투자 규모: 2011년 6월 말 15억 9,000만달러 (전체 외국인투자 규모의 3.6%)
 - 다만, 한국경제의 높은 대외 의존도를 감안할 때 주식시장 등 금융시장의 불안은 향후에도 지속될 전망
 - 만일 유럽의 재정위기가 악화되면 유럽 금융기관의 부실화에 따른 자본 회수로 국내 외국인자금 유출이 본격화되는 등 금융시장 불안이 확대²⁰⁾
- 유럽 재정위기 악화로 인한 세계경제 성장세 둔화 시 한국 실물경제에도 직간접적 타격이 예상
 - 2010년 무역의존도가 87.9%에 달하는 등 한국경제는 해외 경기변동에 매우 민감한 구조
 - 특히 EU는 한국 수출시장의 10.7%(2011년 1~7월 통관 기준)를 차지하여 미국, 일본보다 큰 규모

²⁰⁾ 글로벌 금융위기 당시(2008년 9월~2008년 12월) 외국인자금은 총 695억달러 유출(주식 74억달러, 채권 134억달러, 단기차입 487억달러)(기획재정부 외 (2010. 6. 14.). "거시건전성 제고를 위한 자본유출입 변동 완화방안." 보도자료.)

대외여건 악화에 사전 대비할 필요

- 국내 금융시장의 불안정성 확대를 억제하면서 대외여건 악화에도 사전 대비
 - 주식시장, 채권시장, 외화자금시장 등에서 외국인자금의 유출입 상황을 철저히 모니터링하여 시장 변동 조짐을 조기에 파악
 - 금융기관이 재정위기국 익스포저를 점진적으로 낮추도록 유도하여 위기상황 발생 시 국내 금융시장에 미칠 악영향을 최소화
 - 유럽과 미국 위주의 자본조달 경로를 중동 등 신흥국으로 다변화
 - G20, 한·중·일 등 대외 협력체제를 공고히 하고, 통화스와프 체결 대상국을 확대하여 금융시장 불안 시 외화유동성의 안정적 확보 수단을 마련
- G20 트로이카(한국-프랑스-멕시코)의 일원으로 한국은 유럽 재정위기의 해법을 모색하는 데 적극 참여
 - 유럽 재정위기는 유로지역만의 문제가 아닌 세계경제의 공동 현안으로 접근해야 할 상황
 - 適期 대응에 실패하면 세계경제와 글로벌 금융시장에 큰 충격을 주고, 한국경제에도 악영향
 - G20 칸 정상회의(2011년 11월 3~4일)에서 유로지역의 과감한 대응을 촉구하는 한편, 국제공조 방안도 모색 ㉔

【 지표로 보는 경제 Trend 】

< 1일 지표 >

		8. 23	8. 24	8. 25	8. 26	8. 29
환율	원/달러(종가기준)	1,078.00	1,082.20	1,086.40	1,081.80	1,074.00
	엔/달러(뉴욕시장)	76.860	76.750	76.990	77.440	76.765
	달러/유로(뉴욕시장)	1.43600	1.44310	1.44100	1.43720	1.44860
금리	회사채(3년AA-, %)	4.25	4.19	4.19	4.21	4.24
	국고채(3년, %)	3.52	3.46	3.46	3.48	3.51
	CD (91일, %)	3.59	3.59	3.59	3.59	3.59
	LIBOR (3개월, %)	0.31178	0.31428	0.31900	0.32278	0.32278
국제 원자재 가격	두바이(S, \$/배럴)	104.58	104.73	106.54	105.98	106.85
	WTI(S, \$/배럴)	86.61	85.09	85.13	85.37	87.38
	CRB 현물가격지수	540.57	538.56	537.85	541.57	..
주가지수(KOSPI, 증가)		1,776.68	1,754.78	1,764.58	1,778.95	1,829.50
한국 5년만기 CDS 프리미엄		139	148	140	146	141

< 월별 지표 >

	2009년	2010년	2011.3월	2011.4월	2011.5월	2011.6월	2011.7월
제조업생산 증가율 ¹⁾	-0.2	16.7	9.4	7.1	8.3	6.4	..
평균가동률	74.4	81.2	82.4	80.4	81.4	82.5	..
서비스업생산 증가율	1.8	3.9	3.1	3.0	3.4	3.6	..
실업률	3.6	3.7	4.3	3.7	3.2	3.3	3.3
실업자(만명)	88.9	92.0	107.3	93.6	81.9	83.9	83.7
총취업자 수(만명)	2,350.6	2,382.9	2,384.6	2,430.3	2,466.1	2,475.2	2,463.6
소비자물가 상승률	2.8	2.9	4.7	4.2	4.1	4.4	4.7
생산자물가 상승률	-0.2	8.6	7.3	6.8	6.2	6.2	6.5
생활물가 상승률	2.1	3.3	4.9	4.1	3.8	4.3	4.8
수출(억달러, FOB) ²⁾	3,635.3	4,663.8	480.5	485.5	474.3	467.6	506.0
(증감률)	(-13.9)	(28.3)	(28.8)	(23.5)	(22.0)	(11.2)	(25.2)
수입(억달러, CIF)	3,230.9	4,252.1	454.9	441.6	453.1	449.0	442.8
(증감률)	(-25.8)	(31.6)	(27.9)	(24.3)	(30.0)	(27.3)	(25.0)
외환보유액(억달러)	2,699.9	2,915.7	2,986.2	3,072.0	3,050.8	3,044.8	3,110.3

1) 통계청 (2011. 7. 29.) “2011년 6월 및 2/4분기 산업활동동향”에 의거하여 작성

2) 관세청 (2011. 8. 16.) “2011년 7월 수출입 동향(확정치)”에 의거하여 작성

< 분기 지표 >

	2009년	2010년	2010년 2분기	2010년 3분기	2010년 4분기	2011년 1분기	2011년 2분기
GDP 성장률 ¹⁾	0.3	6.2	7.5	4.4	4.7	4.2	3.4
민간소비	0.0	4.1	3.5	3.6	2.9	2.8	3.1
설비투자	-9.8	25.0	30.5	26.6	15.9	11.7	7.6
건설투자	3.4	-1.4	-2.3	-3.1	-2.9	-11.9	-8.6
SERI 소비자태도지수 (연간은 연말 기준)	53.2	51.8	52.7	52.2	51.8	49.2	47.2
SERI 경제행복도지수 ²⁾ (연간은 연말 기준)	0.489	0.672	0.605	0.629	0.672	0.683	..
개인금융자산(조원) ³⁾	1,946.5	2,176.4	2,045.5	2,102.3	2,176.4	2,212.4	..
개인금융부채(조원)	854.8	937.3	877.7	896.9	937.3	949.0	..
채정수지(조원)	-17.6	16.7	-11.4	7.0	16.7	-4.4	..
경상수지(억달러) ⁴⁾	327.9	282.1	88.6	99.3	91.6	26.1	64.49
총대외지불부담(억달러) ⁵⁾	3,454	3,600	3,515	3,659	3,600	3,819	..

1) GDP 성장률은 전년동기 대비

2) 2010년 4/4분기부터 소득분배 부문 하위지수 산정법 개정으로 과거 자료와 상이

3) 개인금융자산 및 부채는 자금순환계정 기준

4) IMF 국제수지통계매뉴얼(BPM5) 기준

5) IMF, World Bank 등 9개 국제기구가 마련한 새로운 편제기준, 분기별 발표

< 주요국 통계 >

(전년동기 대비, %)

		2009년	2010년	2010년 2분기	2010년 3분기	2010년 4분기	2011년 1분기	2011년 2분기
미국	GDP 성장률 ¹⁾	-3.5	-3.0	3.8	2.5	2.3	0.4	1.3
	실업률 ²⁾	9.3	9.6	9.5	9.6	9.4	8.8	9.2
	소비자물가 ²⁾	-0.4	1.6	1.1	1.1	1.5	2.7	3.6
일본	GDP 성장률 ¹⁾	-6.3	4.0	-0.5	3.9	-2.5	-3.6	-1.3
	실업률 ²⁾	5.1	5.1	5.3	5.0	4.9	4.6	4.6
	소비자물가 ²⁾	-1.4	-0.7	-0.7	-0.6	0.0	0.0	0.2
유로 지역	GDP 성장률 ¹⁾	-4.1	1.8	1.0	0.4	0.3	0.8	0.2
	실업률 ²⁾	9.6	10.1	10.1	10.1	10.0	9.9	9.9
	소비자물가 ²⁾	0.3	1.6	1.5	1.9	2.2	2.7	2.7
중국	GDP 성장률 ¹⁾	9.2	10.3	10.3	9.6	9.8	9.7	9.5
	실업률 ²⁾	4.3	4.1	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1
	소비자물가 ²⁾	-0.7	3.3	2.9	3.6	4.6	5.4	6.4

1) 미국, 일본, 유로지역 GDP 성장률은 전기 대비 연율, 중국 GDP 성장률은 전년동기 대비

2) 실업률 및 소비자물가의 경우 분기 말 기준