유로존 위기의 현황과 향후 전망

2011. 12.

연 구 위 원 이 용 우

자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

≪著 者 註≫

근래 우리와 멀리 떨어져 있다고 생각되던 유럽이라는 지역이 우리의 일상생활에도 큰 파급효과를 미치고 있습니다.

하지만 지리적 거리를 뛰어넘어 그간 이미 유럽은 금융시장과 실물경제 등 우리경제의 여러 부문에서 많은 비중을 차지해 오고 있습니다. 예를 들어, 우리나라 금융기관들은 올해 6월을 기준으로 했을 때 해외에서 차입하는 자금의 절반 이상을 유럽지역의 은행으로부터 차입하고 있으며, 우리나라의 수출기업들은 작년 기준 전체 수출의 약 15% 가량을 유럽지역으로 수출하였습니다.

이러한 상황에서 현재 진행 중인 유럽지역의 재정위기와 금융시장 불안정이 향후 어떻게 진행되고 궁극적으로 우리경제에 어떤 영향을 미칠지를 전망해 보는 것은 우리경제의 위기대응력을 제고하기 위해 필요불가결한 일이라 할 수 있습니다.

본 보고서는 위와 같은 문제의식 하에서 유로존 위기를 여러 각도에서 조망해 보고자 기획되었습니다. 즉, 일단 현 위기의 구조적 연원이 무엇인지 살펴보고 위기의 대응과정에서 제기된 쟁점들도 소개하고자 했으며, 궁극적으로 향후 전개과정에 대한 가능한 시나리오의 제시와 타당성에 대해서도 검토를 하였습니다.

아무쪼록 본 보고서가 유로존위기의 근원과 향후 전망에 관심있는 분들에게 많은 도움이 되기를 기원합니다. 보고서의 편집을 담당하신 장지혜 연구원과 이수련 연구조원, 그리고 예쁜 그림들을 제공해 준 김지회 연구조원에게 감사드립니다.

이 용 우 yong-woo.lee@kcmi.re.kr 3771-0680

목 차

Executive Summary ····· iv

Abstract ····· vi

Ⅰ. 서론 ····· 3

Ⅱ. 유로존의 구조적 문제와 재정위기의 발발 ····· 7

1. 유로존의 성립 ····· 7
2. 현재의 위기를 초래한 유로존의 구조적 문제 ····· 11
3. 유로존 재정위기의 발발과 성격 ····· 18

Ⅲ. 유럽지역의 대응조치 및 관련 쟁점 ····· 25

1. 현재까지의 조치 및 위기관리 기구 ····· 25
2. 관련 쟁점 ····· 34

Ⅳ. 향후 예상 시나리오 ····· 41

1. 현재 논의되고 있는 시나리오 세 가지 ····· 41
2. 유로존 붕괴 ····· 41
3. 재정연합 ····· 46
4. 단계적 과정을 통한 위기대응 반복 ····· 49

Ⅴ. 시사점 ····· 57

1. 금융권 유동성 ····· 57
2. 실물경제 ····· 59
3. 자본시장 ····· 61

참고문헌 ····· 67

그 림 목 차

<그림 Ⅱ-1> EU와 유로존의 구성 ····· 8
<그림 Ⅱ-2> 유로존 주요 국가들의 물가상승률 추이 ····· 13
<그림 Ⅱ-3> 유로존 주요 국가들의 단위노동비용 추이 ····· 14
<그림 Ⅱ-4> 유로존 주요 국가들의 경상수지 추이 ····· 14
<그림 Ⅱ-5> 유로존 주요 국가들의 국가부채 추이 ····· 15
<그림 Ⅱ-6> 유로존 주요 국가들의 재정적자 추이 ····· 15
<그림 Ⅱ-7> EU 은행들의 위기국가들에 대한 익스포저 ····· 16
<그림 Ⅱ-8> 유로존 국가들의 국채수익률 ····· 20
<그림 Ⅲ-1> 유럽연합 주요 은행들의 자본부족분 ····· 28
<그림 Ⅲ-2> SMP를 통한 ECB의 국채매입 추이 ····· 32
<그림 Ⅲ-3> 유럽지역 경제성과 및 경제전망 ····· 35
<그림 Ⅳ-1> 유로존 붕괴 시나리오 ····· 42
<그림 Ⅳ-2> 유로시스템을 통한 유로존 국가 간 청구권 ····· 45
<그림 Ⅳ-3> 점진적 대응의 선택 대안 ····· 50
<그림 Ⅴ-1> 이머징마켓과 우리나라의 익스포저 ····· 58
<그림 Ⅴ-2> 우리나라 순차입 추이 ····· 58
<그림 Ⅴ-3> 이머징마켓과 우리나라의 유럽지역에 대한 무역비중 ····· 60
<그림 Ⅴ-4> 아시아 주요국 외국인 주식 순매수(2011.11) ····· 62

약 어 표

BIS	Bank for International Settlements
CAC	Collective Action Clause
ECB	European Central Bank
EDP	Excessive Deficit Procedure
EFSF	European Financial Stability Facility
EFSM	European Financial Stabilisation Mechanism
EMU	Economic and Monetary Union
ESM	European Stability Mechanism
EU	European Union
FRB	Federal Reserve Board
IMF	International Monetary Fund
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
PCL	Precautionary Credit Line
PLL	Precautionary and Liquidity Line
SMP	Securities Markets Program
SGP	Stability and Growth Pact
TFEU	Treaty on the Functioning of the European Union
WDI	World Development Indicators

≪ Executive Summary≫

□ **현재의 위기를 초래한 유로존의 구조적 문제는 공동 재정정책의 부재와 유로존 내 경제적 불균형의 심화**

□ **유로존위기는 2008년 발발한 금융위기를 통과하는 과정에서 일부 국가의 재정위기로 발발했으나 곧바로 은행위기로 이어졌으며, 현재는 실물경제위기로 전이 가능성**

— 2011년 11월 합의된 그리스국채 50% 손실상각과 핵심자기자본 9%를 맞추기 위해 이미 약 1,060억 유로 필요

— 내년 유로존 경제성장은 0.5%, 유럽연합은 0.6%로 예상되며, 일부 국가는 경기침체 국면으로 진입할 가능성

□ **향후 전개과정에 대해서는 세 가지 시나리오의 검토가 가능하며, 이 중 도덕적 해이 방지체제를 위해서 단계적 해결을 모색할 가능성 증대**

— 유로존 붕괴 시나리오는 비용 및 정치적·법적 문제로 인해 가능성 낮은 것으로 판단

— 단계적 대응을 통해 지속적인 불안정 겪으며 통과하는 방안이 가능성 높은 것으로 판단되며, 이는 장기적으로 재정연합 구축을 겨냥

• EFSF, EU, IMF 등이 예방적 차원 혹은 전면적으로 구제금융을 제공하며, 사태가 심각해지는 경우에는 EBC가 최종대부자로서 전면적으로 개입하는 과정 반복

— 재정연합의 구축은 제재 가능한 재정 감독체제의 수립→공동 채권발행→정치적 연합의 경로를 밟아갈 전망

□ **유로존위기가 즉각적이고 전면적인 해결 없이 당분간 지속적인 불안정을 보일 전망이므로 우리경제는 유동성과 실물경제 측면에서 이에 대비할 필요**

— 우리나라 금융기관들의 해외 차입금에서 유럽지역 은행들이 차지하는 비중은 53.6%로 상당히 높은 편이며, 유럽지역의 금융위기에 크게 노출

• 통화스왑확대 등 유동성확보 노력을 상시적으로 유지할 필요

— 우리나라의 유럽지역에 대한 무역의존도는 전체 수출기준 14.9%로 유럽지역이 경기침체에 진입하면 영향을 받을 것이 예상되며, 이에 따라 특히 중소기업에 대한 정책적 지원이 필요할 것으로 판단

• 또한, 중국이 유로존을 지원하는 대가로 시장경제지위의 인정을 요구하고 있어 이것이 현실화될 경우 중국의 유럽수출 가격의 추가인하가 가능해 이 시장에서 중국기업들과 경쟁을 벌이고 있는 우리기업들의 대비가 필요

≪ Abstract ≫

The current status of eurozone crisis and its perspective

Since the last year, the eurozone area has experienced the sovereign debt crisis. This crisis, as is generally agreed upon, stems from the structural problems embedded inside the area; both the absence of the common fiscal policy and eurozone internal imbalances. Upon breaking out, the sovereign debt crisis has triggered the banking crisis and economic downturn, which eventually has formed multi-layered characteristics.

There may be three possible scenarios with respect to the plausible unfolding of this complex crisis. First of all, eurozone break-up has been discussed as the possible alternative. But, this is very unlikely to occur because of political and legal barriers as well as its massive economic costs. Secondly, the area would muddle through the current crisis, responding to the local crisis step by step without using full measure such as full ECB intervention and issuance of eurobond. This process would be ultimately directed at the long-term goal of the eurozone reforms, which is the formation of fiscal union. For the complete fiscal union, as the first stage, the coordination of budgetary surveillance and enforceable sanction mechanism would be established. Next step would be the issuance of eurobond and the formation of political union in turn.

Given the future prospectus on the current crisis, the Korean economy needs to be prepared for the coming foreseen financial and economic difficulties. As is often pointed out, foreign exposure of Korean financial sector is already above 50% in the total foreign exposure. Thus, Korean financial sector is not immune to foreign crisis at all in this respect. Under this circumstance, the effort to secure liquidity should be made constantly for the time being. On the other hand, Korean export also heavily depends on the EU area as a whole. As this area slips into economic recession, the aggregate demand would shrink and Korean exporting industry would be affected adversely. In case, precautionary measure should be constructed particularly for small and medium sized exporting firms. In addition, in return of financial assistance, China is very likely to demand 'market economy status' from EU. If accepted, this enables Chinese firms to lower the price further and, as a result, the Korean exporting firms would face additional difficulties. For this problem, the precautionary measures would be needed sooner or later.

Ⅰ. 서론

I. 서론

□ 2010년 일부국가의 과도한 국가채무로 인한 재정위기가 터져 나오며 발생한 유로존위기는 2011년 현재 다중의 위기로 전화하고 있음

□ 국가 재정위기는 국가채무증대 및 재정적자의 확대뿐만 아니라, 유럽지역 금융시장의 심각한 신용위기, 경기침체 가능성의 증대라는 3중 위기로 드러나는 형국

□ 많은 논자의 표현대로 현재 유로존을 필두로 한 유럽지역의 위기는 단일거대해법에 의존할 수 없으며[1], 따라서 위기의 통과에는 상당한 시간이 걸릴 것으로 전망

— 현재 유로존위기의 해결을 둘러싸고 유럽중앙은행(ECB)의 대대적인 개입이나 유로본드의 발행을 통해 문제를 일거에 해결하자는 방안을 제시하는 측도 있으나 유로존위기의 해결은 회원국에 만연한 도덕적 해이를 해소하는 것을 목표로 하는 독일 등의 목소리가 궁극적으로 힘을 얻을 전망

— 따라서 많은 사람들의 바람과는 달리 유로존위기는 파국적인 상황이 전개되지 않는 한 단일거대해법에 의해 일거에 해결되는 양상을 보이기 어려울 전망

---

1) Stefan Wagstyl, "Emerging markets hit by ties to Old Continent", Financial Times, 2011년 11월 10일에서 싱가포르 수상의 발언.

4 유로존위기의 현황과 향후 전망

□ 유로존위기의 근원, 위기에 대한 유럽지역의 대응과정, 향후의 전개방향에 대한 시나리오 등을 분석하여 우리경제에 대한 영향과 시사점 등을 제시

Ⅱ. 유로존의 구조적 문제와 재정위기의 발발

1. 유로존의 성립

2. 현재의 위기를 초래한 유로존의 구조적 문제

3. 유로존 재정위기의 발발과 성격

II. 유로존의 구조적 문제와 재정위기의 발발

1. 유로존의 성립

□ 유로존위기는 그리스를 시발로 일부 국가들의 재정상태가 지속가능하지 않은 것이 드러남에 따라 금융시장이 흔들린 2010년 초에 가시화되기 시작했지만 사실 위기의 근원은 유로존의 형성으로까지 거슬러 올라감

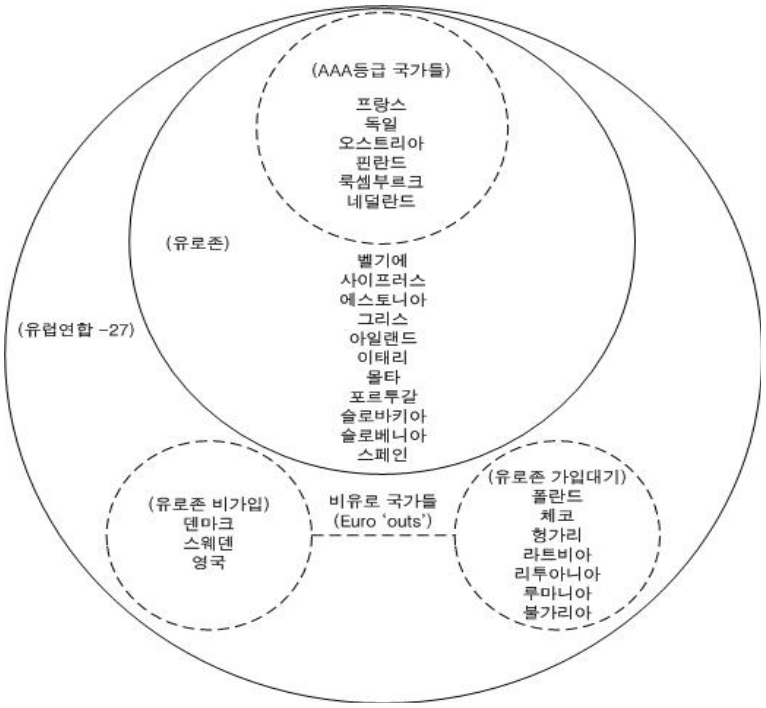
□ 유로존은 공식적으로는 유럽연합(EU) 17개국이 1999년 가입한 유럽경제통화연합(EMU)을 의미하며, 공통화폐로서의 유로화 채택과 공통의 중앙은행인 ECB가 설정한 공통의 통화정책수행이 특징

— 유럽연합 27개국 가운데 EMU에 가입한 17개국(오스트리아, 벨기에, 사이프러스, 에스토니아, 핀란드, 프랑스, 독일, 그리스, 아일랜드, 이태리, 룩셈부르크, 몰타, 네덜란드, 포르투갈, 슬로바키아, 스페인, 슬로베니아)으로 구성

— 나머지 10개국(불가리아, 체코, 덴마크, 헝가리, 라트비아, 리투아니아, 폴란드, 루마니아, 스웨덴, 영국) 중 덴마크와 영국은 정부의 방침이 변경되지 않는 한 특별 탈출국가로 남아있을 수 있는 권한을 부여받았으며, 스웨덴은 각종 법적 조항을 통해 사실상의 탈출국가로 기능

• 이러한 3개국을 제외한 7개 국가들은 특정한 경제정책의 목표들을 달성하면 향후 유로를 채택하고 유로존에 가입할 의무가 있음

<그림 II-1> EU와 유로존의 구성



자료: Financial Times

— 재정정책은 개별회원국의 책임으로 남겨졌으며, 재정운용은 재정적자시정협약(EDP)과 안정 및 성장협약(SGP)에 따르도록 함

• EDP는 회원국이 국가재정운용에서 지나친 적자를 피하기 위해 취해야 하는 절차이며, 1997년에 동의된 SGP는 다자간 감시를 심화하고 EDP의 실행을 촉진하기 위하여 수립

— WDI(2010)에 의하면 유로존 17개국은 세계경제에서 국내총생산과 교역의 상당한 비중을 차지

• 유로존의 GDP는 13.6조달러로 세계 GDP의 약 22%를 차지하며, 참고로 미국 및 중국은 각각 24%와 7%를 차지

- 유로존 내에서는 일부 회원국에 경제적 비중이 집중되어 독일, 프랑스, 이태리, 스페인 4개국이 유로존 전체 GDP의 77%를 차지
- 교역의 측면에서 유로존은 전 세계 수출의 29%, 전 세계 수입의 28%를 차지

□ 물가안정을 근본적인 목적으로 하여 EMU의 필수불가결한 구성요소로서 ECB 설립

— ECB는 유로존 17개 국가들의 중앙은행들과 Eurosystem을 구성하며, 전체 EU 회원국 중앙은행들과는 European System of Central Banks를 구성

— 물가안정, 완전고용, 적정장기이자율수립 등 여러 사안에 대해 복수의 권한을 갖는 미국의 연방준비제도이사회(FRB)와 달리 물가안정을 근본적인 목적으로 하는 것이 독일의 참가조건

- 핵심국가들이 위기국가들의 재정받침대가 되는 것을 방지하기 위하여 (1) ECB의 근본목표로 물가안정 설정, (2) 유로설립에 관한 법적 문서에 회원국 구제금융 금지조항(no bail-out clause) 삽입, (3) 정부부채수준(GDP의 60%)과 정부연간재정적자(GDP의 3%)에 대한 한계를 설정

— 가장 중요한 점은 ECB가 금융위기의 시기에 유로존 국가들의 최종대부자(lender of last resort)기능을 수행할 수 있도록 하는 조항이 마스트리히트조약에 부재하다는 것

- EMU설계에 의하면 개별국가는 적자에 대한 재원을 자신이 공급해야 하며, 구제금지 조항은 유럽연합이나 어떤 개별 회원국도 다른 회원국의 부채에 대해 책임이 없고 떠안을 수도 없음

□ 유로존 형성 당시 대다수 가입 국가들에게 단일통화체제로의 가입은 매력적인 선택이었음

— 정치적 목표가 통화연합을 추동한 주 동력원이지만 EMU에 대한 논의는 대부분 경제적 비용과 편익에 집중

— 단일통화는 유럽단일시장 형성의 중요한 부분이었으며, 이를 통해 경쟁이 심화되고 생산성향상이 이루어질 것으로 기대

- 환위험과 환전비용을 제거하고, 국경을 가로질러 재화와 서비스의 가격비교를 가능하게 하여 교역비용을 낮춤
- 비용절감을 통해 역외국가들의 역내에 대한 직접적인 투자를 촉진

— 이에 더해 다음과 같은 추가적인 이유가 존재

- 1970년대 물가상승을 제어하기 위해 분투했던 국가들의 경우 유럽환율메커니즘을 경유한 단일통화로의 이동은 신뢰할 수 있는 물가안정목표 통화정책을 획득할 수 있음을 의미
- 단일통화의 도입은 역내 인플레 친화적인 국가들이 정기적인 평가절하를 통해 상실된 경쟁력을 회복할 수 있는 구조를 철폐하였으므로 독일의 경우도 우호적

2. 현재의 위기를 초래한 유로존의 구조적 문제

가. 공동의 재정정책 부재

□ 유로존의 구조적 문제로 일단 손꼽히는 것은 예산과 이전메커니즘을 갖춘 공통적인 재정정책의 부재

— Feldstein(2010)은 미국과 달리 유로존은 노동의 이동성, 임금유연성, 중앙재정당국 등 단일통화체제를 위한 세 가지 핵심조건을 결여하고 있음을 지적

— 유로존의 개별국가가 경기침체와 같은 경제적 충격에 대응하는데 있어서 제약조건을 만들어 낸다는 점에서 독자적인 통화정책과 환율정책의 부재 하에서 공동재정정책의 결핍은 통화연합의 취약성을 드러냄

- 통화연합의 경우 공동의 통화정책 및 환율정책을 따르므로 경제적 충격이 있는 경우 이러한 도구를 통해 충격을 흡수하는 것이 불가능
- 이는 현재 유로존에서 진행되듯이 지나친 재정적자를 해소하기 위해 증세와 정부지출감소를 수행한 결과 성장과 고용이 침체를 겪는 상황에서 통화가치하락을 통한 경상수지개선을 이룰 수 없음을 의미
- 또한 조세징수와 이전메커니즘이 부재한 유로존의 경우 호경기를 겪고 있는 국가로부터 침체를 겪는 국가로의 이전지출을 수행하는 것이 불가능

— 이러한 제약조건에도 불구하고 낮은 거래비용 및 환율관련 불확실성 제거 등의 편익이 제반비용을 초과하는 것을 보증하는 조정메커니즘이 있는 한 통화연합은 이익이 될 수 있지만 현실적으로 유로존 내 이러한 조정메커니즘이 부재

• 대표적인 조정메커니즘이 바로 Feldstein이 지적하는 노동과 자본의 이동성 및 임금과 가격의 유연성

나. 유로존 내 경제적 불균형

□ 2008년 글로벌 금융위기 이전의 10년간 전체적인 유로존의 경제성과는 양호하였으나 내부적으로는 회원국 간 심각한 차이가 존재

— ECB는 낮은 수준의 안정적인 물가상승률을 유지하고 OECD기준 균형국내총생산 수준을 달성함으로써 정책목표를 어느 정도 달성한 것으로 평가됨

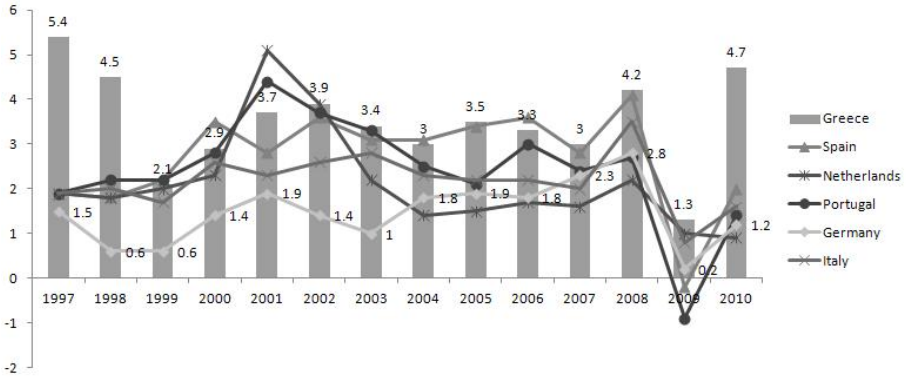
— 하지만 정밀하게 관찰을 해 보면 이러한 평균성과는 회원국 간에 존재하는 차이를 은폐

— 유로의 도입과 함께 유로존 내 상이한 경제적 조건을 가진 회원국들이 장기적으로 경제적 수렴현상을 보일 것으로 기대했으나 실제로는 많은 경제적 측면에서 지난 10년 간 발산현상을 보임

• 현재 유로존위기의 핵심에 위치한 국가들의 경우 2008년 글로벌 금융위기 이전까지 ECB의 목표인 목표물가상승률 2%를 상회한 반면, 유로존의 가장 큰 경제인 독일의 경우 물가상승률 2%이하를 꾸준히 유지

<그림 Ⅱ-2> 유로존 주요 국가들의 물가상승률 추이

(단위: %)



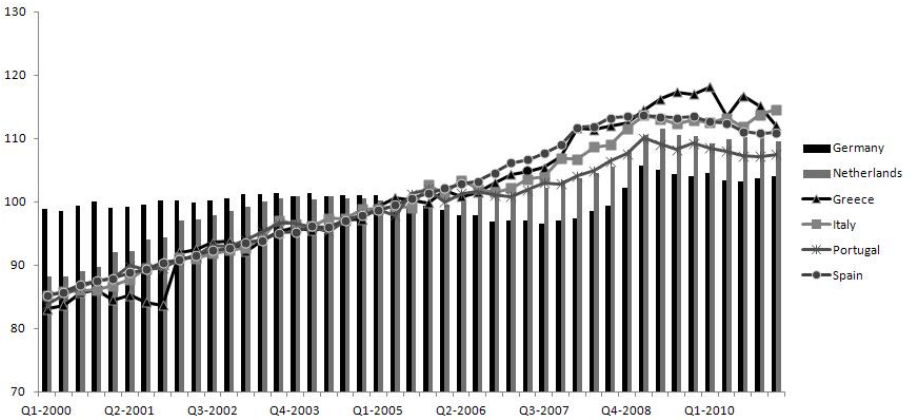
자료: Eurostat

- 높은 물가상승률을 보인 위기 핵심국가들[2]은 내수 붐과 높은 단위노동비용을 갖는 경향이 있어 산업경쟁력에 있어서 손실을 초래했으며, 결국 이들은 1999~2007년 사이 경상수지적자를 기록하며 국내지출을 해외차입으로 충당

2) 위기에 그리스, 아일랜드, 포르투갈, 스페인, 그리고 이태리를 의미

<그림 Ⅱ-3> 유로존 주요 국가들의 단위노동비용 추이

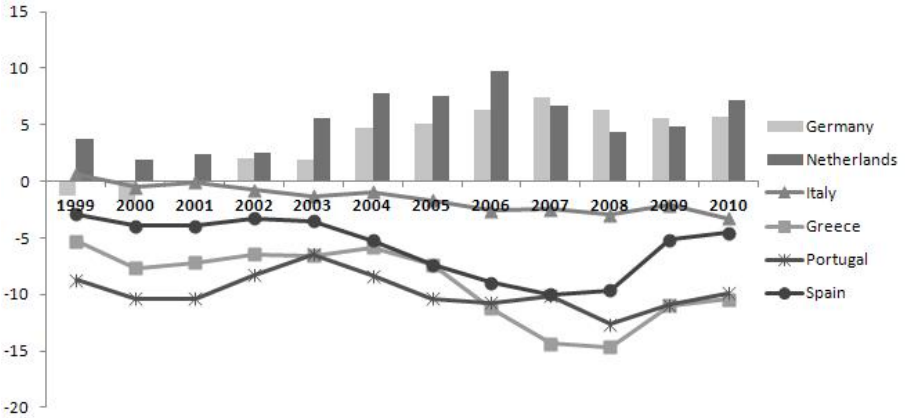
(기준: 2005=100)



자료: OECD

<그림 Ⅱ-4> 유로존 주요 국가들의 경상수지 추이

(단위: %)

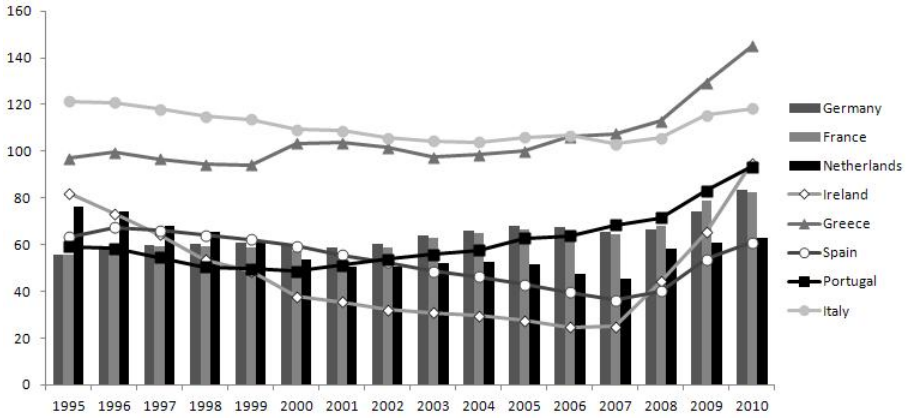


주 : GDP의 %를 나타냄

자료: Eurostat

<그림 Ⅱ-5> 유로존 주요 국가들의 국가부채 추이

(단위 :%)

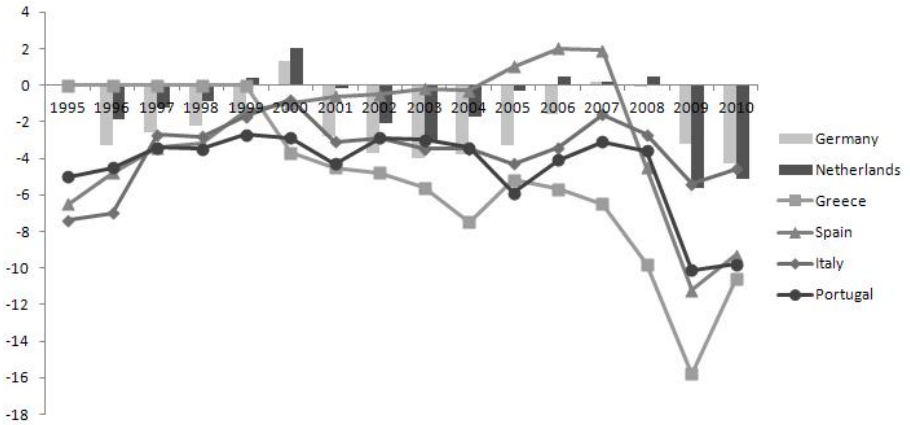


주 : GDP의 %를 나타냄

자료: Eurostat

<그림 Ⅱ-6> 유로존 주요 국가들의 재정적자 추이

(단위 : %)



주 : GDP의 %를 나타냄

자료: Eurostat

□ 이러한 경상수지적자는 원칙적으로 문제될 것이 없지만 현재의 위기는 지난 10년간의 차입을 통한 사적·공적 지출의 대부분이 장기적으로 감당 가능한 부채상환능력에 기반 하지 않았음을 입증

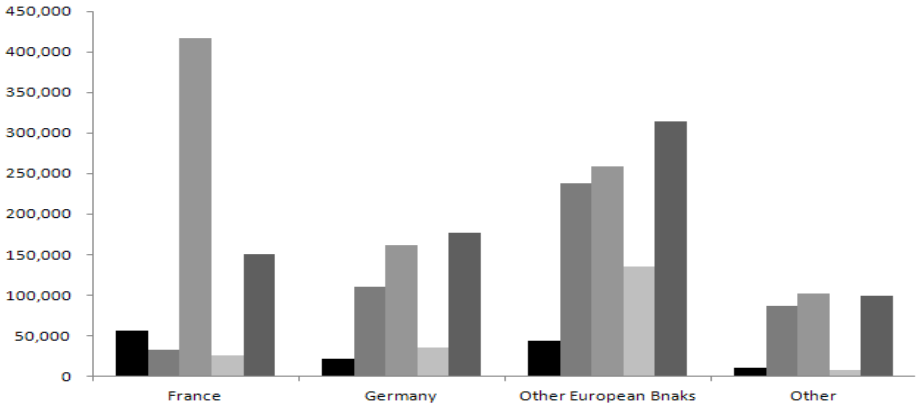
— 더군다나 이러한 사적·공적 지출은 향후 훨씬 높은 소득흐름을 창출하는 인적자본이나 생산적 프로젝트에 대한 투자 대신 소비와 낭비적 프로젝트에 이루어짐

— 이러한 유로존 불균형은 동일시기에 진행된 글로벌 불균형과 유사

□ 현재 재정위기를 겪고 있는 국가들은 경상수지적자와 재정적자를 조달하기 위하여 대부분의 자금을 유로존 내부 특히 프랑스와 독일 은행으로부터 차입

<그림 II-7> EU 은행들의 위기국가들에 대한 익스포저

(단위 : 백만달러)



주 : 막대그래프는 왼쪽부터 그리스, 아일랜드, 이태리, 포르투갈, 스페인 순이며 2011년 6월 현재 데이터

자료: BIS

— 프랑스와 독일은행들의 위기핵심 5개국에 대한 익스포저는 1999년 12월 3,570만달러에서 2011년 6월 1조 2천억달러로 증가[3)]

• 전체 익스포저 중에 국가부채는 약 19%를 차지하며 전체 국가부채의 64%를 프랑스와 독일의 은행들이 보유[4)]

□ 이러한 유로존 불균형은 상이한 정책선택, 제도, 문화 등의 요인에 의해 설명할 수도 있으나 근본적으로는 유럽통화연합에 내재하는 조정메커니즘의 모순에 기인

— 유로화 채택이후 위기국가들도 투자자들에게 안전한 투자처로 여겨졌으며, 따라서 이들 국가의 국채수익률은 양호한 국가들[5)] 수준으로 하락

— 결과적으로 위기국가들의 이자율은 경제의 상태에 비해 상당히 낮은 수준이었으며[6)], 이는 궁극적으로 투자결정에 왜곡을 초래하여 경제의 일부 부문에 과잉투자 발생

— 낮은 조달 비용과 내수의 확장은 세수 증가를 초래하였고 정부는 이를 기반으로 지출을 확장하여 투자프로젝트들을 출범시켰으며 이후 세수 감소가 발생하면서 차입을 야기하여 정부예산적자 증가

---

3) 은행권의 특정국가에 대한 익스포저를 측정하는 방법은 크게 immediate borrower basis와 ultimate risk basis가 있으며 여기서는 ultimate risk basis 통계를 이용. 두 방법에 대한 자세한 논의는 Avdjiev, Upper, and Kleist(2010) 참조.

4) 통계수치는 BIS의 consolidated banking statistics 참조.

5) 여기서 양호한 국가들은 오스트리아, 벨기에, 독일, 네덜란드, 핀란드, 프랑스, 룩셈부르크 등을 의미.

6) 이러한 현상에 대한 분석의 한 예로 Ahrend, Cournede, and Price(2008)의 연구를 들 수 있음. 이들은 테일러 규칙의 추정을 통해 2001~2006년 간 독일의 정책금리가 50bp 가량 높았던 반면 스페인, 그리스, 아일랜드에는 300~400bp나 낮았던 것으로 분석.

— 외부자본유입을 통한 내수의 지나친 확장은 성장뿐만 아니라 물가상승을 유발하였고 이는 경쟁력 상실과 경상수지적자를 초래

• 반면 양호한 국가들은 이와 정반대의 경로를 통해 위기국가들에 대한 수출을 통해 경상수지 흑자를 기록

— 이런 경우 통상적으로 환율절하를 통해 경상수지적자를 해소하거나 금리인상을 통해 과열된 경제에 대응하여 성장을 둔화시키는 것이 옵션으로 제시되지만 통화연합체제에서는 두 가지 옵션 모두 불가능

— 따라서 Feldstein의 세 가지 조건이 부재한 상황에서 위기국가들의 교역불균형과 국가부채의 누적은 계속적으로 진행

3. 유로존 재정위기의 발발과 성격

□ 주택경기 붐에 뒤따르는 금융위기는 일반적으로 정부부채의 축적을 야기[7]하며 극단적인 경우 국가재정위기 초래

— 유로존에는 공동의 통화정책이 존재하지만 개별회원국은 자국의 재정정책, 은행규제, 그리고 은행구제에 대한 책임을 보유하므로 2008년 금융위기 이후 국가채무 급증

• 금융위기는 은행부도의 가능성을 높였으며 유로존에서는 개별국가가 자신의 금융시스템의 붕괴를 방지할 책임

• 이는 재정적자의 증가와 정부의 은행에 대한 대규모의 보증을 초래하였으며, 이는 궁극적으로 정부의 부도에 대한 의문을 초래하기 시작

7) Reinhart and Rogoff(2009) 참조.

— 2010년 5월에 접어들어 위기국가의 국채수익률이 올라가기 시작하며 금융시장의 경색 발생

□ 국가재정위기의 양상은 크게 두 가지로 나누어짐

— 정부가 외화표시채권으로 차입하는 이머징마켓의 경우 다음과 같은 경로를 거침

• 금융위기가 발생한 후 자국통화의 가치하락이 발생하고 이후 국가부채위기가 발생

• 궁극적으로 외환보유고의 고갈이 발생하고 부채에 대한 부도가 발생하여 채무재조정을 통해 채권보유자들은 액면가의 일부만을 수취

— 반면 미국의 경우와 같이 자체 화폐를 보유하고 있고 정부부채가 자국화폐로 표시되는 경우에는 통화의 가치하락이 발생한 후 중앙은행은 정부지출의무분에 세금이 이용된 후 남은 부채상환 부분을 발권을 통해 해결

□ 유로존 국가들의 경우 외화표시채권을 발행하는 이머징마켓과 상황이 점점 더 유사해지고 있음[8)]

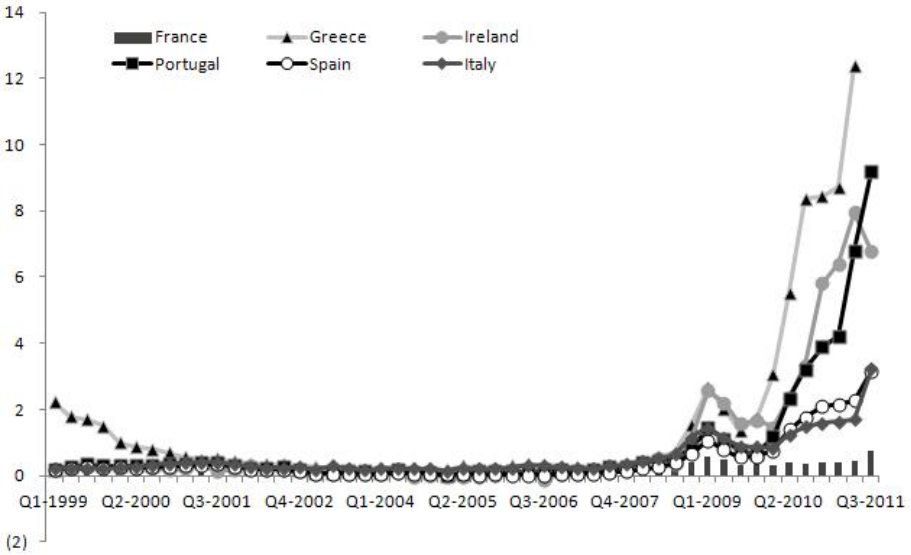
— 유로존 국가들의 경우 독자적인 통화를 가지고 있지 않으며, 정부채권을 유로로 발행

— 금융위기 발생 이전까지 그리스 정부채권은 독일정부가 발행한 정부채권의 매우 밀접한 대체재로 인식되었으나, 유로존 개별국가들의 경제상황이 극적으로 다르다는 것이 드러남에 따라 다른 국가들이 발행하는 유로채권에 대한 시장평가가 달라짐

8) 이는 유로존에 최종대부자가 존재하지 않는다는 사실에 기인. Boone and Johnson(2011) 참조.

<그림 II-8> 유로존 국가들의 국채수익률

(단위: %)



주 : 10년 만기 국채의 독일국채수익률과의 스프레드
자료: OECD

— 이런 상황에서 독자화폐를 가지는 국가의 중앙은행은 새로 발행되는 정부채권을 발권을 통해 매입하여 국가부도를 방지

— 하지만 유로존의 경우 예를 들어 그리스는 유로발권을 지시할 수 없기 때문에 이런 상황은 실제 유동성부족의 문제로 전환

□ 현재 위기는 위에서 언급된 정부채권의 스프레드 상승뿐만 아니라 은행주가의 하락으로 나타나고 있으며 이는 유로존 내에서 재정위기와 은행위기가 상호 연관되어 있음을 보여줌

— 글로벌 금융위기 이전에 고도의 레버리지를 실행한 유럽은행들은 그들의 대차대조표 상에 거대한 규모의 국채를 보유
  - 이러한 은행들은 국채를 담보로 이용하여 위기 이전 ECB로부터 저리의 자금을 차입
  - ECB는 기본적으로 통화정책을 위해 환매조건부채권제도를 이용하는데 이를 통해 유로존 7,856개의 은행들은 유로존 내 국가의 국채를 매입하여 이를 ECB를 대행하는 회원국 중앙은행에 담보로 제출하는 것이 가능
  - 은행의 입장에서는 단기국채를 매입하여 이를 담보로 하여 대출을 받는 경우 국채수익률과 대출 금리의 차익을 얻을 수 있음을 의미
— 이러한 구조는 정부가 단기 채권을 발행하는 것을 용이하게 하였으며 더 나아가 국채 자체의 유동성을 상당히 높임
— 은행 자체도 추가적인 장기대출의 재원마련을 위하여 단기 채권을 발행하는 경향이 존재
— 암묵적으로는 ECB가 의도하지는 않았지만 투자자들에게 하여금 ECB와 EU가 개별 회원국의 부도를 방관하지 않을 것이란 믿음을 제공(Boone과 Johnson(2011)은 이를 '도덕적 해이 체제'라 명명)

Ⅲ. 유럽지역의 대응조치 및 관련 쟁점

1. 현재까지의 조치 및 위기관리 기구

2. 관련 쟁점

III. 유럽지역의 대응조치 및 관련 쟁점

1. 현재까지의 조치 및 위기관리 기구

가. 구제금융의 제공

□ 2010년 5월 2일 유럽연합(EU)과 국제통화기금(IMF)은 그리스에 대해 3년 만기를 가진 1,100억유로 구제금융을 지원하기로 합의하였으며, 2011년 위기가 재점화되자 7월에 2차 구제금융 제공 합의

— 유럽연합 회원국들이 800억유로, IMF가 300억유로를 제공

- 유럽연합 대출은 원칙적으로 그리스와 회원국 양자 간 대출이며, 모든 양자 간 대출을 하나로 합쳐 집행위원회가 대출

— 대출의 조건으로 그리스는 2009년 GDP의 13.6%인 정부재정적자를 2014년까지 3%이하로 줄일 것을 약속

— 2011년 7월 추가로 1,090억유로의 구제금융지원이 합의되었으며, 이 구제안에는 최초로 은행을 비롯한 민간대출기관이 370억유로를 부담하기로 합의

- 나머지 금액은 EFSF와 IMF가 공동으로 부담
- 이는 10월 후반 유로존 구조계획에 따라 1,300억유로 패키지로 대체

— 하지만 긴축조치에 대한 반발로 2011년 5월 이후 정치적 위기가 고조되며 그리스 재정위기의 해결이 불투명해졌으나 11월 내각의 교체와 함께 잠정적인 안정 국면 진입

□ 2010년 가을에 접어들며 은행들의 차입이 어려워짐에 따라 정부보증이 연장되고 이에 아일랜드 정부재정에 대한 불확실한 전망이 증대하여 11월 28일 유럽연합(EU)과 국제통화기금(IMF)은 아일랜드에 850억 유로의 구제금융을 제공하기로 합의

— IMF와 EFSM이 각각 225억유로, EFSF가 177억유로, 아일랜드 정부가 175억유로를 기여하기로 했으며 나머지는 영국, 스웨덴, 덴마크가 부담

— 아일랜드 재정위기는 정부의 과도지출이 아닌 6개 은행에 대한 보증으로부터 발생하였으며 구제금융은 이를 해소하기 위해 설정

• 100억유로는 은행부문의 자본확충을 위해 이용되고 250억유로는 우발위험준비금에 적립되며 나머지 500억유로는 아일랜드 정부가 2011년 자본시장에서 차입할 수 없는 상황이 발생하는 경우 이용하기로 설정

□ 장기간 방만한 재정운영을 해오던 포르투갈은 2008년 금융위기 이후 정부가 제시한 긴축정책의 실행이 어려워지고 자본시장에서 국채수익률이 급등함에 따라 구제금융을 신청하여 2011년 5월 780억유로 승인

— 일각에서는 2010년 1분기 포르투갈의 경제적 회복이 EU에서 가장 양호했음을 들어 포르투갈의 경우 채권트레이더, 신용평가기관, 투기자들이 조장한 투기물결의 희생자였다는 평가도 존재[9)]

— 재원은 EFSM, EFSF, 그리고 IMF가 260억유로씩 동일하게 분담

---

9) Robert Fishman, "Portugal's Unnecessary Bailout", The New York Times, 2011년 4월 12일 참조.

□ 유로존 은행들의 자본확충과 그리스국채 손실부담률은 2011년 10월 후반에 극적인 타결

— 위기가 재점화되면서 일부 유로존 은행들의 경우 위기국가의 국채보유로 인한 자본상각이 예상되어 자금차입에 어려움을 겪음

• ECB가 은행에 대한 긴급대출의 원천이었으나 규모가 커짐에 따라 시장이 경색되고 프랑스 및 일부 국가의 은행주가 급락

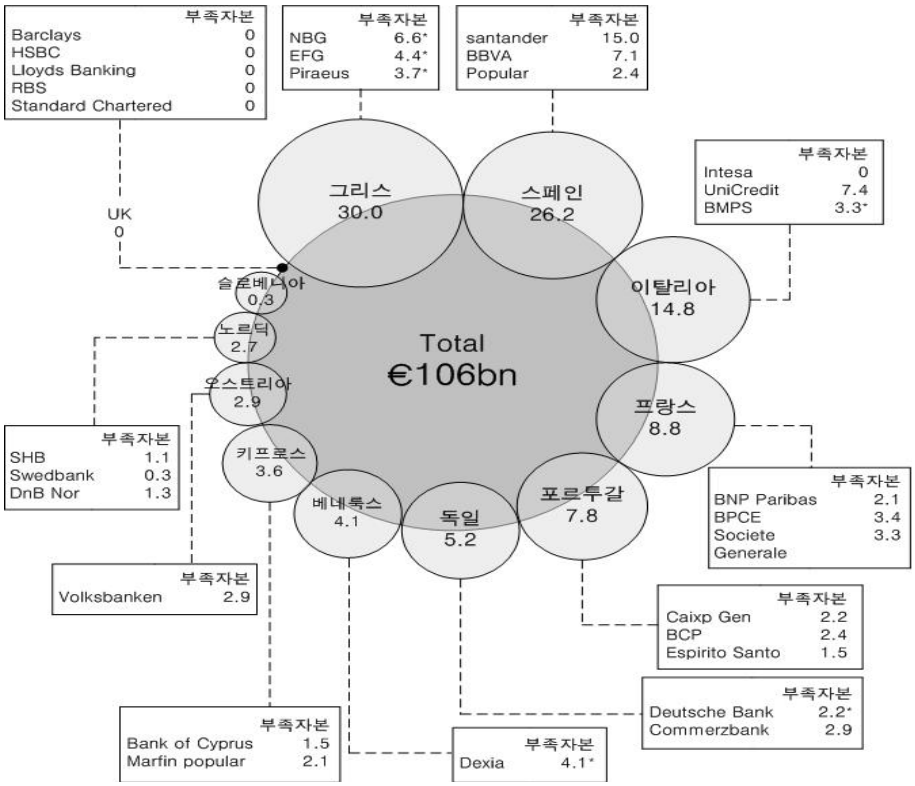
— 그리스국채 손실상각률은 기존 합의된 현재가치의 21%에서 액면가의 50%로 변경

• 그리스국채에 대해서 민간 채권자가 정부보다 더 많은 부담을 져야 한다는 독일의 입장에 대해 자국은행들이 그리스국채를 많이 보유하고 있는 프랑스가 기존의 입장을 바꿔 이에 동의

— 그리스국채 손실부담으로 인한 유럽 은행들의 자본확충을 위해 적어도 1,060억유로가 필요할 것으로 추정되었으며, 최초 직접적 EFSF 개입이 아닌 금융기관 자구노력→개별 국가별 공적자금 투입→필요시 EFSF 지원으로 방향이 정리

• EU는 유럽 내 은행들에 대해 내년 6월까지 최소핵심자기자본비율을 9%로 맞추도록 요구

<그림 III-1> 유로연합 주요 은행들의 자본부족분



주 : 단위는 10억유로

자료: Financial Times에서 재구성

나. 유럽금융안정기구(EFSM)

□ 재정위기에 처한 유럽연합 27개국에 대한 금융지원을 목적으로 2010년 5월 설립되었으며, 기존의 유로존 미가입 회원국에 대한 무역수지 지원제도를 유로존 국가들로 확장

— 무역수지지원제도는 무역수지와 관련하여 외부차입에 어려움을 겪는 경우 유로존 미가입 국가에 중기 구제금융을 제공하는 제도

• 2008년 이래로 헝가리, 라트비아, 루마니아가 이를 통해 차입

□ 현재 트로이카라 명명된 기관 중의 하나인 집행위원회가 EFSM에서 중추적 역할을 하는데 유럽연합을 대신하여 유럽연합의 예산을 기반으로 600억유로를 자본시장에서 채권발행을 통해 조달하고 이를 수혜국에 온렌딩 방식으로 대출

— 수혜국은 모든 원리금을 집행위원회를 통해 상환하며, 유럽연합의 예산은 채무국가의 부도 시 채권의 상환을 보증

□ EFSM은 수혜예상국으로부터 구제금융이 요청된 후 EFSM이 제시한 엄격한 조건의 거시경제 조정프로그램이 ECB와의 연락을 통한 집행위원회의 허가를 받은 후 작동

□ 현재 485억달러가 3년 만기로 집행 중(아일랜드 225억유로, 포르투갈 260억유로)

다. 유럽재정안정기금(EFSF)

□ 유로존 국가들에 의해 2010년 5월 3년간 한시적으로 작동하는 유한책임회사로 설립되었으며, 금융위기에 처한 유로존 국가들에 일시적 구제금융을 제공하여 유로존의 금융안정을 유지하는 것을 목표

— 유한회사이므로 집행위원회가 아닌 참가국으로 구성된 이사회에 의해 의사결정이 이루어지고 회원국은 기금의 자원사용에 대해 많은 재량을 가지며 EFSF의 채무를 자신이 보증한 부분에 대해서만 지게 됨

• 개별국의 보증액은 ECB의 납입자본에 대한 기여비율에 의해 비례적으로 결정되며 기여분의 120%까지 보증을 제공

— 2013년 중반 유로존위기 관리를 위한 영구기관인 유럽안정기구(ESM)가 EFSF를 대체할 예정

□ 상기의 목적을 달성하기 위하여 EFSF는 유로존 회원국들의 보증에 기반한 총 4,400억유로에 달하는 채권발행을 통해 수혜예상국에 대한 대출재원 마련

— ESFS가 발행하는 채권은 환매조건부채권매매를 통해 ECB에 대한 담보로 이용하는 것이 가능함

• 그러나 이의 실행에 대한 독일의 반대가 큼

□ EFSF는 EFSM과 비슷하게 수혜예상국의 구제금융 신청이 요청된 후 그들이 제시한 엄격한 조건들을 포함하는 거시경제 조정프로그램이 ECB와의 연락 및 국제통화기금(IMF)과의 협력을 통한 집행위원회의 허가를 받은 후 작동

□ EFSF를 통한 실제 대출은 2011년 11월 현재 125억유로(아일랜드 96억유로, 포르투갈 59억유로)

□ EFSF는 2011년 하반기 유로존위기의 재점화와 더불어 10월 후반에 레버리지를 통해 가용자원규모를 1조유로로 증액

— 레버리지 방안으로는 부채위기에 시달리는 국가가 새로 채권을 발행할 때 EFSF가 발행금액의 일정비율을 지급보증을 해주는 손실보전방안과 투자를 받아 EFSF를 대신해 차입을 받아 부실국채를 사들이는 특수투자법인 설립방안을 시장상황에 따라 유연하게 활용[10]

라. 유럽중앙은행(ECB)

□ ECB의 기본전략은 위기국가가 채권을 발행하고 이를 자국 은행이 매입한 후 ECB에서 이를 담보로 자금을 차입하게 하거나 혹은 아예 국채매입을 지양하고 회원국 양자 간 구제금융이나 EFSF를 이용하게 하는 방안으로 직접적인 국채매입은 그간 지양

— 현행 ECB 법규는 만일 회원국 중앙은행이 부도가 나는 경우 나머지 중앙은행들이 납입자본기여에서의 지분에 따라 유로시스템을 재자본확충할 것을 명시

□ 하지만 ECB도 유럽금융안정을 위한 조치들을 취할 수밖에 없었으며 가장 논쟁이 된 것은 유통시장에서 국채를 매입하기로 한 결정

— 이는 ECB의 근본적인 정책전환을 의미하는데 이전까지 ECB는 국채시장에 대한 개입을 독립성에 저해가 되고 물가안정이라는 핵심목표로부터 벗어나는 것으로 인식

---

10) 좀 더 자세한 논의는 김위대(2011) 참조. EFSF 레버리지 방안을 둘러싼 쟁점들에 대해서는 최성락과 안남기(2011) 참조.

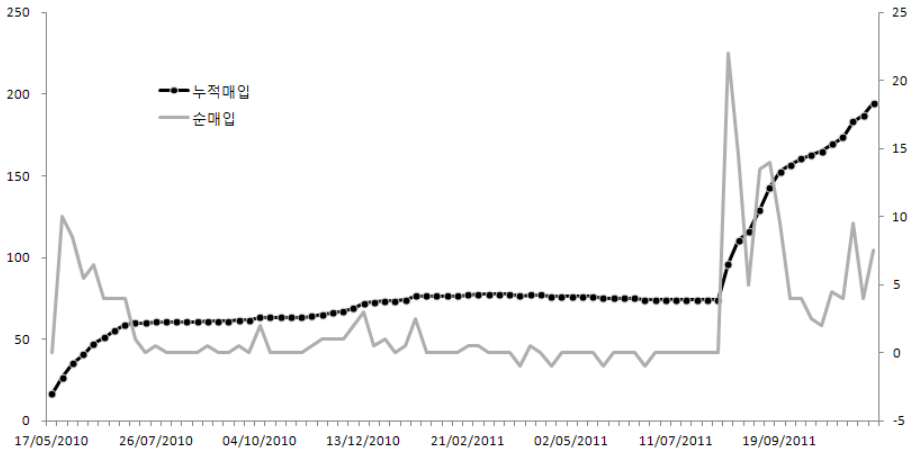
— 유럽연합은 2010년 5월 채권매입프로그램(SMP)을 수립하는 ECB에 대한 결정을 승인

• 결정에 의하면 유로시스템 중앙은행들(ECB+유로존 국가의 중앙은행들)은 한시적으로 유통시장에서 유로존 국가들의 국채를 매입하거나 발행 및 유통시장에서 유로존에 위치한 기업들이 발행한 채권을 매입하는 것이 가능

□ 유럽중앙은행은 2010년 5월 10일 165억유로의 유로존 국채 매입을 시작으로 간헐적으로 진행하다가 2011년 하반기 유로존위기가 재점화되면서 상당한 양을 매입하여 2011년 11월 21일 현재 잔액 1,945억유로 기록

<그림 III-2> SMP를 통한 ECB의 국채매입 추이

(누적매입: 십억유로) (순매입: 십억유로)



자료: ECB의 ad hoc communication 요약

□ ECB는 두 가지 이유로 앞으로도 시장에 대한 전면적이고 적극적인 개입을 미룰 가능성을 시사

— 전술했듯이 ECB의 유일한 목표는 물가안정이며, 이는 2% 이하로 명시되어 있음

— 회원국 간 구제금융 불가 조항으로 인하여 발행시장에 대한 개입은 요원하며 유통시장에서 시장조작을 수행해야 하나 물가상승 우려가 존재

• ECB는 SMP가 불태환정책에 기반 하므로 물가에 영향을 미치지 않을 것이라고 주장하지만 일각에서는 이는 표면적인 변명이며 실제 유동성의 증가를 초래한다고 강조[11)]

— 대대적인 위기국가 국채매입으로 인하여 ECB의 대차대조표가 악화될 가능성이 크며 이 경우 독일은 또 다시 ECB자체의 재자본확충을 위해 나서야 함

마. 국제통화기금(IMF)

□ 국제통화기금(IMF)은 EFSM과 EFSF가 제공하는 모든 대출에 참여하여 EU 기여금의 절반인 2,500억유로(EFSM의 600억유로와 EFSF의 4,400억유로의 합의 절반)를 제공할 것으로 예측

— 전술한 바와 같이 IMF는 EFSF 신용제공의 경우 수혜예상국의 재정상태가 구제금융을 받을 자격이 있는지 공동 결정하는 역할을 수행

---

11) 예를 들면, Belke(2010)와 Moneymovesmarket의 2010년 5월 26일 기사 "ECB SMP looks suspiciously like QE" 참조.

□ IMF 대출은 개별국가 베이스로 이루어지며 국가그룹에 대한 자금을 미리 확정할 수 없음

□ IMF는 예방적 차원의 유동성공급을 확대하기 위하여 최근 기존의 예방적 신용공급(PCL)을 대체한 예방적 유동성공급(PLL)을 도입하기로 결정

2. 관련 쟁점

가. 성장전략의 부재

□ 현재 계획되거나 논의가 이루어지고 있는 위기관리 전략들의 가장 큰 문제는 성장전략 부재 하에서의 긴축 강요[12)]

— 현재 위기에 처한 국가들에 요구되는 조치들의 대부분은 긴축정책들이며, 이는 상환능력의 제고를 위하여 조세증가와 정부지출 감축을 통해 재정적자의 감축을 겨냥

— 하지만 이러한 긴축이 의미하는 바는 경제의 하강을 방지하는 자동안정화장치가 기능을 멈추고 성장이 저하된다는 것을 의미하며, 이는 오히려 상환능력을 악화시킴

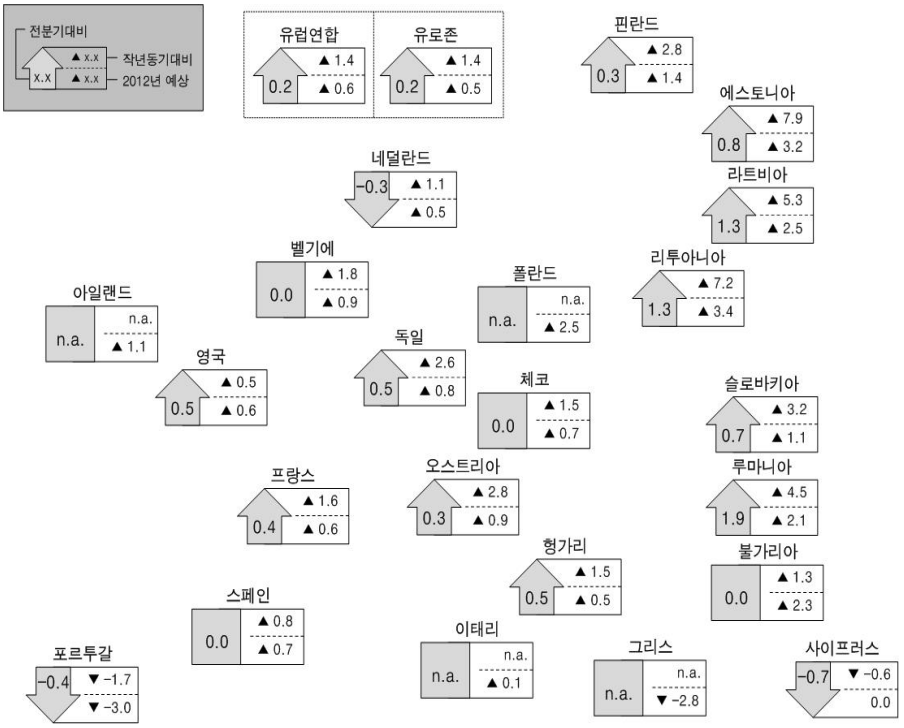
□ 현재 유로존의 경제적 상황은 좋지 않으며, 내년 전망도 밝지 않음

12) 이에 대한 간결하나 명확한 논의는 영국 이코노미스트지의 2011년 9월 17일 특집 "How to save the euro" 참조.

— 2011년 10월 유로존 실업률이 10.2%를 기록하여 유로출범 이후 가장 높은 실업률을 기록했으며, 2012년 유로존 경제성장률은 0.5%를 기록할 것으로 전망되어 일부 국가는 경기침체에 들어갈 가능성도 존재

• 2013년에는 1.3% 성장할 것으로 전망

<그림 Ⅲ-3> 유럽지역 경제성과 및 경제전망



주 : 성과의 경우 2011년 3분기 기준이며, 따라서 전분기대비는 2011년 2분기 작년동기대비는 2010년 3분기 의미

자료: Financial Times에서 인용하여 재구성[13)]

13) Ralph Atkins, "Modest growth fails to dim recession fears", Financial Times, 2011년 11월 16일 참조.

□ 통화연합의 문제들을 좀 더 심도 깊게 다룸과 동시에 성장을 강화시키는 전략을 실행하는 것이 가능

— 긴축조치는 초기부담(front loaded)대신 후기부담(back loaded)방식으로 선회할 필요

• 정부는 미래연금지급 및 공공지출의 성장에 대한 성과달성을 포기하고 현재의 총수요에 대한 영향을 최소화하는 것이 필요

— 이러한 방식이 신뢰를 획득하면 이자율은 하락하고 성장은 상승하며 결과적으로 상환능력 제고

□ 궁극적으로는 공급측 개혁이 진행되어야 유로존 문제의 해결에 대한 해법이 나타날 것임

— 앞에서 지적했듯이 유로존 최초의 10년간 독일은 통일이후의 경제적 어려움에서 파생한 경쟁력 약화를 극복하고 교역재 부문에서 생산성성장의 회복을 이루었으며 임금상승을 충분히 낮은 수준에서 달성하여 순수출의 강력한 성장에 대한 토대를 마련

— 반면 위기이전 스페인과 아일랜드의 경기활황 및 그리스, 포르투갈, 이태리의 근근한 성장은 교역보다는 내수에 근거하였으며, 유로존 전체적으로는 독일의 성장과 이들 국가들의 근근한 성장이 상쇄됐으나 개별국가차원에서 문제들이 축적

— 공급측 개혁은 생산성향상과 명목임금성장에 대한 통제의 두 가지에 초점

나. 유로본드의 문제

□ 유로본드는 유럽연합 내 참여국의 보증에 의하여 발행되는 채권을 의미하며 유로존 재정위기를 계기로 발행논의가 본격화[14)]

□ 유로본드는 한편으로 정부부채에 대해 집합적 연대책임을 지므로 유로존의 미래에 대한 확신을 제고할 수는 있지만 다른 한편으로 도덕적 해이의 문제를 야기

□ 유로본드의 발행은 또한 회원국 구제금지 조항의 위반이라는 법적 문제도 해결해야 함

□ 유로본드의 찬성자들은 위기가 이태리로 전파되면서 유로본드의 필요성이 증대하고 있다는 것을 강조

— 이태리의 문제는 단기유동성의 문제가 아니라 장기적인 채무상환능력의 문제이며 따라서 재정통합이 없는 상태에서 ECB를 통한 국채매입 등은 효과를 발휘할 수 없음을 강조

• 부채가 GDP의 120%에 육박하는 상황에서 이태리가 보이고 있는 1% 가량의 잠재실질 GDP성장률과 5~6%의 장기이자율은 장기상환능력에 대한 위협

• EFSF 등의 유한책임기구도 장기적으로는 효력을 발휘하지 못할 것으로 판단

□ 유로본드는 종국적으로 재정연합으로 가는 가도가 될 것으로 전망되며 실질적인 발행에는 시간이 소요

— 현재 유한책임을 지는 EFSF가 발전할 가능성

---

14) 유로본드의 논의배경, 발행방안, 발행에 대한 찬반론 등 자세한 내용은 박진호(2011) 참조.

Ⅳ. 향후 예상 시나리오

1. 현재 논의되고 있는 시나리오 세 가지

2. 유로존 붕괴

3. 재정연합

4. 단계적 과정을 통한 위기대응 반복

IV. 향후 예상 시나리오

1. 현재 논의되고 있는 시나리오 세 가지

□ 한 개 혹은 몇 개 국가들의 이탈로 인한 유로존 붕괴, 큰 형태의 변화 없이 단계적 대응을 통한 현재 위기국면 극복, 유로존의 현재 구조에 대한 상당한 개혁을 통해 더 광범위한 경제적·정치적 통합 달성 등이 예측할 수 있는 대표적인 시나리오

□ 실제 전개는 시장신뢰, 개혁패키지에 대한 헌신정도, 그리고 회원국들이 경제적 이슈에 대한 통제권을 유럽차원으로 더 많이 이양할 의사가 있는지 등에 의해 결정될 전망

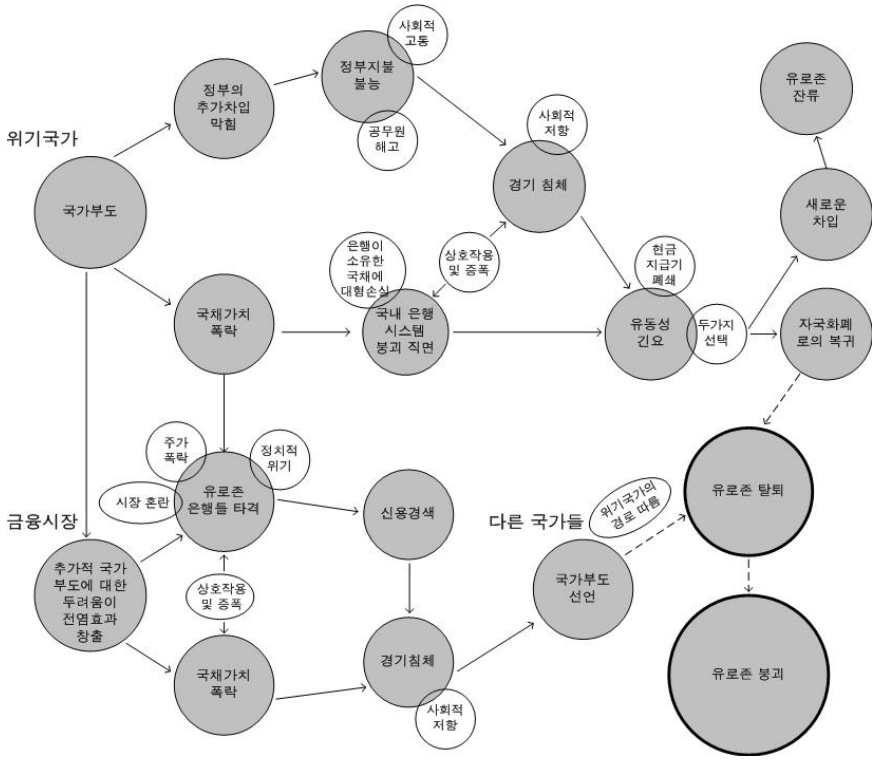
2. 유로존 붕괴

가. 일부 위기국가들의 이탈

□ 현재 논의되고 있는 향후 시나리오 중 하나인 위기국가(예를 들어, 그리스)의 국가부도를 통한 유로존 붕괴시나리오의 진행과정은 다음의 그림과 같음

— 핵심적 결론은 자국화폐로의 복귀를 통해 유로화에 대한 평가절하를 수행하는 것

<그림 Ⅳ-1> 유로존 붕괴 시나리오



자료: Financial Times에서 재구성[15)]

□ 심지어 일부에서는 그리스가 디폴트를 선언하고 유로존을 탈퇴할 것을 제안[16)]

— 전술했던 유로존 불균형에 입각할 때 그리스의 경쟁력을 회복할 수 있는 방안은 자체 통화로의 복귀를 통한 평가절하밖에 없다는 논리

15) Chris Giles, "Eurozone: A nightmare scenario", Financial Times, 2011년 9월 16일

16) Nouriel Roubini, "Why Greece should default and abandon the euro", Financial Times, 2011년 9월 20일

□ 문제는 핵심 유로존 국가들의 금융기관들이 감수해야 할 손실과 그리스의 정부, 은행, 기업이 보유한 유로표시 부채의 가치가 급등한다는 사실

— 이러한 부정적인 요인들은 궁극적으로 경제에 부정적인 영향을 줄 것으로 전망

• UBS는 그리스가 이탈하는 경우 이탈 첫 해에 발생하는 경제적 비용이 GDP의 40~50%에 달할 것으로 추정[17)]

• ING는 2010년 수행한 시뮬레이션을 통해 그리스가 이탈하는 경우 2011년 그리스 GDP의 7.5%가 감소하고 나머지 유로존 국가들의 GDP도 1% 감소할 것으로 전망[18)]

□ 보다 근본적인 문제는 현행법상 유로존 이탈은 법적으로 유럽연합을 탈퇴해야 함을 의미

— 2009년 리스본조약의 조항에 따라 다른 회원국들의 다수결 승인에 의해 이루어짐

— 이는 단일시장에 대한 접근에서도 배제됨을 의미하며, 또한 급격한 자본유출이 국경 밖으로 발생할 가능성이 높음

— 유로존을 탈퇴하되 유럽연합에는 잔류할 수 있도록 정책이 변경될 가능성은 존재

□ 그리스 이탈 시 그림에서 보이듯 현존국가들과 취약국가들 사이에 방화벽을 설치하려는 노력에도 불구하고 전염효과가 발생할 가능성이 점증

---

17) Martin Wolf, "Why breaking up is so hard to do", Financial Times, 2011년 9월 20일.

18) Cliff(2010) 참조.

나. 핵심국가들의 이탈

□ Boone과 Johnson(2011)에 따르면 위험국으로부터의 자본유출은 유로존 중앙은행들의 코레스계좌(correspondent account)에 의해 재원이 공급되며, 코레스계좌와 관련하여 위기국가에 실제 상계가 요구되면 이들 국가의 부도가 불가피하며 이는 독일과 같은 국가들의 이탈을 초래할 가능성

— 위기국가들에서 위기가 심화됨에 따라 이들 국가에서 독일과 같은 안전한 핵심국가들로 자본의 유출이 발생

— 이러한 자본유출은 중앙은행들이 소유한 코레스계좌에 의해 상계

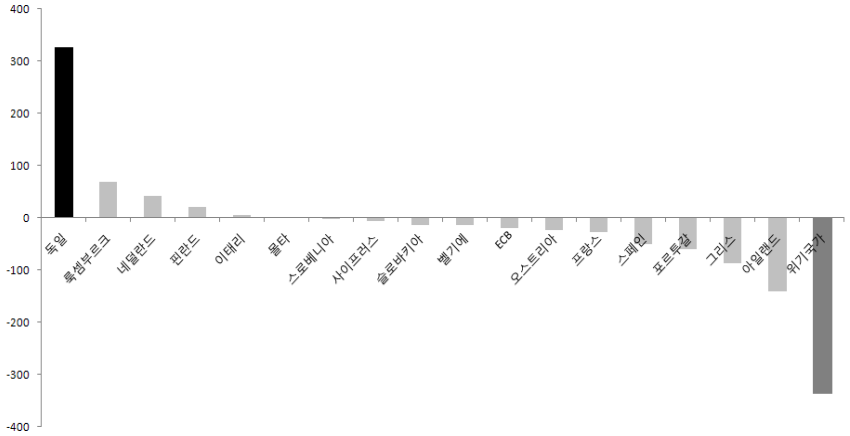
— 청구권의 축적이 지나치게 쌓여나가면서 실제 상계가 요구될 가능성이 증대함에 따라 위기국가 부도촉발

• 2010년 말 현재 위기국가들은 그림에서 보듯 코레스계좌에 3,360억유로를 빚지고 있으며 이는 그간 구제패키지를 통해 실제 집행된 금액을 초과함

— 독일과 같은 국가들에는 이러한 지급시스템을 이탈하고자 하는 유인이 존재

<그림 Ⅳ-2> 유로시스템을 통한 유로존 국가 간 청구권

(단위: 십억유로)



자료: Boone and Johnson(2011)

□ 비록 위기국가들에 대한 재정지원의 부담 및 전술한 시스템으로부터 탈출할 수는 있지만 유로존이 붕괴하는 경우 이들도 강한 부정적 영향과 비용을 피할 수 없음

— 이들 국가들의 은행들은 해외자산가치의 폭락을 경험할 것이며 수출업자들은 막대한 경쟁력손실을 겪을 전망

— UBS 연구는 독일의 경우 첫 해에 GDP의 20~25%에 달하는 손실을 입을 것으로 추정

다. 유로존 붕괴의 가능성은 상당히 낮은 것으로 판단

□ 붕괴를 통해서도 이탈국가는 영원히 그들이 피하고자 했던 긴축조치 및 개혁요구들에서 벗어날 수 없음

— 이탈선택은 피상적인 민족주의적 매력을 제공할 뿐이며 종국적으로는 국가 간 상호연관고리를 일시적으로 은폐할 뿐임[19)]

□ 궁극적으로는 최초 유럽연합이 형성될 때의 목표들을 해결할 수 없게 되며 글로벌 무대에서 힘의 약화 초래

— 유로존 붕괴 시 유럽의 국가들은 독일이라 할지라도 이제 더 이상 개별적으로 글로벌 게임에서 목소리를 낼 수 없으며, 오직 유럽 전체적으로만 중요한 역할을 할 수 있음

3. 재정연합

가. 재정부문의 협력체제

□ 좁은 의미의 재정연합은 공통화폐를 사용하는 국가들이 서로 동의한 재정정책을 실행하도록 강제하는 강력한 공동체 기구 혹은 규칙을 의미하며, 가장 광의로는 지역적 편차를 상쇄하는 이전지출이 가능한 연합을 의미

— 좁은 의미의 재정연합은 회원국이 서로의 재정사항에 간섭하도록 허락하는 것이 재정통합을 위한 좋은 촉매제라는 인식[20)]에 기반

---

19) Philip Stephens, "Wanted: a plan to save Europe", Financial Times, 2011년 9월 22일

20) Wolfgang Schauble, "Crisis provides eurozone with opportunity for fiscal union", Financial Times, 2011년 10월 30일

— 광의의 재정연합은 미국의 연방정부와 유사하게 세금을 걷고 지출을 행하는 권한을 가진 유럽정부의 수립을 의미

- 미국에서는 연방정부가 안정화 기능을 수행하여 이전지출을 통해 충격에 처한 주를 구제하는 반면, 각 주는 자체 부과된 균형재정을 달성할 의무가 존재하여 이를 지키지 못하는 경우 연방징부는 구제하지 않음
- 현재 유럽은 이와 반대의 경우로 연방의 안정화기능은 부재하고 각 회원국은 재정자율권을 가지지만 회원국은 구제될 수 있음

— 도덕적 해이의 방지를 위해 유럽의 경우 균형재정에 대한 집행가능한 정책의 채택이 중요하지만 연방의 안정화기능이 부재한 상황에서는 심각한 경기침체와 저성장을 초래할 가능성이 큼

□ 유로존 형성 당시 각국의 재정건전성유지를 위해 재정적자시정협약(EDP)과 안정 및 성장 협약(SGP)이 성립되었으나 취약점 노정

— EDP하에서 회원국은 재정적자를 GDP의 3%이하, 국가부채를 GDP의 60%로 유지할 것이 요구되었으며 SGP는 회원국 간 다자간 감시의 심화 및 EDP의 신속하고 명확한 집행을 위해 채택

— 하지만 2003년 이를 위반한 프랑tm와 독일에 대한 제재가 각료이사회에 의해 거부됨으로써 실제 집행에 대한 취약점 노정

— 근본적으로 규칙에 기반한(rules-based) 협정이라는 점이 한계로 지적되었으며, 2005년 집행 시 회원국의 경제상황을 참작하도록 개정

□ 재정규율의 위반 시 투표권 제한 및 자동제재 등을 가하도록 하는 2010년 6월의 제안이 채택되지 못하고 현재 위기를 경과하며 이와 비슷한 역할을 수행하는 재정감독 차르(Tsar)의 설립이 논의되고 있으며[21] 현재 경제·통화정책 집행위원인 올리 렌(Olli Rehn)에게 이 기능을 부여

— 집행위원회가 회원국 재정상태를 감독하고 필요할 때 제재까지 가할 수 있는 지위로 구상

— 유럽연합 27개 회원국은 예산안을 자국의회에 송부하기 전에 유럽연합 집행위원회에 제출하고 집행위원회는 이를 점검하여 재정건전성에 문제가 발생할 여지가 있는 경우 해당 회원국에 조치를 취하도록 요구

— 유로존 지배구조의 강화와 협력을 꾀하며 훨씬 더 중앙집권화된 기구로 기능

나. 광의의 재정연합은 상당한 시간을 통해 점진적으로 진행될 것으로 전망

□ 위에서 제시한 재정적자에 대한 집행 가능한 통제, 법인세에 대한 초기 조화, 유로존의 영구적인 의장지명 등이 가능한 경로

— 이러한 경로가 일단 궤도에 오르면 유로본드발행 등이 가능할 전망이며, 특히 최근 발간된 집행위원회의 녹서(Green paper)도 회원국 재정 상태에 대한 좀 더 밀접한 통제가 안정채권(stability bonds)의 전제조건임을 주장[22]

---

21) Joshua Chaffin, "Europe close to creating 'budget tsar", Financial Times, 2011년 11월 9일.

□ 독일이 추구하는 정치적 통합은 연방주의로의 전진을 의미하는데, 현재의 지평과 같이 유로존 가입국(ins)과 미가입 잔류국(outs)이 존재하는 한 앞으로도 상당히 요원할 전망

— 장기적으로 이 방향으로 진행되더라도 가입국과 미가입국 사이의 갈등은 계속적으로 진행될 가능성이 있으며 장기적으로 이를 봉합할 필요

— 실질적으로 유로존 재정통합의 가장 큰 반대자는 영국인데 이들은 재정연합 혹은 유럽연방이 궁극적으로는 민주주의에 장애로 작동할 것으로 우려[23)]

• 이들은 유럽에 대한 주요 사안의 결정에 있어 소외될 것으로 우려하여 계속적인 비토세력으로 남을 가능성이 크며, 이는 궁극적으로 통합유럽의 발전에 저해가 될 것으로 전망[24)]

4. 단계적 과정을 통한 위기대응 반복

가. 가장 현실성 있는 시나리오는 점진적 대응을 하면서 위기국면을 통과하는 것

□ 가장 현실성 있는 위기과정의 전개는 점진적 과정을 거치며 위기국면을 통과하는 시나리오로서 위기국면의 순차적 단계는 다음의 그림과 같음

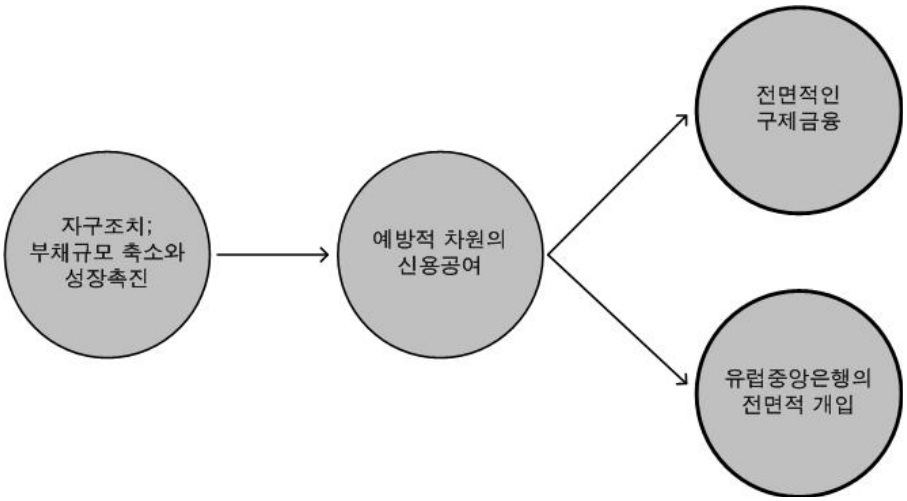
---

22) EC(2011) 참조.

23) John Major, "The price of the drift to fiscal union", Financial Times, 2011년 10월 26일.

24) "Outs and ins", The Economist, 2011년 3월 12일.

<그림 Ⅳ-3> 점진적 대응의 선택 대안



□ 이미 구제금융을 받은 그리스, 아일랜드, 포르투갈은 구제금융의 조건으로 받아들였던 개혁조치들을 이행하기 위해 노력할 것이며, 이태리 등 펀더멘털이 양호하나 시장신뢰상실로 불안정을 겪고 있는 국가들도 부채규모 축소와 경제성장을 위해 제안된 조치들을 이행하기 위해 노력할 전망

— 그리스의 경우는 추이를 관망해야 하나 유로존 탈퇴라는 극단적인 선택을 하지 않을 가능성이 크므로 추가 신용공여를 위해 약속한 긴축조치를 취할 것으로 전망

— 이러한 조치들이 펀더멘털은 양호했으나 은행위기로 구제금융을 받은 후 예상과 달리 2분기 간 호조를 이룬 수출로 국채수익률이 14%에서 근래 7.6%로 하락한 아일랜드의 경우에서처럼 펀더멘털은 양호하나 위기를 겪고 있는 국가에서는 효과를 볼 가능성도 존재

□ 상환능력은 있으나 자금차입이 어려운 일부 불안국가들의 경우는 더 나아가 IMF와 ESFS 등으로부터 일시적인 소규모의 예방적 신용공여(PCL)를 제공받는 것도 가능

— IMF는 2008년 금융위기 시 설립된 PCL을 확장하여 PLL을 수립, 이를 통해 금융위기 전염으로 충격을 받은 국가들에 단기 신용지원을 하기로 결정[25)]

• IMF 쿼터 혹은 기여분의 최고 5배 금액을 6개월 간 차입하고, 추가로 2년 만기 대출의 경우 최대 10배까지 차입이 가능

— 헝가리의 경우 유로화대비 자국통화의 가치가 하락하고 국채금리가 상승함에 따라 IMF에 구제금융을 요청한 상태

□ 위와 같은 자구조치와 예방적 신용공여(PCL)와 같은 조치들이 불안국가들에서 효과를 보지 못하는 경우에는 IMF와 ESFS가 전면적으로 개입하여 구제금융을 제공

— 이 경우 많은 사람들이 지적하듯 보증을 통해 증액된 EFSF와 IMF 가용 자금을 다 합해도 충분치 못한 상황이 발생할 가능성이 존재

□ 혹은 현재 일각에서는 ECB가 인플레이션에 대한 우려를 접고 즉각적이고 대대적인 최종대부자 기능을 수행해야 문제가 해결될 것으로 기대하지만[26)] 이 루트는 상황이 가장 부정적으로 전개되는 마지막 단계에서 이루어질 전망이며 ECB는 당분간 이태리 등에 대한 한시적이고 소규모의 국채매입을 진행할 전망

25) Alan Beattie, "IMF expands credit facility", Financial Times, 2011년 11월 23일.

26) Alexander Friedman, "It is time for you to fire the silver bullet, Mr Draghi", Financial Times, 2011년 11월 10일 및 Paul De Grauwe, "Europe needs the ECB to step up to the plate", Financial Times, 2011년 10월 19일.

— ECB의 새 총재인 드라기는 현재위기의 책임은 정부가 져야하며 ECB는 결코 최종대부자 역할을 수행하지 않을 것임을 공포

• 전술한 바와 같이 SMP는 외면상 한시적으로 통화정책을 원활히 하기 위해 설정되었으며, 또한 비록 유통시장에서의 매입이긴 하지만 국채를 ECB가 매입하는 행위 자체가 위법적 요소가 있음이 계속 제기됨[27)]

□ 당분간은 자구노력을 강조하며 위기가 발생하는 경우 신용공여, 구제금융 제공, 유럽중앙은행의 개입 등의 과정을 반복하면서 진행될 가능성 농후

□ 문제는 위기자체가 해결 불가능한 것이 아니라 현재의 위기를 돌파하는 과정에서 향후 어떻게 유로존이 재건축되어야 하는 지에 대한 경로에 있어서의 이견이 존재한다는 것

— 즉, 현재의 도덕적 해이 구조를 어떤 속도로 바꾸어 나가야 하는지에 대한 이견

— 현행 조약의 조항들을 어겨가면서까지 문제를 처리하는 것은 결국 도덕적 해이를 깰 수 없다는 것이 독일의 주장

나. 점진적 대응과 동시에 진행될 예정인 조치들

□ 중기적으로는 한시적인 기구들인 ESFS와 EFSM을 대체하는 유럽안정기구(ESM)의 설립을 통해 영구적인 위기관리기구를 마련하는 것이 확정

---

27) Jens Weidmann, "Germany's top banker backs ECB stance", Financial Times, 2011년 11월 14일

— 리스본조약에 대한 두 가지 부분적 개정을 통해 유로존의 금융안정을 도모하기 위해 설립되어 2012년 7월부터 활동예정

• 유럽연합의 기능에 관한 조약(TFEU)의 136항의 변경과 유로존 국가들만의 조약인 'ESM설립에 관한 조약'의 설립

— 예상 재원의 규모는 5,000억유로이며 유로존 회원국들의 비례적 기여로 구성

— 구제금융은 거시경제조정과 국가부채조정에 대한 엄격한 조건 하에서 승인되며 예외적인 경우 발행시장에서 해당국채를 매입하는 것도 가능

— 2013년 이후 발행되는 유로존 국채는 모든 채권보유자에게 구속력을 갖는 국채구조조정에 대해 다수결로 결정할 수 있는 집단행동조항(CAC)을 포함하도록 함

□ 이와 함께 일각에서는 좀 더 재원규모가 큰 가칭 유로채무상환기금의 설립을 제안

— 독일총리 경제자문기구인 5현자위원회가 제의한 것으로 독일·프랑스·이태리·스페인 등 주요 유로국의 공동 보증으로 총 2조 3000억유로 규모로 만들어진 기금이 GDP 대비 60%를 초과하는 국가 부채부분을 떠안는 방식

— 대신 회원국들은 GDP 대비 재정적자를 0.5% 아래로 유지하겠다는 내용을 헌법상 명기하고 협약을 어길 시엔 회원국자격을 박탈

— 이미 설립이 확정된 ESM과 어떤 식으로 관계가 설정될지 추이를 살펴볼 필요

Ⅴ. 시사점

1. 금융권 유동성

2. 실물경제

3. 자본시장

V. 시사점

□ 종합해 보면 향후 유로존에서는 크고 작은 위기가 산발적으로 벌어질 전망인데 이에 대해 유로존은 일단 구제금융이나 ECB등으로 위기를 돌파할 전망이며, 이와 함께 중기적 해결책인 위기관리기구의 수립 및 재정정책과 회원국 간 감시의 협력강화를 도모할 전망

□ 따라서 근본적인 해결책이라 할 수 있는 성장촉진을 통한 회원국 간 경제격차 해소나 공동채권 발행 등을 통한 재정연합의 수립은 상당한 시간이 걸릴 전망이며 계속적으로 불안정한 모습을 보일 전망

□ 결국 문제가 장기화될 가능성이 크며 이에 우리나라는 유동성위기, 실물경제파급, 자본시장 급변동 등에 있어 대비를 할 필요

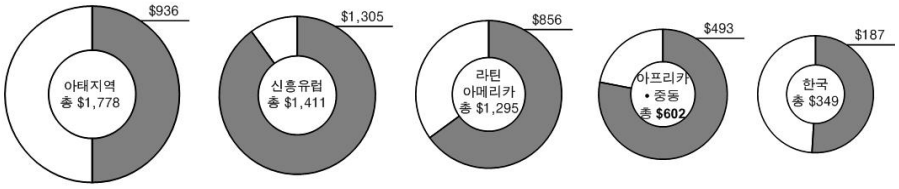
1. 금융권 유동성

□ 유럽지역과의 금융의 연결정도를 파악하기 위해서 EU에 대한 우리나라 은행들의 익스포저를 살펴보면 53.6%로 유럽의 금융위기에 상당한 정도로 노출

— 국내은행의 해외차입(본점+국외점포)은 2011년 6월 현재 36%이며[28], 여기에 외은지점의 차입 등을 합하면 53.6%

28) 금융위원회 보도자료(2011) 참조.

<그림 Ⅴ-1> 이머징마켓과 우리나라의 익스포저



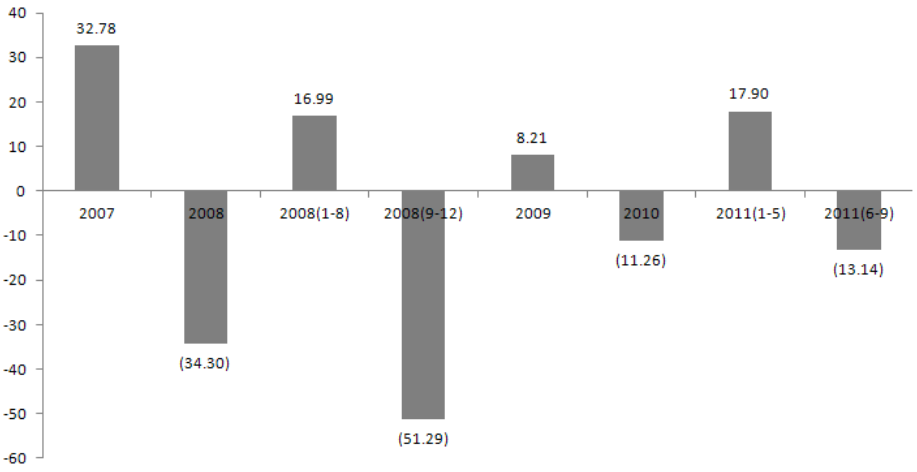
주 : 원의 중앙에 있는 금액은 총 해외차입이며, 어두운 부분은 유럽으로부터의 차입금액을 의미

자료: BIS

□ 2008년의 경험을 볼 때 유럽지역위기가 장기화되면서 유럽은행들이 디레버리징을 신흥시장부터 시작하는 경우 리스크 발생 가능성 존재

<그림 Ⅴ-2> 우리나라 순차입 추이

(단위: 십억달러)



자료: 한국은행

— 위에서 보듯이 2008년 하반기 리먼브라더스 사태 이후 급격하게 외국으로부터 차입이 빠져 나간 적이 있으며, 올해 그리스에서 정치적 위기가 고조된 6월 이후 차입이 상당한 규모로 빠져나가 향후 이러한 사태가 발생할 가능성에 대한 대비가 필요

— 근래 동유럽에 대한 향후 대출을 제한하기로 결정한 오스트리아의 경우[29]에서 보듯 위기국가뿐만 아니라 신용등급 AAA국가도 자국의 신용등급유지를 위해 해외지점을 통한 유동성긴축을 실행할 가능성 높음

□ 따라서 통화스왑 등의 유동성확보를 위한 노력을 상시적으로 유지할 필요

— 2011년 10월 일본(700억달러)·중국(560억달러)과의 통화스왑을 체결한 상태이며 미국과의 통화스왑도 필요한 경우 재개할 필요

□ 근본적으로는 외화유동성 차입선 다변화, 은행에 대한 외화유동성관리를 상시적으로 수행할 필요

2. 실물경제

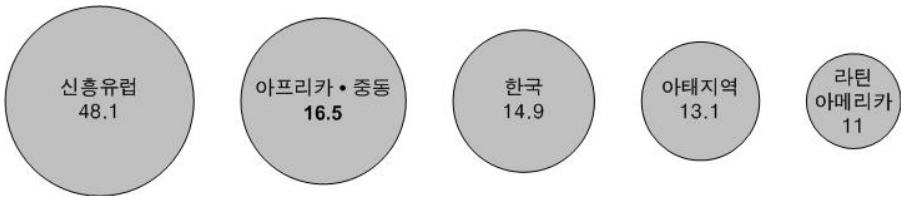
□ 우리나라의 유럽지역에 대한 무역의존도는 전체 수출물량 기준 14.9%로 유럽지역이 경기침체에 진입하면 영향을 받을 것이 예상되며, 이에 따라 특히 중소기업에 대한 정책적 지원이 필요할 것으로 판단

---

29) Eric Frey, Neil Buckley, Stefan Wagstyl, "Austrian banks lending to the east", Financial Times, 2011년 11월 22일.

<그림 Ⅴ-3> 이머징마켓과 우리나라의 유럽지역에 대한 무역비중

(단위: %)



주 : 원의 숫자는 각 지역의 전체 수출에서 유럽이 차지하는 비중을 의미
자료: Financial Times와 무역협회

— 아직 우리나라는 큰 영향이 드러나지 않으나 유럽경기둔화로 인하여 이미 아시아 국가들의 수출 증가세가 하락한 것으로 나타남

• 10월 일본의 무역수지는 적자를 기록했으며, 중국의 수출은 8개월래 최저, 싱가포르도 30개월 만에 가장 큰 폭 하락 기록

— 전체적으로 우리나라의 대 EU 수출은 약보합세의 증가를 할 것으로 예상되며 유럽 경기침체에도 불구하고 유럽시장개척이 필수이므로 수출기업들은 리스크 규모와 핵심역량의 파악 후 '저위험 저수익형'과 '고위험 고수익형' 중 적합한 전략을 취할 것이 제시[30]

— 영향이 더 클 것으로 예상되는 중소기업의 경우 수출중기에 대한 파급영향은 최소화하고 내수중기에 대해서는 금융지원 강화 및 원자재 수급 원활화 방안이 마련되어야 할 것이 제기[31]

• 2010년 기준 중기의 유럽수출은 중기 전체 수출의 11.3%를 차지하며, 우리나라의 전체 유럽수출에서는 25.1%를 차지하는 등 상당히 중요한 역할

30) 이은미(2011) 참조.
31) 홍성철 등(2011) 참조.

- 수출중기에 대해서는 탄력적 무역금융지원과 해외수출판로 개척 및 해외진출 지원노력을 확대
- 내수중기에 대해서는 정책금융의 탄력적 적용, 원자재가격변동에 따른 중기 납품단가조정의 원활함을 위해 대기업과의 상생협력 강화를 위해 노력

□ 대중수출 중 대부분이 자본재와 중간재이기 때문에 유럽지역에 대한 중국수출이 위축되는 경우 받게 될 영향에도 대비할 필요

— 대중수출의 구성은 소비재(3%), 자본재(49%), 그리고 중간재(48%)로 이루어짐

□ 마지막으로 중국이 유로존을 지원하는 대가로 시장경제지위의 인정을 요구하고 있어 이것이 현실화될 경우 중국의 유럽수출 가격의 추가인하가 가능해 이 시장에서 중국기업들과 경쟁을 벌이고 있는 우리기업들의 대비가 필요

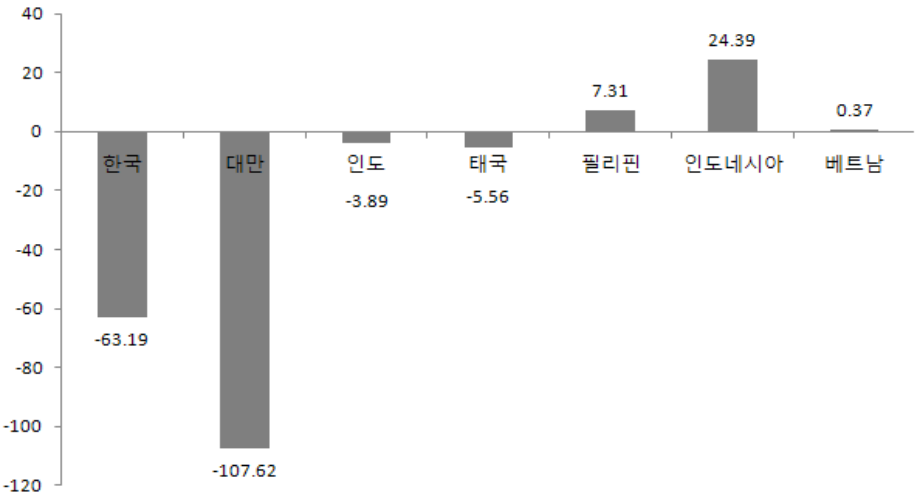
3. 자본시장

□ 유럽재정위기가 장기화됨에 따라 아시아지역의 많은 국가들에서 외국인 주식투자가 2011년 11월 현재 순매도를 기록하고 있으며, 위기의 해소에는 상당한 시간이 소요될 것으로 전망되어 당분간 이러한 매도압력 지속될 전망

— 우리나라 증시는 63억달러의 순매도를 기록하여 2011년 아시아 지역 전체 외국인 주식투자 순매도의 42%를 차지

<그림 Ⅴ-4> 아시아 주요국 외국인 주식 순매수(2011.11)

(단위: 억달러)



자료: 최성락 · 김윤선(2011)

□ 이러한 순매도 현황은 외국인 투자자들의 우리나라 경제 펀더멘털에 대한 평가가 긍정적임에도 불구하고 향후 국제금융시장 불안 등에 따라 자본유출입 변동성이 확대될 가능성이 여전함을 보임

□ 장기적으로는 MSCI 선진국지수 편입을 통한 주식시장의 변동성 감소를 위해 노력할 필요

— 우리나라는 기본적으로 대외의존도가 높은 소규모개방경제이며, 자본시장개방으로 외국인투자비중이 높아 변동성이 큼

— 근본적으로 글로벌투자자 입장에서 볼 때 우리나라는 자본유출입의 변동이 클 수밖에 없는 MSCI 이머징지수의 선두주자이며, 선진국지수로의 편입을 통해 이를 극복하는 것이 바람직

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

금융위원회, 2011, 최근 국내외 금융시장동향 및 대응방향, 금융위원회 보도자료.

김위대, 2011, 유럽 은행 자본 재확충 계획의 장단점 평가, 국제금융센터 이슈브리핑.

박진호, 2011, EU 공동국채(Euro-bond) 발행 논의와 향후 전망, 한국은행『해외경제정보』 제 2011-4호.

성태규・정병기, 2003, 금융세계화와 유럽차원의 대응: 유럽중앙은행(ECB)의 기원과 역할 및 한계를 중심으로,『국제정치논총』 제 43집 3호, 189-209.

안남기・최성락, 2011, EFSF(유럽재정안정기금) 레버리지 방안의 쟁점 및 평가, 국제금융센터 이슈분석.

이은미, 2011, 유럽재정위기의 향방과 한국의 대EU수출,『Trade Focus』 10집 51호.

최성락・김윤선, 2011, 11월 외국인 亞 주식 순매수 동향 및 전망, 국제금융센터 이슈분석.

홍성철・표한형・권선윤・장윤섭, 2011, 유럽 재정위기 장기화에 따른 경기하방 리스크에 대비해야 할 때, 중소기업연구원『중소기업포커스』 제 22호.

<해외문헌>

Ahearn, R., Jackson, J., Nelson, R., Weiss, M., 2011, The Future of the Eurozone and U.S. Interests, Congressional Research Service 7-5700.

Ahrend, R., Cournede, B., Price, R., 2008, Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil, OECD Economics Department working papers No. 597.

Avdjiev, S., Upper, C., von Kleist, K., 2010, Highlights of International Banking and Financial Market Activity, *BIS Quarterly Review*, (June) 15-21.

Belke, A., 2010, Driven by the Markets? ECB Sovereign Bond Purchases and the Securities Markets Programme, European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs.

Boone, P., Johnson, S., 2011, Europe on the Brink, Peterson Institute for International Economics Policy Brief No. PB11-13.

Carlin, W., 2011, 10 *Questions about the Eurozone Crisis and Whether it can be Solved*, UCL European Institute.

Cliff, M., 2010, EMU Break-up: Quantifying the Unthinkable, ING Financial Market Research.

De Grauwe, P., 2011, Only a More Active ECB can Solve the Euro Crisis, CEPS Policy Brief No. 250.

EC, 2011, Feasibility of Introducing Stability Bonds, European Commission Green Paper.

ECB, 2011, *The Monetary Policy of ECB*, European Central Bank.

Feldstein, M., 2010, The Euro's Fundamental Flaws, International Economy.

Reinhart, C., Rogoff, K., 2009, *This Time is Different*, Princeton University Press.

Valiante, D., 2011, The Eurozone Debt Crisis: From its Origins to a Way Forward, CEPS Policy Brief No. 251.

<웹사이트>

BIS	www.bis.org
BBC	www.bbc.co.uk
The Economist	www.economist.com
European Union	europa.eu
Financial Times	www.ft.com
Money Moves Markets	www.moneymovesmarkets.com
New York Times	www.nyt.com
UBS	www.ubs.com