

KERI Brief

그렉시트 위기와 영향

김성훈

한국경제연구원 부연구위원
(s.kim@keri.org)

2015년 7월 5일 EU/ECB/IMF 등의 채권단이 제시한 협상안에 대해 그리스 국민들의 반대가 더 큰 목소리를 내면서 거부된 가운데 디폴트가 전면화 될 가능성이 높아졌고 그에 따라 그렉시트(Grexit)에 대한 우려도 극대화되고 있다.

본 보고서는 향후 일어날지도 모르는 그렉시트가 과거 여러 국제금융위기("1994년 멕시코 위기", "1998년 러시아 위기", 2010년 "그리스 1차 재정위기" 등)에 준하는 정도의 국제금융질서 교란을 가져올 때 우리나라가 받게 될 영향을 정량화하여 추론해 보았다. 본 연구에는 1993~2013년 기간 22개국의 데이터를 GVAR(글로벌 벡터자기회귀분석)를 이용해 분석하였다.

연구 결과, 그렉시트 발발로 국제금융시장의 혼란이 지속될 경우 한국경제의 실질경제성장률은 충격 1년

후 1.7~2.7%포인트까지 하락할 수 있고, 우리나라 주식가격은 16.5~26.5%까지 떨어질 수 있으며, 해외자본유출 역시 GDP 대비 1%포인트(대략 14~15조 원) 내외에 이를 것으로 나타났다.

물론 지난 국제금융기간 동안 유럽민간은행들의 對 그리스 채권이 EU/ECB/IMF 등으로 바뀌면서 공적화(公的化)되어 시스템 리스크는 그리스 1차 금융위기 때보다 작다는 견해도 있다. 그러나 그렉시트가 유로존이라는 거대한 실험의 실패를 의미하는 만큼 그 잠재적 파급력을 결코 과소평가되어선 안 된다는 점이 본 보고서가 말하고자 하는 기본적인 메시지이다.

(* 본 연구의 배경/가정/결과는 모두 2015년 7월 6일 이전의 정보에 기초하였으며 이후 실제 협상 결과 등은 반영되지 않았습니다.)

1. 배경

□ 그리스 위기의 장기화 ([표 1] 참조)

- 2009년 이후 경제는 6년 연속 마이너스 성장 (첨부자료 [그림 A1] 참조)
- 그리스의 2014년 GDP는 2008년 GDP의 74% 수준으로 추락
- 실업률 26%, 청년층 실업률 50%대 수준

- 계속되는 마이너스 경제성장에도 따른 축소된 조세 기반 (tax base)
- 계속되는 긴축과 개혁에도 불구하고 마이너스 경제성장도 이어지며 채권단만 바뀐 형태
- 2010년부터 7차례에 걸친 강력한 긴축 프로그램 (임금 삭감, 연금 축소, 세금 인상 등)
- 2009년 말 3000억 달러에 이르는 정부부채가 2014년 말에도 여전히 3170억 달러에 이릅니다.

[표 1] 그리스 위기의 장기화

날짜	진행과정
2001년	유로 가입
2004년	여름 올림픽 개최, 연말 정부부채 1830억 유로 수준, 재정적자 GDP 대비 3% 미만으로 유지한 적 없음 인정.
2005년	긴축 시작 및 담배/주류세 인상
2009년	GDP 마이너스 성장 본격화 (명목성장률 -1.93%, 실질성장률 -4.36%) 연말 정부부채 3000억 유로 수준으로 증가
2010년 2월	1차 긴축 프로그램 시행 (공공부문 임금동결, 성과급 삭감)
2010년 3월	2차 긴축 프로그램 시행 (공공부문 임금삭감, 연금 동결, 부가가치세 인상)
2010년 4월	그리스-독일 10년물 국제 스프레드 처음으로 10% 이상 초과
2010년 5월	3차 긴축 프로그램 시행 1차 구제금융 프로그램 합의 (EU, ECB, IMF)
2011년 6월	4차 긴축 프로그램 시행
2012년 2월	5차 긴축 프로그램 시행 2차 구제금융 프로그램 합의
2012년 11월	6차 긴축 프로그램 시행
2013년 7월	7차 긴축 프로그램 시행
2014년 4월	30억 유로본드 발행에 성공, 연말 정부부채 3170억 유로 수준.
2015년 6월	3차 구제금융 프로그램 협상 결렬.
2010년 ~2015년 현재	이후 7차에 이르는 일련의 긴축 프로그램 시행에도 불구하고 부채수준 동일. 마이너스 성장, 25%가 넘는 실업률, 50%에 육박하는 청년층 실업률 계속되는 시위와 소요 속에서 불안정한 연립정권 및 정권교체

자료: 블룸버그 뉴스, 로이터 뉴스, CEIC, Kashyap (2015)

○ 1 & 2차 구제금융: 위기 이전 10여년간 그리스 정부에 돈을 빌려준 독일, 프랑스 등지의 민간은행 중심의 채권 단에서 EU, ECB, IMF 등의 공적기관으로 채권단을 바꾸는 데 사용

□ **갈림길 : 그렉시트? (아래 [표 2] 및 첨부자료 [그림 A2] 참조)**

- 긴축 장기화로 인한 고통 속에 2015년 6월 30일 2차 구제금융 프로그램 종료
- 3차 구제금융 프로그램을 둘러싸고 채권단 (ECB, EU, IMF)과 협상에 난항을 거듭하고 디폴트 및 그렉시트 우려 증대
- 2015년 6월 26일 채권단과의 협상 결렬 직후 채권단 협상안에 대한 그리스 국민투표 선언

[표 2] 그리스 위기 관련 향후 일정 (2015년 여름기간)

2015년	향 후 일 정
6월 29일	자본통제시작, 은행영업중단
6월 30일	15.5억유로 IMF 대출 상환, 2차 (2012년 2월 시작) 구제금융 프로그램 종료
7월 01일	ECB 집행부 (비통화정책부문) 미팅
7월 05일	국민투표 결과, 채권단이 제시한 구제금융안 거부
7월 08일	6개월 만기채 발행예정
7월 10일	20억유로 국채상환연장(refinance) 필요
7월 13일	4.5억유로 IMF 상환, 유로그룹 미팅
7월 14일	120억엔 상환 (만기채권)
7월 16일	ECB 집행부 (통화정책부문) 미팅
7월 17일	0.71억유로 국채 쿠폰 지급
7월 20일	35억유로 ECB 보유 국채 만기
8월 01일	1.75억 유로 IMF 대출 이자 (8/5일까지)
8월 05일	ECB 집행부 (비통화정책부문) 미팅, 6개월 만기채 발행예정
8월 07일	10억유로 국채상환연장(refinance) 필요
8월 14일	14억유로 국채상환연장(refinance) 필요
8월 20일	32억유로 ECB 보유 국채 만기

자료: 블룸버그 뉴스

참고: IMF 대출 상환액의 경우 특별인출권과 유로의 교환비율에 변동에 따른 잠정치임.

□ **본 보고서의 가정과 목적 (첨부자료 [그림 A2] 참조)**

- [그림 A2] (첨부자료)처럼 간단한 시나리오를 고려하는 경우에도 각 노드(node) 별로 확률을 할당하는 것이 무의미할 정도로 불확실한 상황
- “백지 상태의 확률 (ignorance prior)”을 가정하고

각 노드에서 50:50를 할당하는 것이 합리적인 시점

- 본 보고서의 궁극적 목적은 디폴트 전면화와 그렉시트가 실제 발생하게 되는 시나리오를 가정하고 우리경제에 미칠 영향의 범위를 과거의 다른 금융위기에 견주어 추정코자 함.

2. 연구방법

□ 그렉시트의 직접적인 익스포저는 작으나 향후 국제금융질서에 미치는 임플리케이션은 크고 불확실함.

- 그리스 자체에 대한 한국의 직접적 익스포저는 실물과 금융 양면에서 모두 미미
- 그리스 부채 규모 역시 유로존 전체의 경제규모에 비해 매우 작고 (유로존 전체 GDP의 3%), 지난 구제금융 기간 동안 유로존 내의 뱅크런과 같은 직접적인 시스템 리스크는 제거된 상태
- 와일드카드는 그렉시트가 유로존의 미래에 관해 던지는 임플리케이션이고 이를 시장이 어떻게 해석하는가에 따라 우리 경제에 미치는 영향의 크기도 달라질 수 있음.

□ 그렉시트가 국제금융질서를 교란함으로써 생겨날 “금융불안”이 우리나라 경제에 미치는 영향 분석

- 충격 변수: “금융불안”은 빅스(VIX: implied volatility index)로 측정
- 충격 크기: 과거의 금융위기들 중 특징이나 규모 면에서 비교 가능한 것으로 보이는 위기들을 고르고 각 위기 전후의 “금융불안” 정도를 실제 빅스(VIX)의 퍼센트(%) 변화로 측정
 - 1994년 멕시코 위기 (페소 통화): 1994년 4분기 VIX 변화는 전기 대비 20% 상승
 - 1998년 러시아 위기 (모라토리움): 1998년 3분기 VIX 변화는 전기 대비 32% 상승
 - 2010년 그리스 1차 재정 위기 (1차 구제금융 프로그램 전후): 2010년 2분기 VIX 변화는 전기 대비 27% 상승

- “그리스 1차 재정 위기” 수준의 충격을 기본 추정치(benchmark estimate)으로 하고 “멕시코 위기”와 “러시아 위기”를 신뢰구간(confidence)의 상하 경계 수준으로 해석하며 정량 평가 진행

- 그러나, 본 보고서에서 과거 각각의 위기는 “가능한 위기 수준”에 대한 시나리오로서 사용되며 확률적 분포를 의미하는 것은 아님에 주의

□ “금융불안”에 대한 우리 경제의 반응도 측정은 GVAR (Global VAR) 모델을 이용

- 김성훈 (2015, KERI 정책연구)을 기본적으로 원용한 GVAR 모델 이용

- 샘플: 22개국(G20 소속 18개국 + 아세안 4개국)의 1993-2013년 분기별 데이터
- 변수: 실질GDP, 소비자물가(CPI), 주식가격, 각국 통화의 달러 대비 환율, 단기금리, 주식자본과 채권자본의 흐름 (순유입량 ÷ GDP), 빅스(VIX), 국제유가(WTI)

- 다른 외생변수들의 충격은 없다는 가정 하에 “금융불안” 충격에 대한 우리경제의 반응 분석

- 과거의 세 위기 (94 멕시코 위기, 98 러시아 위기, 2010 그리스 1차 위기)에 대해 보여줄 우리경제의 반응은 각각의 해당위기 때 1차적으로 관찰되는 데이터(raw data)에서 동일하게 나타난다는 뜻이 아니라, 여타 다른 충격이 없었다면 그렇게 행동했을 것이라는 것을 의미
- 금융 교란의 영향을 살필 때 충격시점으로부터 이후 12분기 (3년을 넘지 않는 기간을 반응 분석 구간 (analysis horizon)으로 하는 것이 그렉시트와 같은 현안 논의를 위해서는 적절

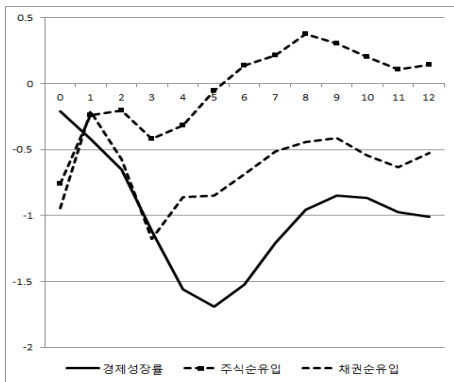
3. 분석 결과

□ **질적 패턴 요약: 국제금융시장의 교란에 따른 우리경제의 기본 반응 패턴 ([그림 1] 참조)**

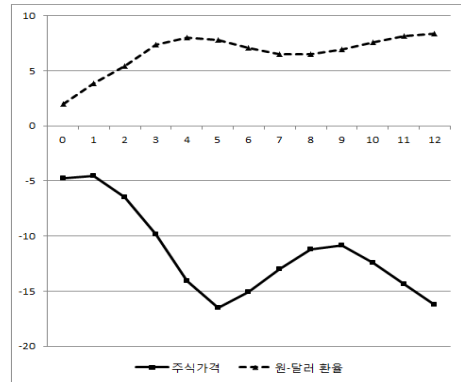
- **경제성장률:** 충격시점부터 조금씩 줄어들기 시작해 1년 후부터 다시 회복세를 나타내는 U자형 반응을 보임.
- **주식가격:** 처음 2년 동안은 경제성장률과 매우 동조화되어 있음. 그러나 이후 오히려 회복세가 꺾이면서 다시 추락세를 나타냄.

- **주식자본흐름:** 충격시점에 급작스런 유출이 일어나지만 1년 반 가량 지나면서부터 다시 순유입으로 돌아섬.
- **채권자본흐름:** 충격시점에서 급작스런 유출이 일어난 후 그 다음 분기에 강한 반등세를 보이지만 순유입이 늘어나는 수준으로 회복하지 못한 채 재유출 반복. 3년 내내 유출이 유입 우세.
- **원-달러 환율:** 원화 약세 상태가 충격 이후 계속 지속

[그림 1] 국제금융불안(VIX)의 1표준편차 충격이 우리경제에 미치는 영향



(a)



(b)

자료: 김성훈(2015)와 동일한 데이터 및 방법론 사용

참고: 가로축은 VIX 충격시점부터 경과하는 분기 단위 시간 (0~12분기)을, 세로축은 각 변수에 따라 해당 변수가 원래 경로로부터 벗어나는 정도를 퍼센트(%) 혹은 퍼센티지포인트(%p)로 표시.

□ **경제성장률 ([그림 2(a)] 참조)**

- 그렉시트가 “그리스 1차 재정 위기” 수준의 금융 시장 교란 충격을 만든다면 가정하면 충격 시점(0분기)에서 우리나라 실질경제성장률은 0.28%포인트 가량 원래성장경로로부터 하락하게 됨.

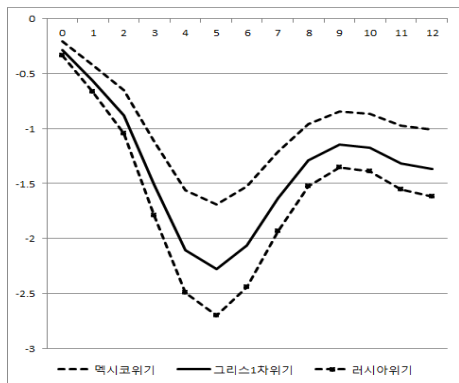
- “멕시코 위기”의 수준이라면 0.20%포인트, “러시아 위기” 수준이라면 0.34%포인트 가량의 실질경제성장률 하락이 충격 시점(0분기)에 바로 발생할 수 있음.

- 충격 여파가 5분기 이상 지속될 때 우리경제의 실질적 손실이 가장 커짐: “그리스 1차 재정 위기” 수준이라면 2.3%포인트 가량 하락하고 1.7%포인트(멕시코 위기)~2.7%포인트(러시아 위기)까지 하락할 수 있음.
- 이 정도 충격은 그렉시트 이후 국제금융시장에 대한 긍정적 요소가 발생하지 않고 혼란이 지속되는 것을 가정한 결과이므로 실제 우리 경제에 미치는 영향은 소폭 감소할 가능성도 있음:
 - 그러나 최악의 상황에 대비해야 하는 우리 경제의 입장에서는 본 연구의 추정을 바탕으로 금융시장 안정화 방안을 모색해야 함.

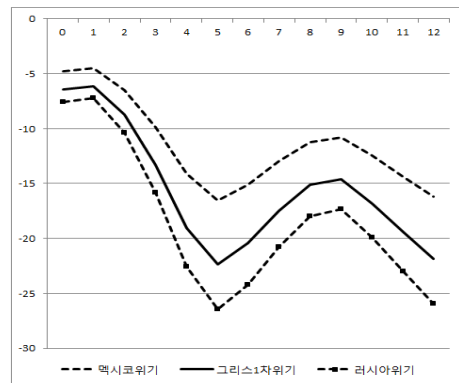
□ 주식가격 ([그림 2(b)] 참조)

- 그렉시트 충격과 동시에 4.8~7.6% 범위까지 주가가 급락할 수 있고, 5분기 가량 경과하면서 16.5~26.5% 범위까지도 하락 가능
- 실질경제성장률의 반응과 비교해 볼 때 반응 폭 뿐만 아니라 충격 2년 이후에도 회복 경로가 상당히 불투명해 다른 긍정적인 뉴스가 없다면 추가적인 하락 여지도 있음

[그림 2] 그렉시트가 과거 특정 위기만큼의 국제금융불안(VIX)을 야기할 때 경제성장률과 주식가격



(a) 경제성장률



(b) 주식가격

자료: 김성훈(2015)와 동일한 데이터 및 방법론 사용

참고: 가로축은 VIX 충격시점부터 경과하는 분기 단위 시간 (0~12분기)을, 패널(a) 경제성장률의 세로축은 원래 성장경로로부터 벗어나는 퍼센티지포인트(%p)를, 패널(b) 주식가격은 퍼센트(%)를 표시

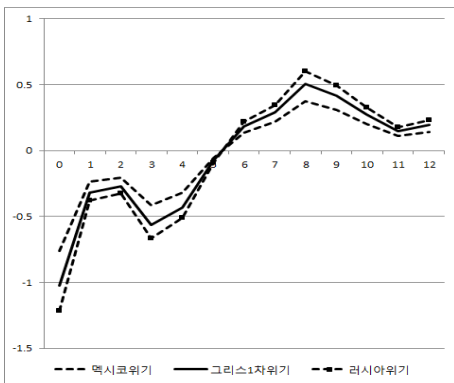
□ **주식자본의 순유입: GDP 대비 순유입 비율**
([그림 3(a)] 참조)

- 그렉시트 충격과 동시에 GDP 대비 0.8~1.2% 가량 주식자본의 순유출이 일어날 수 있음. 이는 2014년 명목GDP 기준 약 11.9조 원~17.8조 원에 해당하는 규모

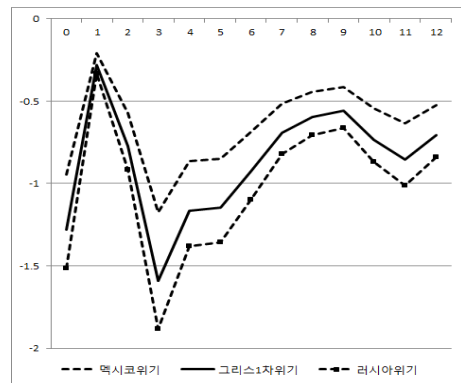
- 충격 후 1분기 가량 지나면서 순유출 정도가 빠르게 줄어들 수 있지만 완전히 회복되기까지 해외투자자들의 관망 기간이 적어도 1년가량 지속될 수 있음.

- 6분기 정도의 시간이 지나면서 순유출이 사라지고 GDP 대비 순유입 비율이 늘어나는 것으로 나타나지만 이는 자본유입의 절대량 증가보다는 GDP 자체가 5~6분기를 지나면서 원래 성장경로보다 1.7~2.7% 가까이 하회해 하는 것에 상당부분 기인

[그림 3] 그렉시트가 과거 특정 위기만큼의 국제금융불안(VIX)을 야기할 때 자본흐름에 미치는 영향



(a) **주식자본순유입**



(b) **채권자본순유입**

자료: 김성훈(2015)와 동일한 데이터 및 방법론 사용

참고: 가로축은 VIX 충격시점부터 경과하는 분기 단위 시간 (0~12분기)을, 세로축은 주식자금과 채권자금의 GDP대비 순유입비율의 퍼센티지포인트(%p) 변화를 표시

□ **채권자본의 순유입: GDP 대비 순유입 비율**
([그림 3(b)] 참조)

- 그렉시트 충격과 동시에 GDP 대비 0.9~1.5% 가량 채권자본의 순유출이 일어날 수 있음. 이는 2014년 명목GDP 기준 약 13.4조 원~22.3조 원에 해당하는 규모

- 충격 후 1분기 지나면서 자본유출이 잠시 주춤하나 3분기 후에는 다시 유출폭이 확대되고 다시 유입세로 돌아오기까지 2년 이상의 상당한 시간이 소요되는 것으로 나타남. 이는 (다음 페이지에서 보듯) 단기금리의 반응 폭이 비교적 작기 때문으로 보임.

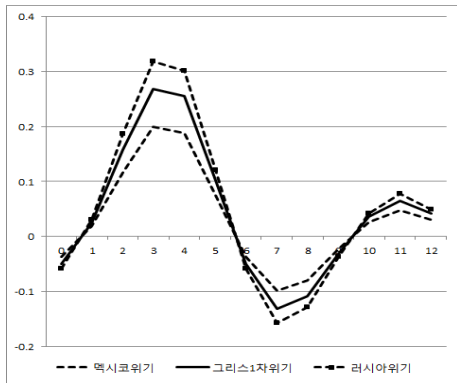
□ 단기금리 ([그림 4(a)] 참조)

- 그렉시트 충격 시점에는 거의 변화가 없으나 (4~6bp 가량 미세한 하락), 2분기 지나는 시점부터 12~19bp 상승하게 되고 3분기에 이르러서는 20~32bp까지 상승
- 충격 후 6분기 (1년 반) 정도 지나는 시점부터 충격 이전 수준을 중심으로 오르내림을 반복하며 정상화
- 단기금리 최대 상승 시점과 채권자본의 유출폭이 가장 큰 시점이 모두 충격 후 3분기로 잘 일치하고 있음.

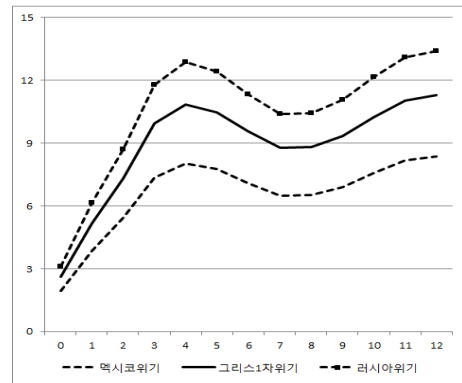
□ 원-달러 환율 ([그림 4(b)] 참조)

- 그렉시트 충격과 동시에 2.0~3.1% 가량 달러 대비 원화 가치가 절하된 후 1년에 걸쳐 8~13%까지도 하락할 수 있음.
- 국제금융시장의 교란에 따른 달러 대비 원화 가치의 하락은 상당히 지속적이어서 충격 이후 상당한 기간 (2-3년) 동안 이어지고 추가적인 하락도 가능하나 그렉시트가 유로화의 가치에 미칠 영향과 ECB 추가 양적 완화 가능성을 고려할 때 유로 대비 원화 가치는 회복 가능

[그림 4] 그렉시트가 과거 특정 위기만큼의 국제금융불안(VIX)을 야기할 때 금리와 환율에 미치는 영향



(a) 단기금리



(b) 원-달러 환율

자료: 김성훈(2015)와 동일한 데이터 및 방법론 사용

참고: 가로축은 VIX 충격시점부터 경과하는 분기 단위 시간 (0~12분기)을, 패널(a) 단기금리 그림의 세로축은 퍼센티지포인트(%p)변화를, 패널 (b) 환율 그림의 세로축은 원래 경로로부터 벗어나는 퍼센트(%)를 표시

4. 요약 및 시사점

□ 그렉시트는 현재 우리나라의 저성장 추세를 더욱 장기화시킬 수 있음.

- 그렉시트 발발로 국제금융질서가 교란될 경우 우리나라 실질경제성장률과 주시가격에 큰 하방압력으로 작용
- 만약 2010년 “그리스 1차 재정 위기” 수준으로 국제 금융시장을 교란시키게 된다고 가정하면 충격 이후 1년이 지난 시점에선 원래 성장경로에 비해 실질경제성장률은 최대 2.3%포인트까지 주시가격은 최대 22%까지 하회하게 될 가능성도 있음.
- 최악의 경우 소폭 개선을 예상하고 있는 내년 성장률에 상당히 부정적인 영향을 미쳐 장기 저성장이 고착화될 수도 있음.

□ 그렉시트는 주식자본과 채권자본 양쪽 모두에 유출 압력을 키울 수 있음.

- 국제 금융 교란 충격 후 처음 1년 동안 주식자본과 채권자본 모두 GDP 대비 0.5~1%포인트 가량의 순유출을 경험할 수 있음.
- 해외주식자본의 경우 위기 후 1년 우리주식이 매우 저평가되어 있을 때 다시 되사기 시작하고 이때 주시가격이 회복세를 보이나 계속 지속되지는 못함: 이는 국내주식투자자들이 위기에 더 큰 타격을 입게 되거나, 혹은 위기 영향이 더 오래갈 것으로 판단하는 경향 때문일 수 있음.

- 반면 해외채권자본의 경우 충격 후 순유출 흐름이 장기화되기는 하나 이는 우리나라 단기금리의 상승폭이 작고 비교적 빠르게 원래 경로로 되돌아 왔기 때문으로 보임.

- 대외 금융 충격 이후 자본흐름의 정도와 속도를 통화/금융정책에 반영해야 한다면 주식자본보다는 비교적 정책 효과를 예상하기 쉽고 뚜렷한 해외채권자본의 움직임에 집중할 필요가 있음.

□ 그렉시트는 달러 대비 원화 가치를 10% 가량 하락시킬 수 있음.

- 최근 원화 강세에 대한 우려가 많고 정책 개입의 목소리도 높지만, 앞으로는 원화가치를 하락시킬 수 있는 요소들도 많이 있음에 유의 (미국 통화정책 정상화, 그렉시트 등)
- 그렉시트의 성격 및 ECB 대응이 맞물려 원-유로 환율의 방향은 매우 가늠하기 어려움.

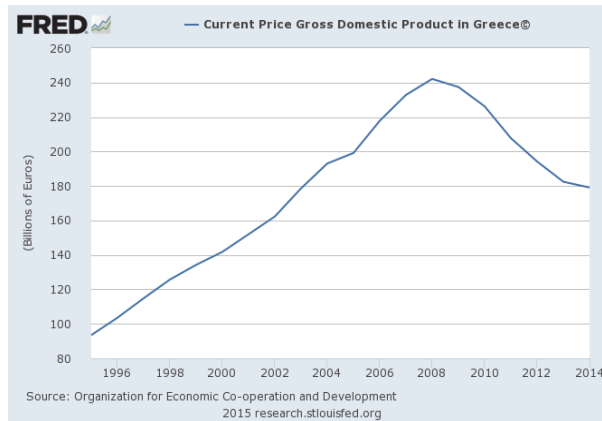
□ 주의: 본 보고서의 정량적 분석은 과거의 위기들에 대한 우리경제의 반응으로부터 추론한 것으로 질적인 판단과 함께 고려해야 함.

- 그렉시트가 2010년 “그리스 1차 재정 위기” 때 보다 훨씬 약할 수도 있고 훨씬 강할 수도 있게 만드는 다양하고 상반된 이유들이 존재함.

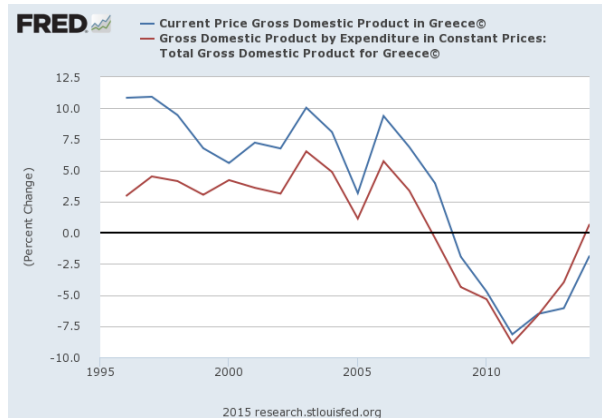
- “위험 작아”의 근거: 유럽 민간은행의 구제 후 시스템 리스크 제거가 발생하여 안정화 단계로 접어들었기 때문
 - “위험 커”의 근거: 유로존이라는 거대한 공동단일통화권 실험의 완전한 실패로 전개될 수도 있기 때문
- 시장에서 어떤 의견이 우세하게 되는가에 따라 우리나라에 미치는 영향도 크게 달라질 수 있음.

첨부자료 (Appendix)

[그림 A1] 그리스 실물 경제 상황



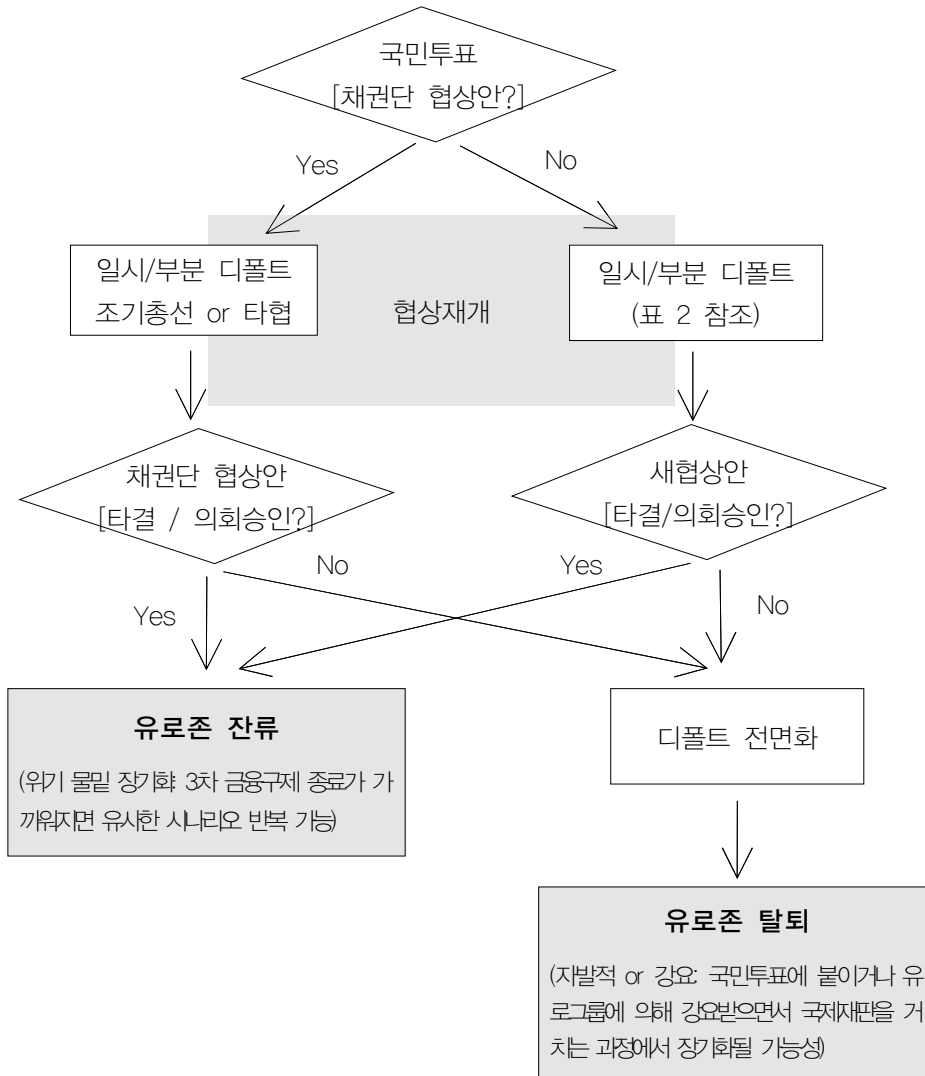
(a) 명목GDP (단위 10억유로)



(b) 명목 및 실질GDP 성장률

자료: OECD, FRED (Federal Reserve Bank of St. Louis)

[그림 A2] 그리스 위기 시나리오



참고문헌

김성훈 (2015). “글로벌 금융 경기 변동이 한국경제에 미치는 영향: 우리나라 자산시장과 자본유출입을 중심으로”, 정책연구 2015-10, 한국경제연구원

Kashyap, Anil (2015). “A Primer on the Greek Crisis: The Things You Need to Know from the Start until Now” mimeo

lkeri 한국경제연구원

발행일 2015년 6월 30일 | 발행인 권태신 | 발행처 한국경제연구원 | 주소 서울시 영등포구 여의대로 24 F(타워 45층) | 전화 3771-0060 | 팩스 786-0270~3