

## 유럽 재정위기 Monitoring (2012. 9. 10)

송원근 / 한국경제연구원 선임연구위원(wsong@keri.org), 김윤진 / 한국경제연구원 연구원(yoonjin.kim@keri.org)

### 1. ECB 통화정책회의의 결과

#### □ 9월 6일 ECB 통화정책회의

– 드라기 총재 유통시장에서 ECB의 무제한적 국채매입안 발표: **OMT(Outright Monetary Transaction)**

○ 목적: 재정위기국(스페인, 이탈리아)의 국채금리를 안정시켜 차입비용을 절감시키는 것

○ 조건(Conditionality)

① ECB의 국채매입 프로그램이 가동되기 위해서는 위기국들이 EU의 구제기금(EFSF, ESM)에 구제금융을 신청해야 함.

② 구제금융을 신청한 위기국들은 EU와 IMF가 관리·감독하는 강력한 경제개혁·긴축 프로그램을 이행해야 함.

• 방법: EFSF/ESM의 거시경제 조정 프로그램(Macroeconomic adjustment program)의 형태로 시행되거나, 예방적 차원에서 위기국 채권 등급 강화

• 추가사항

· EFSF/ESM의 발행시장에서의 채권 매입 가능

· 국별로 필요한 경우, IMF 개입을 요청

• 성격: 통화정책의 연장선, 재정위기국 재정정보전을 위한 정책이 아님을 강조

• 종료: 목표 달성 혹은 경제개혁·긴축 및 국채매입 프로그램이 필요하지 않다고 판단될 때

※ ECB 운영위원회(Governing Council)가 통화정책 권한과 완벽한 재량권을 갖고, 충분한 실사와 분석 후에, OMT의 시작·지속과 종료를 천명할 것임.

○ OMT의 구제 범위(Coverage)

• 해당 구제 기금: 추후 EFSF/ESM의 거시경제 조정 프로그램, 예방적 기금

• 매입 채권: 만기 1~3년 사이의 단기 국채

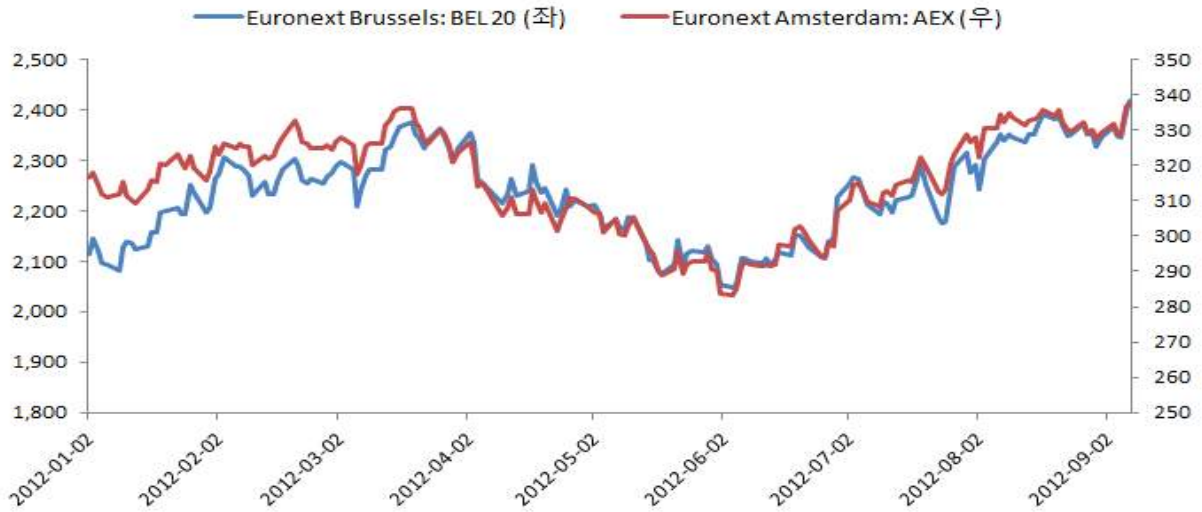
• 수량 제한: OMT의 사전적인 매입 제한 없음.

- ECB의 채권자로서의 위험분담 수준: 선순위권 포기
  - OMT로 채권을 매입한 ECB는 유로시스템(Eurosystem) 아래 유로 지역의 다른 민간 국채 보유자와 동일한 법적 보호를 받음.
  - 선순위권의 포기로 ECB는 국채매입에 따른 손실을 볼 수 있음.
- 불태화 정책(Sterilisation)
  - OMT로 풀린 시중 유동성은 그로 인한 인플레이션 위험을 방지하기 위해 완벽하게 ECB로 재흡수될 것임.
- SMP 정책
  - OMT 시행이 결정됨에 따라 SMP는 중지, 다만 SMP를 통해 시중에 풀린 자금은 과거와 같이 ECB로 재흡수될 것이며, 잔존하는 SMP 채권은 만기 보유할 예정
- ECB의 무제한 국채매입안의 약점
  - 공개적 목표 없는 무제한 국채매입안의 효과 의문시됨.
    - 국채금리의 상한선 설정 없이 국채매입이 언제, 어떤 기준으로 이루어질지 가늠하기 어려움.
    - 국채금리 상한선(Bond Yield Cap) 설정의 어려움: 시장에서 형성된 국채금리가 그 나라 경제의 펀더멘탈을 반영한 것인지 아니면 재정위기 확산에 따른 시장의 패닉으로 급등한 것인지 판단이 어려움.
    - ECB 이사회에서 금융시장의 변동성, 위기국과 독일 등 중심국과의 금리 차이, 국가경제의 펀더멘탈 등 여러 요소를 고려해서 결정할 것으로 보임.
    - ECB 국채매입 프로그램을 언제, 어떻게 중단할지에 대한 출구 전략(Exit Strategy) 불분명함.
- ECB 무제한 국채매입안에 대한 평가
  - 단기적으로 시장을 안정시키는 효과가 있을 것으로 전망됨.
    - 단기적으로 스페인, 이탈리아의 국채금리가 하락할 것으로 전망됨.
    - 유로존 및 유로화 보호를 위해 모든 수단을 동원하겠다는 드라기 총재의 공언이 무제한 국채매입안으로 현실화됨으로써 시장의 신뢰를 회복할 것으로 평가됨.
    - 유로존 붕괴라는 극단적 시나리오는 일단 회피한 것으로 평가할 수 있음.
    - 불태화(sterilization)정책은 인플레이션 우려를 완화시키는 조치로 평가할 수 있음.

- 이번 조치는 ECB의 재정위기에 대해 소극적인 입장에서 적극적인 자세로 전환한 것으로 시장에서 평가되어 재정위기에 따른 불확실성을 어느 정도 제거할 것으로 전망됨.
- 유로존 재정위기를 해결하는 데에는 한계가 있고 재정의 무임승차, ECB 역할 규정 위반의 문제점을 지닌 것으로 평가됨.
  - 단기 국채매입에 한정된 점은 기업대출이나 모기지 금리가 장기 금리에 연동되어 있다는 점에서 위기국 경기회복에 큰 도움을 주기는 어려울 것으로 전망됨.
  - 경제개혁·긴축 프로그램을 조건으로 내걸고 있기는 하나 위기국에 대한 재정개혁 압력을 감소시키고 재정의 무임승차를 조장한다는 문제점을 지니고 있음.
  - 무제한 국채매입은 인플레이션 조절을 위한 통화정책의 수행이라는 ECB의 임무를 벗어난 것으로 EU협약 위반이라는 문제점을 지니고 있음.
  - ECB의 무제한 국채매입에 따른 국채금리 하락은 외국인 등 민간투자자의 매도세를 증가시켜 국채금리 하락이 안정적 수준까지 지속되기 어려울 것으로 전망할 수 있음.
  - 선순위권 포기로 ECB의 자산 손실이 우려되며 이는 회원국 국민부담의 증가로 이어질 수 있어 유로존 통합 유인을 약화시키는 요인으로 작용할 수 있음.
  - 유로존 재정위기의 궁극적 해결책인 위기국들의 긴축 및 경제개혁 유인이 감소하고 은행동맹 및 재정통합 추진이 지연될 우려가 있음.
- 9월 6일 ECB 통화회의 결과에 대한 세계 금융 시장, 독일 정부·국민·언론 및 타국 언론의 반응
  - 9월 7일 금요일 전 세계 주식 시장 일제히 상승, 채권 금리 하락, 유로화 절상
    - 독일 DAX 7,214.50, 네덜란드 AEX·벨기에 BEL 연중 최고치 기록
    - 스페인 10년 국채 5.68%로 약 33bp 하락(지난 7월 말 7.5%까지 상승), 이탈리아 10년 국채 5.01%로 약 20bp 하락

&lt;그림 1&gt; 2012년 네덜란드와 벨기에 주식 지수

(단위: 지수)



주: CEICS

- 메르켈 독일 수상(Angela Merkel), 쇼이블레 독일 재무부 장관(Wolfgang Schäuble), ECB의 무제한 국채 매입안 지지
  - 메르켈, ECB가 독립적인 중앙은행의 행동 범위 안에서 움직이고 있고, 유로존 위기국의 국채를 매입하는 것은 유로존 내 자본(capital stock)의 안정성을 위한 것임을 시사
  - 쇼이블레, ECB는 자신이 무엇을 해야 하는지 잘 알고 있다며, ECB의 무제한적 국채 매입이 위기국 국채에 대한 통화정책적 자금 조달이 아님을 주장
  - 쇼이블레, 위기를 겪고 있는 나라들에 ECB의 무제한적 국채 매입과 별개로 자국의 적자를 줄이고 구조조정에 박차를 가할 것을 요구
- 바이트만 독일 중앙은행 총재(Jens Weidmann), ECB의 무제한 국채 매입 여전히 반대
  - ECB의 무제한 국채 매입은 은행채를 이용해 각국 정부에게 돈을 쥐어주는 것과 같은 꼴
  - 메르켈과 쇼이블레, 바이트만 총재의 비난 수용하는 입장 표명
- 중도우파 메르켈 연합 당내 의원들 (Eurosceptic minority lawmakers), 드라기의 정책 비난
  - ECB는 유로존의 중앙은행으로서, 인플레이션을 낮추기 위한 일에 전념하는 것이 옳다고 주장
  - 무제한적 국채 매입은 금리라는 금융 시장에서의 자율 신호를 무시하여, 스페인과 이탈리아로 하여금 자국 금리를 낮추기 위해 각종 개혁과 구조조정을 단행하는 것을 지연시킴.
  - ECB에서 가장 영향력이 큰 독일이므로, 법적인 거부권(Legal Veto)을 행사할 것을 주장

- 독일 우파, 대체적으로 ECB 정책 비난

- 독일 보수 우파 다수, 바이트만 총재 지지하며 ECB의 정책은 위기국의 개혁 의지를 낮추며 중국에 상당한 인플레이션을 몰고 올 것을 우려
- 셰플러(FDP의 의원): ECB는 배드뱅크가 되어 가고 있음.
- 쇠더(CSU의 의원이자 Bavarian지방 재무장관), ECB는 인플레이션 뱅크로 변모할 것

※ 독일 메르켈 연합(Merkel Center-right Coalition)

CDU(Christian Democratic Union, 기민당)	메르켈이 속한 당
CSU(Christian Social Union)	메르켈 자매당
FDP(liberal Free Democratic Party, 자유민주당)	메르켈의 주니어 파트너

- 독일 수상, 재무부, 중앙은행은 지금까지 모두 ECB가 통화정책을 이용해 EU 회원국의 돈줄이 되는 것에 반대해 왔음.

- 장기적으로 ECB의 독립이 유로존 전체의 자산 가격의 안정성을 유지하여 각국의 거시건전성 강화에 도움이 된다는 원칙
- 유럽 재정위기의 전개 양상이 점차 국가간 정치게임으로 이동하는 형국을 보이는 바, ECB의 무제한적 채권 매입이 경기 부양에 열을 올리는 각국의 정치와 연관될 경우, 향후 유로존이 지속되기 더욱 어려워질 수 있음을 경고
- ECB의 무제한적 국채 매입은 불태화정책 시행에도 인플레이션 우려: 1차 대전 후 독일에서 나치즘이 나타나게 된 원인 중 하나가 하이퍼인플레이션(hyper-inflation)

- 독일 내 유명 일간지, ECB 무제한적 채권 매입 발표 직후 정부 때리기

- 독일내 최대 판매지인 빌트지(Die Bild), ECB의 정책은 공수표라 비난
- 독일내 유명 중도우파지 프랑크푸르터 알게마이네 차이퉁(Frankfurter Allgemeine Zeitung)과 유명 중도좌파지 슈트도이체 차이퉁(Süddeutsche Zeitung), 유로존에서 이제 재정 정책과 통화 정책의 경계는 없다며 ECB의 행보 비난

- 루비니, ECB의 행보에도 여전히 유로존이 위기에 처해 있음을 경고

- ECB의 유동성 공급이 유로존의 경기 부양에 상당히 도움이 되는 약임에는 틀림없지만, 여전히 스페인과 이탈리아 등이 EFSF/ESM에 전면적 구제 금융을 신청할 경우, 혹독한 재정 적자 줄이기에 임해야 할 것임을 시사
- 피로한 유로존, '남유럽에는 긴축 피로가, 독일 등의 유럽에는 구제 피로'

- 여전히 남아 있는 현안들

- 스페인은 10월 만기 도래하는 200억 유로의 채권을 상환할 능력 부족: 9월 20일 국채 발행이 성공적인 가에 따라 ECB의 무제한적 채권 매입 효과 가늠 가능
- 그리스는 2차 구제 금융 집행 승인이 나지 않을 경우, 유로존에서의 탈퇴 목전

## 2. 유로존 재정위기 현황

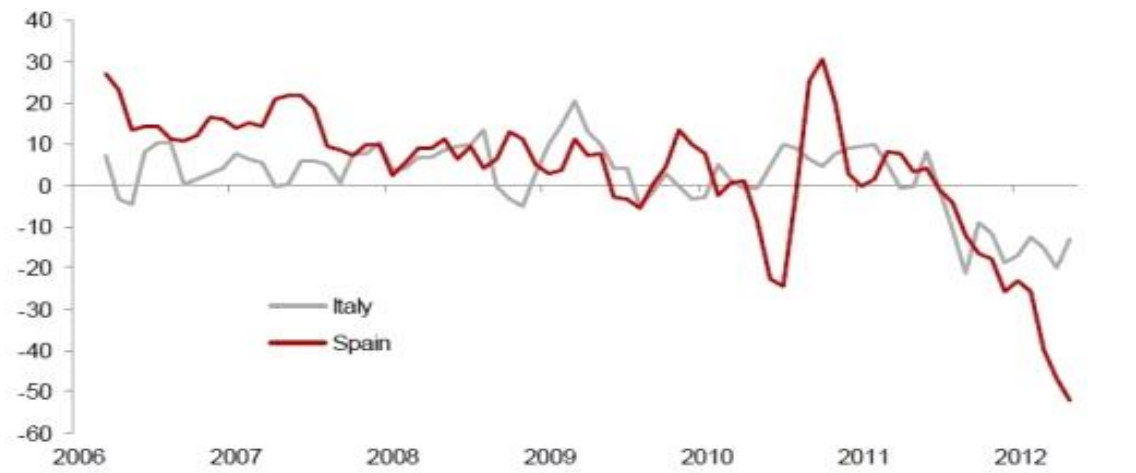
### (1) 스페인: 은행 부실 문제의 심화와 지방 재정 악화

#### □ 급격한 자본 증발(Capital Flight)

- 스페인으로부터의 자본 이탈 규모가 스페인 GDP의 50%에 육박<sup>1)</sup>
  - 3 Months Rolling Base로 스페인 GDP의 20% 가량에 해당하는 금액이 증권 투자 계정에서 빠져나갔고, 30%에 해당하는 금액이 기타 투자 계정에서 이탈했음.
  - 이탈리아의 경우 자국 GDP의 약 15%의 규모가 금융시장에서 이탈하였는데, 증권 및 기타 투자계정에서의 이탈은 5%에 머물러 있음과 비교할 때 스페인의 자본 증발은 급격한 수준

<그림 2> 중앙은행 국제수지 계정 아래, 증권 및 기타 투자 계정에서의 자본 이탈(3M Sum)

(단위: % / GDP)



주: Bank of Italy, Bank of Spain, Nomura

1) Nomura, FT, 2012.09.05 보도

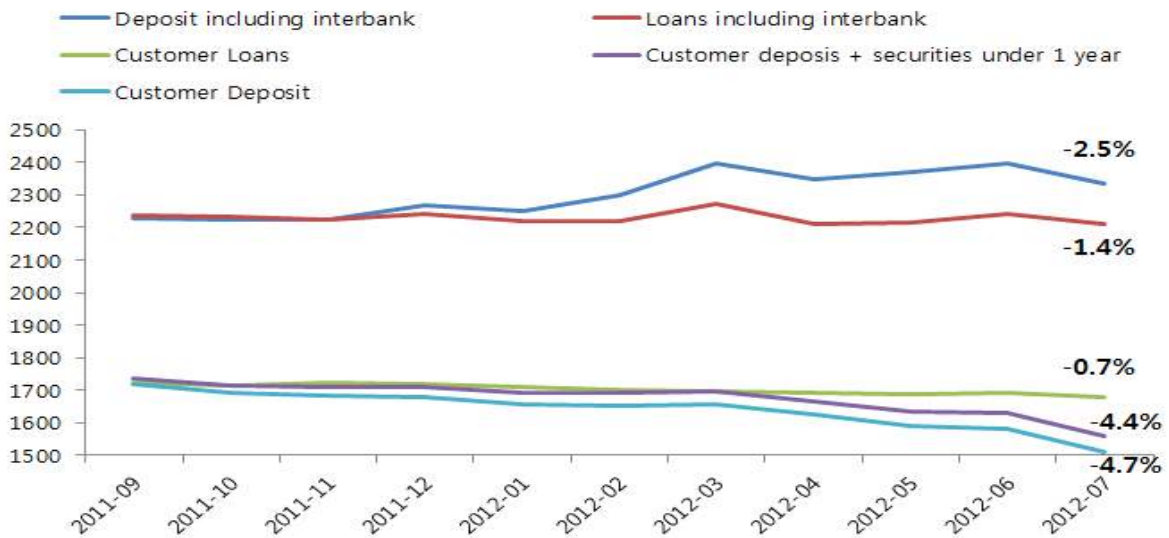
- 스페인 금융 시장에서 자금을 빼는 주체는 주로 외국인
  - o 2분기 외국인은 스페인 GDP의 19.4%에 해당하는 스페인 국채를 매도
  - o 2분기 외국인은 스페인 GDP의 15.3%에 해당하는 스페인 은행채 매도
  - o 2분기 스페인 거주 외화 채권에서 자국 GDP의 16.7%에 해당하는 자금이 이탈

#### □ 스페인 은행 부문에서의 자금 이탈

- 7월 스페인 은행 부문에서의 소비자 자금 이탈은 전월 대비 5% 수준
  - o 은행 간 예금과 대출, 소비자 예금과 대출 및 1년 미만 예금의 양이 전월 대비 모두 줄어드는 상황

<그림 3> 스페인 은행 시스템: 예금과 대출 추이

(단위: 10억 유로, 전월대비%)



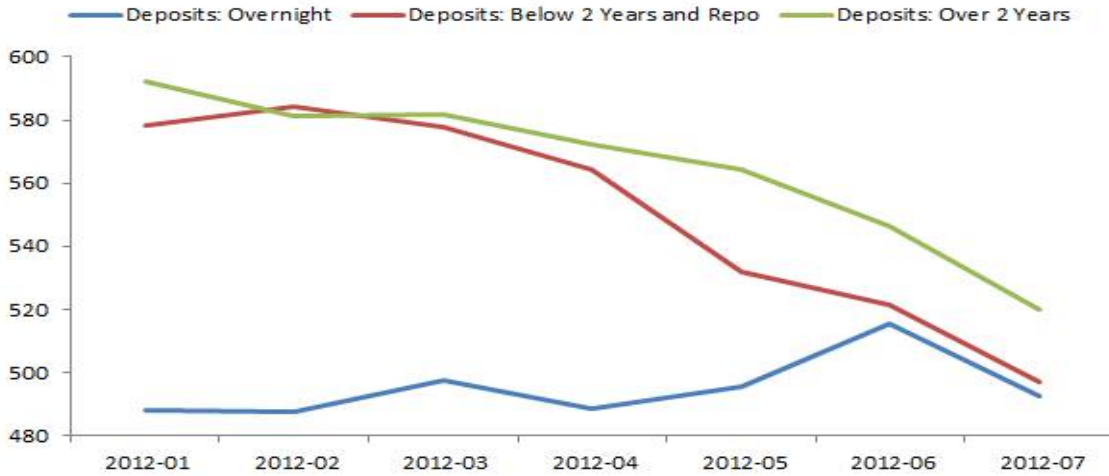
주: ECB, CEICS

- o 특히, 스페인 은행 예금 중 오버나잇 예금이 줄어드는 추이를 보이는데, 이는 소매고객들보다 신용 평가에 예민한 기업들이 자금을 회수하는 것으로 해석됨.



&lt;그림 4&gt; 만기별 스페인 은행 예금 규모 추이

(단위: 10억 유로)



주: ECB, CEICS

#### □ 금융개혁안(Bank Reform Law)

- 8월 31일, 7개의 저축은행 연합으로 2010년 탄생된 Bankia Bank가 상반기 44억5천 유로의 손실 발표
  - 현재까지 보도된 스페인 은행 부문 부실 규모 중 최대 규모
  - 은행 총 부채 중 부실 채권의 규모가 44%
  - 핵심자본비율이 6.3%로 2011년 2월 스페인이 금융부문 점검시 권장했던 비율에 못 미침.
- Bankia Bank의 손실 보도 직후, 스페인 재무부는 은행개혁법 발표
  - 6월 EU와 합의한 은행 구제금융 프로그램과 합치하는 내용을 담은 법안으로 고통을 분담하고 은행 부문 부실과 경기 하강을 최소화 할 수 있는 자본 요구 조항(Capital requirement) 포함
  - 소매 채권자들의 헤어컷으로 인한 정치적 역풍 가능
- Bad Bank의 창설과 역할
  - 배드뱅크(Bad Bank): 스페인 지방 은행으로부터 각종 부실 자산(Toxic Assets) 매입·보유하는 특수 자산 운용 회사(Special purpose Asset-management Company)
  - 스페인 정부의 FROB(Fund for Orderly Bank Restructuring)가 50% 이하의 배드뱅크 지분 보유



- 9월 6일 현재 스페인 재무 장관은 Banco Santander SA, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, Caixabank에게 그들 은행의 부동산 자산 일부를 이용해 베드뱅크의 주주가 되어줄 것을 요청한 상태

#### □ 스페인 지방정부 재정 악화

- 9월 3일, 안달루시아(Andalusia) 지방정부가 네 번째로 중앙정부에 긴급 구제자금 요청
  - 안달루시아 지방은 스페인에서 가난한 지역 중 하나로 실업률이 30%를 넘음.
  - 중앙 정부에 요청한 자금의 규모는 약 10억 유로
- 앞선 8월 28일, 카탈로니아(Catalonia) 지방정부 또한 중앙정부에 긴급 구제 자금 요청
  - 카탈로니아 지역은 재정부채가 스페인 내 지역 중 가장 많은 지역
    - 420억 유로의 부채가 있고, 올해 말 만기 도래하는 금액만 50억 유로가 넘는 상황
  - 중앙 정부에 요청한 자금의 규모는 약 50억 유로
- 이로서 현재 중앙정부에 긴급 구제자금을 요청한 지방은 안달루시아, 카탈로니아, 발렌시아, 무르시아 등 총 4곳임.
  - 안달루시아를 제외한 3곳의 경우 스페인의 새로운 유동성 메카니즘이 자금을 지원할 예정
  - 새로운 유동성 메카니즘의 경우 약 180억 유로의 구제자금을 운용할 수 있는 것으로 예상하며, 9월 말부터 집행에 들어갈 예정

<그림 5> 스페인의 지방 재정 악화와 GDP 성장률

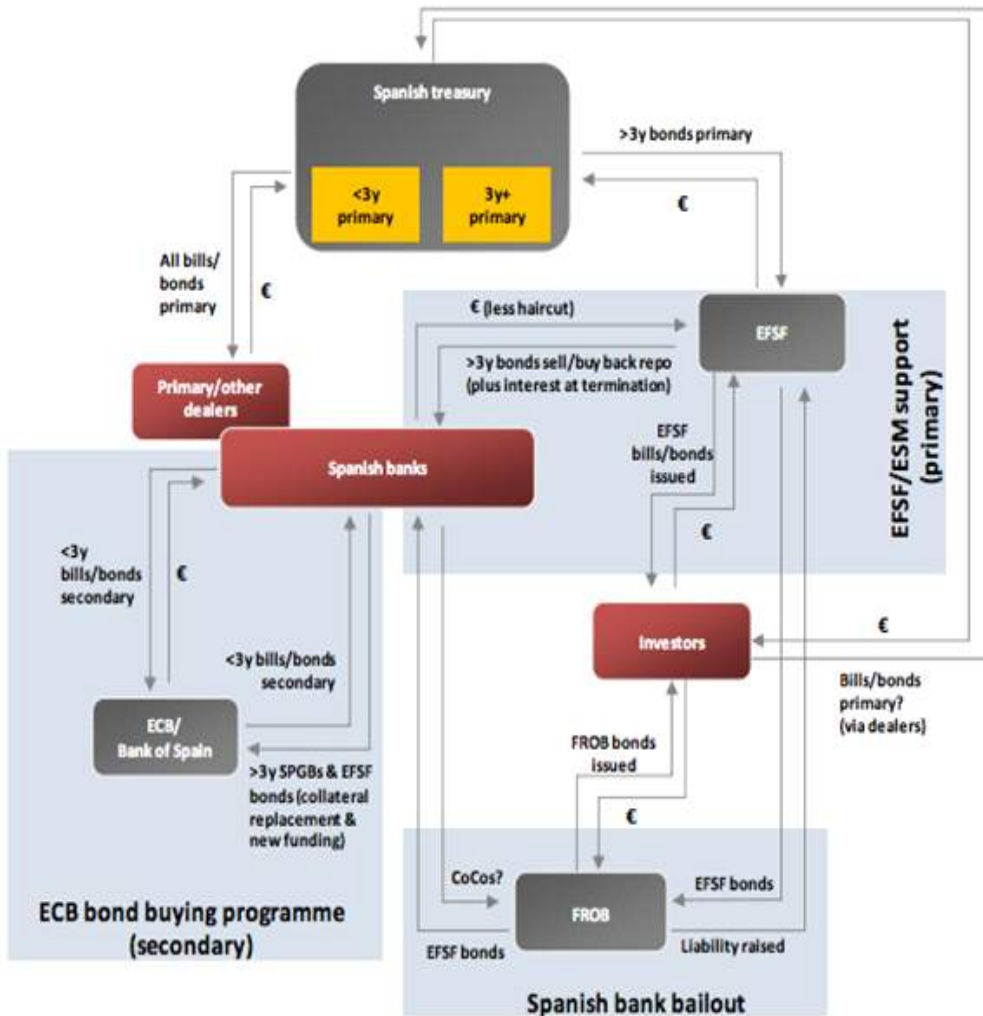


주: Spain's National Statistics Institute(GDP), Bank of Spain, WSJ

□ 스페인의 전면적 구제금융 신청 가능성

- 은행 부문 구제를 위한 배드뱅크, 지방채정 자금 유입을 위한 새로운 유동성 메커니즘 등 스페인의 자구책에도 스페인의 경기 위축을 고려할 때, 라호이 총리의 전면적 구제금융 신청 가능성이 존재
- ECB 통화정책회의에서 드라기 총재가 스페인 국채 추가 매입과 관련한 어떤 조건을 붙이느냐, 스페인 신구채권 교환 관련 담보 조항이 완화될 것인가가 추후 지속적 관심 사항

<그림 6> 스페인 국채 매입과 구제금융 지도



주: Nomura Rates Strategy

#### □ 이탈리아로의 전이

- 2012년 이탈리아 예상 경제 성장률 1.2% 위축에서 2% 위축으로 하향 조정, 재정 적자폭은 GDP의 1.7%에서 2.2%로 확대 조정, 실업률은 지속적 상승 추세, 증세로 소비 위축
- 2013년 총선과 관련, 연말 구제금융 신청시 EU와 IMF의 혹독한 구조조정안을 몬티 총리가 받아들일 수 있는지가 관건

## (2) 주요 회담과 주변국의 반응

#### □ 9월 6일 독일 메르켈 총리와 스페인 라호이 총리 회담

- 신중하게 결정될 스페인의 추가 구제금융 패키지
  - 스페인의 전면적 구제금융 신청 혹은 스페인에 추가 요구 긴축안 등은 아직 없음.
  - 스페인의 경기 위축과 긴축 프로그램
    - 경기 위축: 25%에 해당하는 실업률과 높은 이자율
    - 긴축 프로그램: 노동 시장 개혁, 지방 재정 지출 축소, 건강과 교육 관련한 국각 복지 정책 약화
  - 스페인의 성공적 국채 발행
    - 9월 6일, 4년 이내 만기 35억 유로 스페인 국채 발행 성공
    - 2년 만기 국채 2.8%(6월 발행시 4.7%), 3년 만기 국채 3.7%(7월 발행시 5.1%), 4년 만기 국채 4.6%(8월 발행시 5.1%)에 발행
  - ECB의 무제한적 채권 매입 발표 이후 스페인 10년 만기 국채 6.11%까지 하락
    - 10년 만기 스페인 국채는 스페인 은행 부문 부실, 지방 재정 파산 등 주요 위기 때마다 7%를 넘기면서 구제 금융 신청에 대한 가능 신호를 보냈음.

## 3. 향후 주시해야 할 주요 일정

#### □ 9월 12일 독일의 ESM 위헌 판결 발표

- 독일 헌법재판소의 ESM 위헌 판결이 기각될 경우, EFSF와 함께 EU 영구 구제펀드인 ESM이 가동되며, 스페인과 이탈리아의 전면적 구제금융 신청이 쉬워질 것으로 예상됨.

#### □ 9월 12일 네덜란드 총선

- 사회당이 제1당이 될 경우 현재의 유로존 위기 대응에 제동을 걸 가능성 존재

- 9월 12일, EC(European Commission) 은행동맹 제안서(Banking Union Proposal) 제출 예정
  - 12월 13~14일 브뤼셀에서 열릴 European Council에서 EU 내 각국 정상들이 승인 해 주기를 기대
- 9월 13~14일 G20 재무장관 회의와 중앙은행 총재 회담 in Mexico City
  - IMF의 채원 조달 범위 증대, 금융 규제·감독 방안, 거시 경제 불안정성과 자연 재해 대응을 위한 리스크 매니지먼트 강화 등이 논의될 예정
- 9월 14~15일 유로존의 17개국 재무장관 회담과 연이은 EU 전체 27개국 재무 장관 회담
  - 6월 이후 처음 열리는 EU 전체 27개국 재무 장관 회담에서 스페인의 전면 구제 금융 요청이 정식 발표될 가능성 있음.
- 9월 말~10월 초 트로이카의 그리스 실사 결과 발표
  - EC, ECB, IMF의 그리스 자금 부족 실사 결과 발표에 따라 2차 구제 금융 금액인 1,300억 유로의 집행 여부와 이에 따른 그리스의 유로존 잔류 여부 확인 가능
- 9월 12~13일 미국의 FOMC
  - 3차 양적 완화(QE)와 관련한 그림이 그려질 수 있을 것으로 예상하며, 이에 따른 내년 미국의 경기 방향을 가늠할 수 있어, EU 지역의 위기 해법에 연관이 되지 않을 수 없음.
- 10월 8일 유로존 17개국 재무장관 회담 in Luxemburg
  - 트로이카의 그리스 실사 결과를 중심으로 토의 할 것으로 예상
- 10월 9일 EU 전체 27개국 재무장관 회담 in Luxemburg
  - 금융 거래세 도입과 관련한 토의할 것으로 예상
- 10월 18~19일 European Council in Brussels
  - 롬푸이(Herman Van Rompuy) EU 상임의장의 '더욱 강력한 정치적·재정적 동맹'에 관한 언급이 있을 것으로 예상

#### 4. 유로존 재정위기 관련 데이터

##### □ 스페인, 이탈리아 국채금리

- 9월 6일 ECB의 남유럽 위기국의 채권 무한 매입 발표 이후 스페인 국채금리가 구제 금융 신청을 가늠케 했던 7.5%에서 5%대까지 현저하게 낮아짐.

<그림 7> 스페인 10년 국채 수익률



주: Bloomberg

- 9월 6일 ECB의 남유럽 위기국의 채권 무한 매입 발표 이후 이탈리아 국채금리도 5% 초반 대까지 떨어지며 현저한 안정세를 보임.

<그림 8> 이탈리아 10년 국채 수익률



주: Bloomberg

## □ EU의 경기 위축 중

- 9월 5일 발표된 EU의 8월 PMI 종합지수는 올해 초 50을 만회하는 듯 했으나 8월 46.3으로 2월부터 7개월 연속 50 이하를 밀들며 기업 수요가 살아나지 못하고 있음을 보여줌.

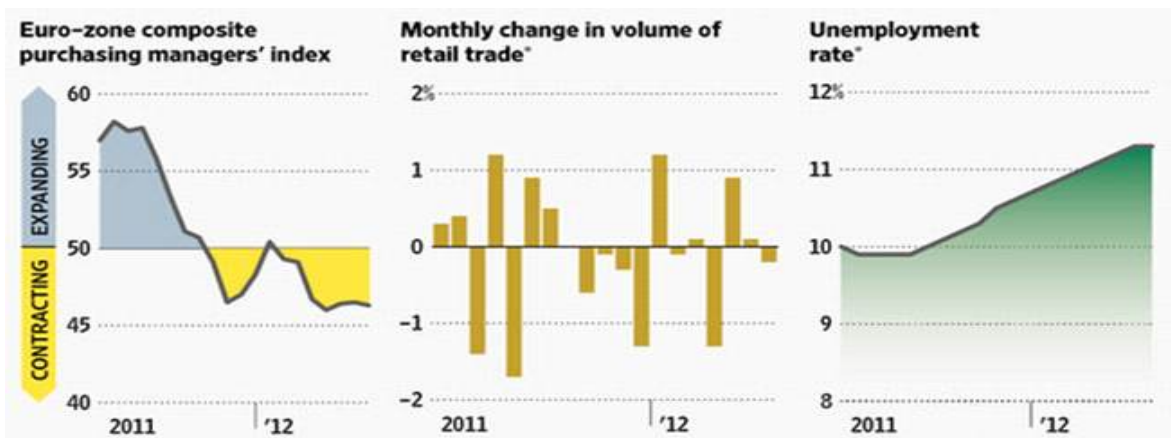
※ PMI(Purchasing Managers' Index): Markit Group과 ISM(Institute for Supply Management)가 조사하는 지수로, 각 기업 구매 관리자의 재화와 용역에 대한 수요를 수치화 한 지수. DI(Diffusion Index)로 50보다 크면 경기 상승, 작으면 경기 위축을 반증

- 9월 5일 발표된 EU의 소매판매 물량은 7월 들어 마이너스 성장을 한 것으로 나타남에 따라 기업 수요뿐 아니라 실질 소비도 위축되고 있음을 알 수 있음.

- 실업률의 경우 EU 전체적으로 8월 31일 현재 11%를 넘기며 지속적인 상승 추세에 있음.

<그림 9> EU 종합 PMI, 소매판매, 실업률

(단위: PMI = DI, 소매판매·실업률 %)



주: MARKIT, EUROSTAT, WSJ