



중 점 분 석

# 남유럽 재정위기의 현황, 발생요인 및 시사점

조 양 현/국별조사실 부실장

- I. 머리말
- II. 남유럽 재정위기의 현황
- III. 국제금융시장의 반응
- IV. 남유럽 재정위기국에 대한 국가신용평가
- V. 남유럽 재정위기의 발생요인과 시사점

## 요 약

2009년 말 이후 그리스를 시작으로 불거진 남유럽 재정위기는 2011년 5월 이후 심화되었고 8월 들어 글로벌 금융시장이 더욱 동요하고 있다.

2010년 3월에 그리스 정부는 긴급 구제금융을 요청하였고, EU 및 IMF는 2010년 5월과 2011년 7월에 두 차례에 걸쳐 구제금융 지원에 합의했다. 2010년 이후 그리스는 2,190억 유로, 포르투갈은 780억 유로의 긴급 구제금융을 EU와 IMF로부터 지원받으면서 재정긴축안을 수립했고, 2011년 6월 이후 스페인과 이탈리아도 재정지출 감축방안을 발표했다. 그러나 국제 금융시장의 반응은 냉담하였다. 2011년 7월 이후 남유럽 재정위기국의 국제수익률 스프레드와 CDS 프리미엄은 사상 최고치를 경신하면서 급등했다. 또 국제 신용평가기관은 그리스, 포르투갈 등 남유럽 재정위기국에 대한 정부채권 신용등급을 지속적으로 하향조정하였고 그리스의 경우에는 디폴트 수준으로 평가하고 있다.

남유럽 재정위기는 이제 국제금융시장의 최대 현안으로 부상하고 있다. 2011년 8월 초 미국의 국가신용등급 하락, 더블딥 우려 등으로 글로벌 금융시장 불안이 가중되면서 실물경기의 위축이 장기화될 것이라는 분석도 제기되고 있다. 더구나 남유럽 재정위기국의 경제전망도 매우 비관적이다. 이런 전망의 배경에는 남유럽 재정위기국이 겪고 있는 경제정책 시행의 모순, 방만한 재정운용 및 은행부실 누적, 환율 고평가로 인한 경상수지 악화 지속, EU의 금융지원 한계 등 경제 구조적인 문제점이 자리잡고 있다.

현재 그리스 정부의 디폴트 가능성, 그리스 위기의 유로존 확산, 남유럽의 유로존 탈퇴 가능성 등에 관해 많은 논란이 제기되고 있다. 그러나 분명한 사실은 남유럽 재정위기가 실질적으로 해결되지 않는다면, 남유럽 재정위기는 당분간 글로벌 금융시장을 더욱 불안하게 하는 요인으로 작용할 것이고, 우리나라의 주요 수출시장인 EU와의 경제교류가 더욱 위축되어 무역 증대에 부정적인 영향을 미칠 것으로 분석된다.



# I

## 머리말

2008년 하반기 이후 글로벌 금융위기의 영향으로 유럽 경제권은 위기에 직면하게 되었고, 헝가리, 아이슬란드, 우크라이나, 라트비아, 루마니아 등도 IMF에 긴급 금융 지원을 요청했다.<sup>1)</sup> 2009년 말부터 그리스에서 재정위기가 발생하였으나 EU의 금융 지원이 지연되면서 EU 역내 결속력이 약화되는 등 유로존(eurozone) 국가의 재정 위기가 유럽 경제권의 주요 현안으로 대두되었다.

2010년 4월에는 EU가 포괄적인 금융지원 패키지를 발표했으나 그리스, 포르투갈 등 남유럽 국가의 재정위기가 확산되고 디폴트(default) 가능성이 높아짐에 따라 국제금융시장은 더욱 불안해졌다. 2010년 11월 이후에는 아일랜드의 구제금융 요청, 포르투갈과 스페인의 경제위기 확산 가능성 등이 거론되면서 유로존 재정위기가 유럽 경제권의 최대 경제이슈로 부상하였다. 특히 2011년 7월 이후 스페인과 이탈리아의 구제금융 요청 가능성이 대두되면서 글로벌 금융시장 불안현상이 심화되었고, 지난 8월 5일에는 국제 신용평가기관인 S&P가 미국의 정부채권 신용등급을 AAA에서 AA+로 하향조정<sup>2)</sup>함에 따라 글로벌 금융시장은 패닉(panic) 상태를 나타냈다. 더구나 글로벌 금융위기가 실물경기의 더블딥(double dip)으로 전개될 가능성이 우려되어 선진권뿐만 아니라 신흥경제권의 금융시장도 크게 동요하고 있다.

2009년 말 이후 그리스를 시작으로 확산된 남유럽 재정위기는 2010년에 들어 심화되었고, 2010년 말 일시적으로 소강국면을 보였으나 2011년 5월 이후 더욱 심화되어 그리스 정부의 디폴트 가능성이 고조되고 있다. 이에 따라 본고에서는 남유럽 재정 위기의 현황을 살펴보고, 남유럽 재정위기국의 정부신용 평가등급과 국제금융시장의 반응, 남유럽 재정위기의 발생요인과 시사점 등에 대해 다뤄 보고자 한다.

1) IMF는 2008년 말 이후 동유럽 국가들에 대해 대기성 차관(stand-by credit) 지원을 승인하였는데, 2008년 11월 5일 우크라이나(110억 SDR), 동년 11월 6일 헝가리(105억 SDR), 11월 19일 아이슬란드(14억 SDR), 12월 23일 라트비아(15억 SDR), 2009년 5월 4일 루마니아(114억 SDR) 등임.

2) S&P가 미국의 신용등급을 하향조정한 사례는 1941년 정부채권 신용등급을 평가하기 시작한 이후 70년 만에 최초로 이뤄진 사건으로 국제금융시장은 매우 불안한 양상을 나타냄. 2011년 8월 5일 기준으로 S&P가 AAA 등급으로 평가한 국가는 호주, 오스트리아, 캐나다, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 룩셈부르크, 네덜란드, 뉴질랜드, 노르웨이, 싱가포르, 스웨덴, 스위스, 영국으로 총 15개국이며, 미국은 벨기에와 동일한 등급임.



## II 남유럽 재정위기의 현황

### 1. 그리스 재정위기의 확대과정<sup>3)</sup>

2009년 10월 총선 이후 집권한 그리스의 사회당 정부는 재정수지 적자가 GDP의 12.7%이고 정부채무가 GDP의 113.4%에 달한다고 공개했다. 이에 따라 그리스 정부 채권 수익률이 급등하기 시작했으며, 2009년 12월에는 그리스 정부가 재정적자 감축안을 발표했으나 국제금융시장의 반응은 냉담하였다. 2009년 4분기 이후 그리스 재정위기가 심화되면서 그리스의 정부채권 수익률 스프레드(spread)<sup>4)</sup>가 급상승하기 시작했고 국가신용등급이 급락하는 현상이 발생했다.

2010년 2월 들어서는 국제금융시장에서 그리스 재정위기가 포르투갈, 스페인 등 남유럽 국가로 확산될 것으로 우려되었고, 그리스 정부는 3월 3일 2010년 재정수지 적자를 GDP의 4% 수준으로 억제하고 세금 인상과 공공부문 임금 삭감 등을 통해 48억 유로의 재정지출을 절감하는 내용의 재정긴축안을 발표했다. 2010년 3월 25~26일 개최된 유럽이사회에서 EU는 그리스에 대해 250억 유로 상당의 금융지원에 합의함으로써 그리스 정부가 디폴트 사태를 모면했다. EU는 그리스 정부가 국제금융시장에서 자체적으로 자금을 조달할 수 없는 상황에 이르렀을 때, 유로존 국가가 개별적으로 대출하는 형태의 지원에 합의했다. EU의 그리스 지원방안에 대해 국제금융시장의 회의적으로 반응함에 따라 2010년 4월 11일에 긴급 개최된 EU 재무장관회의에서 EU 회원국은 3년 만기의 대출 조건<sup>5)</sup>으로 그리스에 최대 450억 유로(IMF의 150억 유로 지원분 포함)를 지원하기로 합의했다.

2010년 4월 말에는 그리스 정부의 재정수지 통계수치에 대한 신뢰성에 의문이 제기되면서 국제금융시장이 다시 동요했다. 남유럽 국가의 정부채권 신용등급이 하향 조정되면서 시장불안이 증폭되자, 5월 2일에는 EU와 IMF가 그리스에 대해 3년간 1,100억 유로(IMF 300억 유로 포함)를 긴급 지원하기로 합의했다. 그리스 사태가

3) <표 1> 참조

4) 독일 국채(German Bunds) 수익률 기준임.

5) 유로존 국가의 은행간 금리(Euribor)에 300bp 내외의 가산금리를 적용, 5% 수준으로 결정됨.



유로존 붕괴로 이어질 수 있다는 우려로 인해 5월 11일에 개최된 EU 재무장관회의에서 총 7,500억 유로에 달하는 유럽재정안정기금의 조성방안이 결정되었으나 실질 대출여력은 4,400억 유로에 불과하다.

2011년 6월 29일에는 그리스 의회가 정부가 제출한 재정긴축안을 의결했다. 이에 따라 EU와 IMF가 합의한 1,100억 유로의 1차 구제금융<sup>6)</sup> 중 제5회차 지출예정분 120억 유로를 포함하여 7월 21일에는 1,460억 유로의 2차 구제금융<sup>7)</sup> 지원이 유로존 정상회담에서 합의되었다. 2차 구제금융의 주요 내용은 EU와 IMF가 공동으로 1,090억 유로를 지원하며 대출금리를 종전의 4.5~5.8%에서 3.5%로 인하하고 기 발행된 국채(1,350억 유로 상당)의 평균 상환기간을 7.5년에서 15년(최대 30년)으로 연장하는 방안을 포함하고 있다.<sup>8)</sup> 이로써 그리스는 2011년 7~8월에 만기도래하는 국채(24억 유로 및 66억 유로)를 상환할 수 있게 돼 최근 불거진 그리스 정부의 디폴트 위험을 일단 넘길 수 있었다.

<표 1> 그리스 재정위기 추이 및 주요 진행상황

일 자	주요 내용
2010. 3. 3	그리스 정부, 재정긴축안(48억 유로 감축) 발표
2010. 5. 2	EU 및 IMF, 3년간 1,100억 유로의 1차 구제금융 지원 합의
2011. 5. 23	그리스 정부, 추가 재정긴축안(780억 유로 감축) 발표
2011. 6. 13	S&P, 그리스 정부채권 신용등급을 CCC 등급으로 하향조정
2011. 6. 16	그리스 총리, 의회신임 투표요청(제1야당과 거국내각 구성 실패)
2011. 6. 17	그리스 총리, 개각 단행
2011. 6. 30	그리스 의회, 중기재정계획 법안 의결
2011. 7. 21	EU 및 IMF의 3년간 1,586억 유로의 제2차 구제금융 지원 합의

자료: 각종 외신 종합.

6) EU와 IMF는 2010~12년 3년간 각각 800억 유로와 300억 유로를 지원하기로 합의했고, 2010년 5월 18일(제1차), 9월 14일(제2차), 2011년 1월 15일(제3차), 4월 15일(제4차) 자금을 인출함.

7) 동 구제금융은 2011년 7월 11일 유로존 재무장관 회의를 통해 민간투자자들의 자발적인 국채 교환과 유로존 및 IMF의 추가 대출로 이뤄지며, 7월 21일 EU 정상회담을 통해 최종 결정됨.

8) 그리스에 대해 채무교환(debt exchange), 차환(rollover) 및 조기환매(buyback) 등의 수단으로 지원하며 그리스 정부의 선택적 디폴트 가능성을 수용하기로 합의함.



유럽 은행들의 그리스에 대한 대출채권(exposure)은 2010년 말 1,363억 달러이며 이중 프랑스 및 독일 은행들의 그리스에 대한 대출채권은 각각 567억 달러(전체의 41.6%) 및 340억 달러(24.9%)에 달한다. 주요 채권은행에는 BNP 파리바(50억 유로), 텍시아(35억 유로), 코메르츠뱅크(30억 유로), 소시에테 제네랄(30억 유로), 도이치 뱅크(15억 유로) 등도 포함되었다. 2011년 6월 기준으로는 프랑스가 그리스 정부채권 190억 유로, 은행을 포함한 민간채권 421억 유로 등 총 611억 유로로 최대 대출채권 보유국이고, 독일이 그리스 정부채권 263억 유로, 은행을 포함한 민간채권 100억 유로 등 총 363억 유로로 프랑스에 비해 절반을 조금 넘는 수준이다.

## 2. 남유럽의 재정긴축안

남유럽 재정위기국 중에서 가장 먼저 2010년 3월에 구제금융을 요청한 그리스 정부가 2011년 5월 23일에 780억 유로의 재정긴축안을 발표했다. 동 재정긴축안에는 정부예산 절감(280억 유로, GDP의 12%), 국유자산 민영화를 통한 재정수입 증대(500억 유로<sup>9)</sup>, GDP의 20%) 등의 계획이 포함되어 있다. 또 그리스 정부는 철도(OSE), 전력회사(PPC), 통신회사(OTE), 아테네 국제공항, 항만(피레우스테살로니키), 아테네 올림픽 경기장 등을 매각할 것으로 예상된다. 그리스 정부는 재정지출 삭감을 위해 공공부문(근로자의 25%) 임금과 연금을 각각 20% 및 15% 축소하고 사회보장비 및 보건의료비 지출 감축(5조 및 3조 유로), 은퇴 연령 연장(61세 → 65세), 세금 인상<sup>10)</sup>, 공직자수 감축(15만명) 등을 추진할 계획이다. 2011년 6월 29일에는 세수 확대<sup>11)</sup>, 지출 축소, 국유자산 민영화 프로그램 등의 2011~15년 중기재정계획(Medium-Term Fiscal Strategy: MFST) 법안을 그리스 정부가 제출하였고, 그리스 의회는 6월 30일에 동 법안을 의결했다.

2010년 들어 포르투갈의 국채수익률이 급등하자, 포르투갈 정부는 3월에 수립한 경제 안정화프로그램을 보완하여 신규 재정 목표치를 제시하면서 5월과 9월에 2010년 중반 이후 시행될 재정운용 계획을 발표했다. 포르투갈은 2011년 3월 23일 소크라테스

9) 2011년 말까지 50억 유로, 2012년 말까지 150억 유로 등의 연도별 목표치를 설정하였음.

10) 부가가치세는 13%에서 23%로 인상하고 소득세 면세 하한선을 1만 2천 유로에서 8천 유로로 인하하고, 주류, 담배, 기름값 등에 부과되는 특별소비세를 30% 인상, 3~4년간 7조 유로의 세금 증가를 계획함.

11) 2011~14년 세수는 2011년 23억 2,000만 유로, 2012년 33억 8,000만 유로, 2013년 1억 5,200만 유로, 2014년 6억 9,900만 유로를 각각 증액할 계획임.



총리가 마련한 재정긴축안이 의회에서 부결되면서 10년 만기 정부채권 수익률이 9% 대로 급등한 이후 2011년 4월 8일, 결국 EU에 구제금융을 요청하기에 이르렀다. EU와 IMF는 2011년 5월 16일 포르투갈에 대해 3년간 780억 유로의 구제금융<sup>12)</sup> 지원을 최종 승인(5월 5일 합의)했다. 2011년 6월 5일 총선<sup>13)</sup>에서 집권한 코엘류(Pedro Passos Coelho) 총리는 6월 30일에 추가 재정긴축안을 발표했다. 포르투갈의 GDP 대비 재정수지 적자는 2009년 10.1%, 2010년 9.1%에서 2011년 1분기 7.7%로 개선되고 있으나 2011년 말 목표치인 5.9%(780억 유로의 구제금융 지원조건)를 크게 초과하고 있어 재정수지 관리에 비상이 걸린 상태이다. 코엘류 총리는 EU와 IMF로부터 구제금융을 지원받는 조건으로 6월 28일에 향후 4년간의 경제개혁 목표의 조기 달성계획을 발표했다.

2011년 들어 그리스, 포르투갈의 재정위기가 남유럽으로 확산되기 시작했다. 2011년 6월 이후 스페인과 이탈리아는 재정지출 감축방안을 발표했는데, 스페인 정부는 2011년 재정긴축을 위해 65억 유로의 지출을 축소할 계획이다. 사파테로(Jose Luis Rodriguez Zapatero) 총리는 스페인 경제에 부담이 되는 지방정부의 과도한 재정적자를 줄이기 위한 재정지출의 상한 설정, 주택시장 붕괴로 타격받은 서민층 지원방안 등의 경제개혁안을 제시했다. 2012년 3월 임기가 종료되는 사파테로 총리가 이미 불출마를 선언했고 연내 조기총선<sup>14)</sup> 이전에 경제개혁안을 처리하려는 입장인 것으로 분석된다. 또 2012년 정부예산을 1,174억 유로로 편성하여 2011년에 비해 3.8% 감축하고 GDP 대비 재정수지 적자를 2010년 9.2%에서 2011년 6%, 2013년 3% 수준으로 낮춘다는 계획이다. 이탈리아 베를루스코니(Silvio Berlusconi) 총리는 2011년 6월 30일에 2014년 재정 균형을 목표로 455억 유로의 재정긴축안(부가가치세 인상, 공무원 임금 동결 등)을 수립하여 의회 비준을 거쳐 8월 14일 시행령으로 발표했다.<sup>15)</sup> 이탈리아의

12) EU는 3분의 2 수준인 520억 유로를, IMF는 3분의 1에 해당하는 260억 유로를 분담하게 되며, EU는 지원 부담금을 EFSM과 EFSF를 통해 각각 50%를 지출할 예정임. IMF 지원분의 적용 금리는 최초 3년은 3.25%, 이후에는 4.25%로 타결됨.

13) 중도좌파 성향의 사회당(PS)을 누르고 중도우파 성향의 사회민주당(PSD)이 승리하였는데, 총선 결과 사회민주당이 38.6%의 득표율로 총 의석 230석 중 105석을 확보하였지만 과반수를 차지하지 못해 11.7%의 득표율로 24석을 차지한 국민당(CDS-PP)과의 연정(과거 2002~05년 연정구성 경험)이 6월 21일 공식 출범함. 한편, 집권 여당이던 사회당(주제 소크라테스 총리)은 28.1%를 득표해 73석을 확보함으로써 정권을 사회민주당에게 내줌.

14) 당초 차기 총선은 2012년 3월에 예정되어 있으나 정치불안과 경제위기 때문에 2011년 11월경 조기 총선을 실시할 가능성이 크며, 차기 총선에는 2004년부터 집권한 사회당(PSOE) 보다는 보수 성향의 국민당(PP)이 승리하면서 정권교체가 이뤄질 가능성이 높은 것으로 분석됨. 특히 국민당은 2011년 5월 22일 지방선거에서 승리하여 조기 총선을 강력히 주장하고 있으며, 2004년 3월부터 집권해 2연임한 사파테로 총리가 3연임에는 도전하지 않겠다고 입장을 표명함. 현재 하원의석은 총 350석이며, 이 중 사회당은 169석, 국민당은 154석을 차지함.

15) 상원(7월 14일) 및 하원(7월 15일)에서 의결됨.



재정수지는 2010년 GDP 대비 4.6%(목표치: 5%)의 적자를 기록하여 유럽 재정위기에 비해 상대적으로 양호한 편이나, GDP 대비 120%에 달하는 정부채무와 저성장 기조가 문제점으로 지적되고 있다.

### III

## 국제금융시장의 반응

### 1. 국채수익률 급상승

2011년 5월 23일, 남유럽 재정위기에 대한 우려가 심화되면서 그리스의 10년 만기 국채수익률이 17.04%<sup>16)</sup>를 기록하여 1년 전 수준의 2배 이상으로 상승했으며, 7월 이후에도 급등추세를 나타냈다. 그리스가 2012년 3월에 종료되는 IMF의 1차 구제금융 지원 이후에도 그리스 정부의 외채상환 가능성이 낮다며 IMF가 120억 유로(1차 구제금융 중 제5회차 인출금액) 지출을 지연하면서 그리스의 디폴트 우려가 재연되었다. 7월 8일에는 이탈리아의 10년 만기 국채수익률이 5.27%를 형성하면서 2002년 6월 이후 9년 만에 최고치를 경신한 데 이어 7월 11일 5.67%, 7월 12일 5.71%로 급등해 1997년 이후 최고치를 경신하였고 독일 국채수익률과의 스프레드(spread)가 300bp 이상 벌어진 것으로 나타났다. 최근 남유럽 재정위기국의 5년 만기 국채수익률이 평균적으로 최고조에 달했던 7월 15일 기준으로 국가별 국채수익률은 그리스 31.63%, 포르투갈 17.46%, 스페인 5.37%, 이탈리아 5.22%로 나타나 독일 1.85%에 비해 월등히 높은 수준을 기록했다. 그리스의 5년 만기 국채수익률은 2007년 7월 평균 4.53% 수준을 형성한 이후 2008년 7월 평균 4.74%, 2009년 7월 평균 3.33%를 기록했으나, 2010년 7월 평균 10.66%, 2011년 7월 평균 19.98%로 상승했다(<그림 1> 참조).

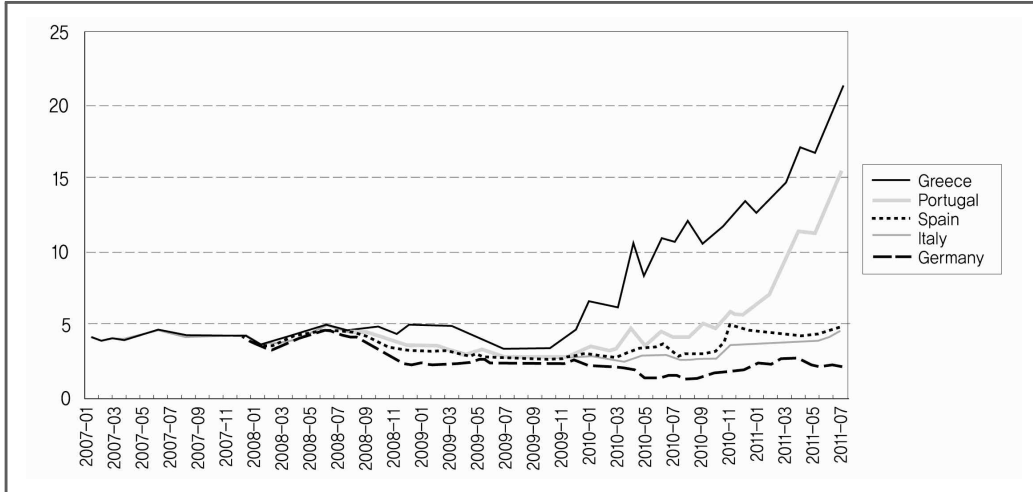
지난 8월 이후에는 스페인과 이탈리아의 구제금융 요청 가능성이 대두되면서 국채수익률이 더욱 상승하였는데, 스페인과 이탈리아의 10년 만기 국채수익률은 8월 2일 장중 한때 6.45% 및 6.25%를 기록했고, 8월 3일 6.40% 및 6.13%, 8월 4일 6.28%

16) 독일 국채(German Bunds) 대비 스프레드는 14.02%임.



<그림 1> 남유럽 재정위기국의 국채수익률 변동추이

단위: %



주: 5년 만기 국채수익률(해당 월평균) 기준.  
자료: Bloomberg.

및 6.20%로 급등했다. 유럽중앙은행(ECB)이 스페인과 이탈리아의 국채 매입<sup>17)</sup>을 결정한 8월 7일 이후 스페인 및 이탈리아의 국채수익률은 하락하여 당일 5.38% 및 5.35%, 8월 9일 5.16% 및 5.26%를 각각 기록한 것으로 나타났다.<sup>18)</sup>

## 2. 신용부도스왑(CDS) 프리미엄 급등

그리스의 5년 만기 신용부도스왑(CDS) 프리미엄은 2008년 9월 이전에는 50bp 수준에서 형성되었으나 2008년 말 글로벌 금융위기 이후 급상승하기 시작하여 2009년에는 300bp 수준에서 연중 급등락을 거듭했다. 2010년 들어 그리스 CDS 프리미엄이 1월 말 398bp, 2월 말 375bp, 3월 말 341bp 수준에서 형성되었고 4월 이후 급등추세를 보였다. 6월 24일에는 1,126bp로 상승하여 2008년 1월 이후 최고치를 기록하면서 그리스 정부의 디폴트 가능성이 고조되었다. 그리스의 5년 만기 CDS 프리미엄은 2011년

17) 그리스 재정위기가 스페인, 이탈리아 등 남유럽 주요국에 확산되면서 유럽중앙은행은 2011년 8월 15일, 이탈리아 및 스페인 정부가 발행한 220억 유로 규모의 국채를 매입한 것으로 알려졌다.

18) 스페인 및 이탈리아의 10년 만기 국채수익률은 2011년 6월 1일 5.32% 및 4.73%로 비교적 낮은 수준을 기록했으나, 7월 이후 상승하기 시작하여 7월 1일 5.38% 및 4.86%, 7월 22일 5.77% 및 5.40%, 7월 29일 6.08% 및 5.86%, 8월 1일 6.20% 및 6.00%를 기록함(Bloomberg).





4월 15일 1,222bp 수준에서 지속적으로 상승해 6월 15일 이후에는 2,000bp를 상회하여 6월 20일 2,342bp, 6월 27일 2,405bp로 상승추세를 보였다. 그리스 정부의 재정긴축안이 의결된 이후 CDS 프리미엄은 7월 1일 1,850bp 수준으로 하락했으나 그리스 지원이 지연되면서 7월 15일 2,435bp를 기록했다.

남유럽 재정위기국의 5년 만기 CDS 프리미엄이 사상 최고치를 기록했던 지난 7월 18일 기준으로 국가별 CDS 프리미엄은 그리스 2,475bp, 포르투갈 1,205bp, 스페인 380bp, 이탈리아 321bp로 나타났으며, 독일은 64bp 수준을 형성했다.<sup>19)</sup> 지난 8월 이후 국제수익률과 마찬가지로 스페인과 이탈리아의 재정·채무 상황 악화가 우려되면서 이들 국가의 5년 만기 CDS 프리미엄은 더욱 상승하여 8월 4일 기준으로 스페인 429bp, 이탈리아 388bp를 각각 기록한 것으로 나타났다.

## IV

### 남유럽 재정위기국에 대한 국가신용평가

#### 1. 그리스 정부채권 신용등급

S&P는 2009년 12월 16일에 그리스 정부채권 신용등급을 A-에서 BBB+로 하향 조정한 데 이어 2010년 4월 27일에는 BB+로 세 단계나 하향조정했다. S&P는 그리스 금융산업이 여전히 취약하므로 중장기적으로도 국가위험 수준이 매우 높다고 평가한 것이다. S&P는 2011년 3월, 그리스 정부의 채무조정 가능성을 반영하여 BB-로 평가했고, 5월 9일에는 B, 6월 13일에는 CCC로 각각 하향조정했다. 7월 21일 EU와 IMF의 주도로 민간채권단의 그리스에 대한 2차 구제금융 합의가 이뤄진 이후에도 S&P는 그리스 신용등급을 7월 27일 CC로 재차 하향조정하여 채무불이행 직전 단계로 평가하면서 2011년 들어 4차례에 걸쳐 총 9단계나 강등했다.<sup>20)</sup>

19) 5년 만기 CDS 프리미엄 수준이 비교 가능한 2006년 7월부터 2010년 12월까지 평균값은 그리스 203bp, 아일랜드 225bp, 포르투갈 91bp, 스페인 75bp, 이탈리아 77bp 등으로 나타남.

20) 과거 경험상 CCC 등급인 국가의 채무조정은 자발적이지 않은 경향이 있으므로 채권단의 자발적인 채권교환이 발생할 경우에도 S&P는 디폴트(Selective Default: SD) 수준으로 간주함.



무디스는 그리스 정부채권 신용등급을 2009년 12월 22일에 A1에서 A2로, 2010년 4월 22일에는 A3로, 6월 14일에는 Ba1으로 각각 하향조정했다. 그리스 신용등급은 2010년 6월 1일에 A3에서 Ba1으로 하향조정된 이후 2011년 3월 7일에 B1<sup>21)</sup>, 6월 1일에는 Caa1<sup>22)</sup>으로 각각 하향조정되었다. 2차 구제금융 합의 이후인 2011년 7월 25일에는 민간투자자의 경제적 손실에 대한 우려가 제기되어 Ca로 추가 하향조정되었다. 무디스는 그리스의 불확실한 경제성장 전망, 재정적자 악화 등으로 채무조정 없이는 정부채무를 관리할 능력이 없으며 EU, IMF 등이 민간투자자들의 채무조정 참여를 요구할 가능성이 높아지고 있다고 지적했다.<sup>23)</sup>

피치는 2011년 5월 20일, 그리스 정부채권 신용등급을 BB+에서 B+로 3단계 하향 조정하면서 정부의 채무상환능력과 지속 가능한 경제 회복의 기초를 마련하는 데 필요한 과감한 재정적 및 구조적 개혁을 이행하는 능력에 의구심을 제기했다. 그리스 정부가 채무조정이나 자발적인 만기연장 등을 취할 경우 채무불이행으로 간주하여 B+ 등급에서 디폴트 수준으로 추가 하향조정할 계획이라며 그리스가 사실상 국가 부도 상태라고 평가했다. 피치는 유로존의 그리스 지원방안 지연, 그리스의 거시경제 전망 악화 등의 이유로 지난 7월 13일, 그리스 정부채권 신용등급을 B+에서 CCC로 추가 하향조정했다. 지난 7월 21일의 2차 구제금융 지원으로 민간 채권단의 자발적인 참여에 따른 경제적 손실을 고려할 경우 피치는 그리스를 디폴트에 준하는 상태로 평가하고 있다.

## 2. 남유럽 재정위기국에 대한 평가등급

남유럽의 재정위기는 아직 해소되지 않고 있는 가운데, 국제 신용평가기관(Credit Rating Agencies: CRA)은 남유럽의 정부채권 신용등급을 지속적으로 하향조정하고 있다. 지난 8월 5일 S&P가 미국의 정부채권 신용등급을 AAA에서 AA+로 하향조정 하면서 현재 AAA로 평가받고 있는 국가들도 현 수준의 평가등급을 유지하기는 어려울 것으로 보인다. 따라서 경제상황이 악화되고 있고 재정 및 채무 관리수준이 취약한

21) 무디스는 그리스 금융산업의 건전성이 악화되었고 경제전망을 부정적으로 평가함.

22) Caa1 등급은 3~5년 이내 디폴트 가능성이 50% 정도임을 의미함.

23) 무디스는 현재 상황에서 민간 채권단이 자발적으로 그리스 채무치환(rollover)에 참여할 가능성은 낮으며, 아일랜드, 포르투갈 등 유로존 재정위기국의 디폴트 위험은 더욱 높아지고 있다고 분석함.



남유럽 국가들의 정부채권 신용등급도 현 수준에서 더욱 하향조정될 가능성이 커지고 있다.

S&P는 2011년 3월 24일 포르투갈 신용등급을 A-에서 BBB로 두 단계 하향조정한 이후 포르투갈의 정치적 불확실성이 커지고 시장 신뢰가 저하되어 외채상환의 연기 가능성을 우려하면서 3월 29일, BBB-로 추가 하향조정했다. 무디스는 포르투갈 신용등급을 2011년 4월 5일, A3에서 Baa1으로 하향조정하면서 포르투갈 정부의 단기 자금 조달비용이 과도한 수준에 있다고 하향조정 배경을 설명했다. 무디스는 7월 5일 포르투갈 신용등급을 Ba2로 4단계 하향조정했다. 포르투갈은 재정지출 축소, 조세 인상, 금융시스템 개선 등을 위해 국민적 저항을 받고 있어 EU 및 IMF와 합의한 재정수지 적자 감축, 채무 안정화 등이 어려울 것으로 보여 포르투갈이 추가 구제 금융을 요청할 가능성이 커지고 있다고 무디스는 분석하고 있다. 또한 피치도 2011년 3월과 4월에 포르투갈 신용등급을 각각 A-, BBB-로 하향조정했다.

스페인에 대해 S&P는 AA, 무디스는 Aa2, 피치는 AA+로 평가하고 있으며, 이탈리아에 대해 S&P는 A+, 무디스는 Aa2, 피치는 AA-로 평가하고 있다. 2011년 이후 무디스는 스페인 정부채권 신용등급을 3월 10일, Aa1에서 Aa2로 하향조정한 사례를 제외하고는 스페인과 이탈리아는 아직은 2010년의 등급 수준을 유지하고 있다. 다만, 2011년 5월 21일에 S&P가 이탈리아 신용등급 전망을 A+/Stable에서 A+/Negative로 하향조정했다. S&P는 이탈리아의 경제성장이 부진하며 생산력 제고를 위한 현 연립정부의 정책 개혁 의지가 취약한 탓에 경제개혁 추진 및 재정수지 관리가 더욱 어려운 상황으로 전개되고 있다고 평가했다. 무디스는 2011년 6월 17일, 이탈리아 신용등급(Aa2)을 하향조정할 수 있다고 경고하면서 부정적 관찰대상으로 포함했다. 또 이탈리아 경제가 성장 부진, 과도한 정부채무 부담 등으로 2009년 이후 경기회복이 지연되고 있다고 언급했다. 즉, 낮은 생산성, 노동시장의 경직성 등 경제 구조적 취약성이 경제성장의 장애요인으로 작용하고 있다고 무디스는 분석하고 있다.

남유럽 재정위기국에 대한 국제 신용평가기관의 등급조정은 시의 적절하게 이뤄지지 않았고 오히려 등급을 빈번하게 하향조정함으로써 경제위기를 더욱 조장한 것으로 분석된다(<표 2> 참조). 따라서 S&P, 무디스 등 국제 신용평가기관의 평가등급에 국제금융시장이 과도하게 의존하기보다는 이들 평가기관의 평가내역이 보다 신뢰할 만한 수준으로 제고되어야 할 것이다. 그렇지 않을 경우 경제위기 가능성에 대한 분석과 경제위기국의 디폴트 위험 예측이 정확하게 산정되지 않아 국제사회의 많은



비판과 논란이 야기될 것으로 보인다. S&P, 무디스 등의 국제 신용평가기관이 향후에도 적절한 평가수준을 제시하지 못한다면, 별도로 신뢰할만한 평가기관의 설립 등을 통해 경제위기 예측, 극복 및 리스크관리 등의 측면에서 국가신용평가의 신뢰도가 근본적으로 제고되어야 할 것이다.<sup>24)</sup>

<표 2> 남유럽 재정위기국의 정부채권 신용등급 변동추이  
(2009.1 ~ 2011.8)

구 분	S&P	Moody's	Fitch
그 리 스	A(2009.1.9) A-(2009.1.14) BBB+(2009.12.16) BB+(2010.4.27) BB-(2011.3.29) B*(2011.5.9) CCC*(2011.6.13) CC*(2011.7.27)	A2(2009.12.22) A3(2010.4.22) Ba1(2010.6.14) B1*(2011.3.7) Ca1*(2011.6.1) Ca*(2011.7.25)	A(2009.5.12) A-(2009.10.22) BBB+(2009.12.8) BBB-(2010.4.9) BB+(2011.1.14) B+(2011.5.20) CCC*(2011.7.13)
포르투갈	AA-(2009.1.13) A+(2009.1.21) A-(2010.4.27) BBB(2011.3.24) BBB-(2011.3.29)	A1(2010.7.13) A3(2011.3.15) Baa1(2011.4.5) Ba2(2011.7.5)	AA(2009.9.3) AA-(2010.3.24) A+(2010.12.23) A-(2011.3.24) BBB-(2011.4.1)
스 페 인	AAA(2009.1.12) AA+(2009.1.19) AA(2010.4.28)	Aa1(2010.9.30) Aa2(2011.3.10)	AA+(2010.5.28)
이탈리아	A+(2011.5.20)	Aa2(2002.5.15)	AA-(2006.10.19)
아일랜드	AAA(2009.1.9) AA+(2009.3.30) AA(2009.6.8) AA-(2010.8.24) A(2010.11.23) A-(2011.2.2) BBB+(2011.4.1)	Aa1(2009.7.2) Aa2(2010.7.19) Baa1(2010.12.17) Baa3(2011.4.15) Ba1(2011.7.12)	AAA(2009.3.6) AA+(2009.4.8) AA-(2009.11.4) A+(2010.10.6) BBB+(2010.12.9)

주: 별표(\*)로 표기된 신용등급은 투기적(speculative) 수준을 의미함.  
자료: 기관별 홈페이지.

24) 바로수(Jose Manuel Barroso) EU 집행위원장은 미국이 주도하는 신용평가기관들에 맞서 유럽이 독자적인 신용평가기관을 설립할 필요성이 있다고 강조함. 또 바로수 EU 집행위원장은 신용평가기관의 부적절한 평가시기, 과도한 등급 하향조정 등에 대해 상당히 부정적인 경해를 표명했으며, 쇼이블레(Wolfgang Schauble) 독일 재무장관도 최근 신용평가기관의 남유럽 재정위기국에 대한 신용등급 하향조정 근거에 대해 의문을 제기함.



## V

## 남유럽 재정위기의 발생요인과 시사점

## 1. 남유럽 재정위기의 발생요인

## 가. 유로존 역내 경제정책 시행의 모순 잠재

EU 27개 회원국뿐만 아니라 유로존 국가(17개국) 내에서도 국가간 경제력 격차가 존재하고 있는 것이 현실이다. 이런 경제력 격차를 인정하지 않고 단일통화의 사용과 공동통화정책의 운용으로 역내 불균형이 확산되어 유럽 재정위기가 유발되었다는 것이다. 남유럽의 재정위기를 지원하기 위해 EU 회원국들은 자국의 경제상황이 악화된 상황에서도 EU 회원국 지원에 공조하지 않을 수 없었으며 역내 국가별 경제력 격차가 심한 EU의 현실적 문제가 그대로 이번 유럽 재정위기와 그 지원과정에서 노출되었다.

EU의 통화정책은 유럽중앙은행(ECB)에 의해 시행되고 있어 EU 개별 회원국이 주도적으로 통화정책을 추진하는 데에는 사실상 한계가 있다. 즉, EU 경제권의 핵심국(독일, 프랑스 등)이 주도적으로 통화정책을 시행함에 따라 EU 경제권의 주변국 경제 상황에 적합한 통화정책이 시행될 가능성이 낮다. 또한, 경제상황이 악화될 경우 EU 회원국이 개별적으로 재정정책을 수행할 수 있음에도 불구하고 통화정책에 부합하는 방향으로 재정정책이 운용된다는 보장도 없다. EU 경제권의 핵심국이 물가상승을 억제하기 위해 유로존 금리를 인상한다면, EU 경제권의 주변국이 경기부양을 위해 개별적으로 재정지출을 확대할 경우 긴축통화정책 및 확대재정정책 시행으로 경제적 효과 측면에서 괴리가 발생할 수 있다.

EU와 유로존의 역내 국가간 산업구조, 노동생산성 및 대외경쟁력 등의 차이로 유럽 재정위기가 유발될 가능성을 내포하고 있었던 것이다. 그리스, 포르투갈 등 남유럽 국가들은 소규모 경제권, 산업경쟁력 저하 등에 기인한 저성장, 경상수지 적자 확대에 따른 외채상환부담 가중 등으로 경제 구조적 취약성이 이미 잠재되어 있었던 것으로 추정된다.



## 나. 방만한 재정운용 및 은행부실 누적

유럽 재정위기를 유발했던 그리스와 아일랜드의 재정운용 실태는 문제의 심각성을 더해 주고 있다. 그리스 정부는 2001년 유로존 가입 당시 정부채무 등의 통계를 조작한 것으로 드러났고, 유로존 가입 이후에도 선심성 경제정책을 남발하는 등 재정을 방만하게 운용한 것으로 나타났다.<sup>25)</sup> 아일랜드는 부실은행에 대한 공적자금 투입으로 재정적자가 확대되고 정부채무가 누적된 대표적인 사례로 분석된다. 아일랜드 금융당국은 2009년 1월 최대 부실은행인 앵글로 아이리시 은행(Anglo Irish Bank, 은행권 3위)에 230억 유로를 투입하여 국유화하는 등 부실 금융기관에 대한 자본금 증자 규모가 GDP의 20%에 달했다. 2011년 기준으로 아일랜드의 GDP 대비 재정수지 적자 비중은 10.5%에 달할 것으로 예상되어 유로존 평균인 4.2%를 크게 상회하고, 그리스(9.5% 수준)보다 악화될 것으로 전망된다.

유럽은행감독청(European Banking Authority: EBA)은 2011년 7월 15일 역내 21개국 90개 은행(유럽 금융기관의 자산 65% 차지)을 대상으로 제2차 재무건전성 평가(stress tests)를 공개했다. 2010~12년 핵심자기자본비율(Core Tier 1 Capital Ratio: CT1R)이 5%에 미달한 8개 은행이 부적격 판정을 받았고 16개 은행은 CT1R이 5~6%인 것으로 나타났다.<sup>26)</sup> 2010년 7월 제1차 재무건전성 평가에서 91개 은행 가운데 7개 은행(스페인 5개 은행, 독일 및 그리스 각각 1개 은행)이 부적격 판정을 받았고, 이번 제2차 평가에서는 스페인 5개 은행, 그리스 2개 은행 및 오스트리아 1개 은행이 부적격 판정을 받았다.<sup>27)</sup>

그러나 유럽은행감독청의 유럽 금융기관에 대한 재무건전성 평가가 지나치게 긍정적이라는 분석이 일반적이다. 현재 재정위기를 심각하게 겪고 있는 그리스, 아일랜드 및 포르투갈 보다는 오히려 스페인, 독일 및 오스트리아계 은행이 부적격 판정을 더욱 많이 받았다는 점에서 유럽 금융기관에 대한 재무건전성 평가를 회의적으로 분석하는 의견이 제기되고 있다.

25) 2010년 초 그리스 재정위기에 대한 EU 차원의 지원합의가 지연된 것도 그리스에 대한 금융지원이 도덕적 해이 현상이 심한 국가에 대한 나쁜 선례를 남기는 결과가 되기 때문이라는 분석이 제기됨.

26) 핵심자기자본비율은 2010년 말 평균 8.9%에서 2011년 4월 말 평균 7.7%(under adverse)로 하락함.

27) Banco Pastor SA, Caja de Ahorros Del Mediterraneo, Banco Grupo Caja3, CatalunyaCaixa, Unnim(이상 스페인), EFG Eurobank Ergasias SA, Agricultural Bank of Greece(이상 그리스), Oesterreichisch Volksbanken(오스트리아)



## 다. 환율 고평가로 인한 경상수지 악화 지속

남유럽이 재정위기를 겪게 된 요인 중의 하나는 유로존에 가입하여 통화정책을 자국경제 수준에 맞게 조정할 수 없어 환율 고평가로 인해 수출경쟁력이 약화되고 경상수지 적자가 상당기간 지속되어 왔다는 점이다. 특히, 라트비아 등 발트 3국과 불가리아의 경제상황이 악화된 요인은 통화위원회제도(Currency Board System) 운용에 따른 환율 고평가로 경상수지 적자가 확대된 것이다.

과거 경험상 경제위기, 특히 외환위기의 발생요인은 경상수지 등의 국제수지 악화에서 비롯되었는데, 표면적으로는 유로존에서 일부 국가를 제외하고는 경상수지가 비교적 잘 관리되어 왔다. 유로존에서 최대 경제위기를 겪고 있는 그리스, 아일랜드 및 포르투갈의 경우 2011년 기준으로 GDP 대비 경상수지 비중이 각각 -8.3%, 1.2% 및 -7.5%로 아일랜드는 오히려 경상수지 흑자를 기록할 전망이다. 그러나 그리스와 포르투갈은 경상수지 적자가 악화되어 재정수지와 더불어 경상수지도 관리상의 문제점을 내포하고 있다. 남유럽 국가들이 내면적으로는 대외경쟁력 약화로 인한 국제수지 적자 심화로 중장기적인 관점에서 지속적인 경제성장이 상당한 제약을 받을 수 있는 가능성이 농후한 것으로 분석된다.

## 라. EU의 금융지원 한계성 노출

서유럽, 동유럽 및 남유럽의 경제위기가 지속적으로 확산되어 유럽은 현재 재정위기 국면에서 쉽게 탈피하지 못하고 있는 상태이다. 유럽 재정위기를 극복하기 위해 EU는 유럽재정안정기금 조성, IMF의 대기성 차관 지원 등의 대책을 강구하고 있으나, 경제위기국의 재정 및 금융 상황이 시의 적절하게 파악되지 않고 있는 점도 위기 극복이 어려운 요인이다. 특히, 경제위기국의 금융기관, 중앙은행 및 금융감독당국의 자료 미공개로 유럽 금융기관의 부실규모를 정확하게 파악하기 어려우며, 이로 인해 부정확한 루머만 난무하는 상황에서는 경제위기가 쉽게 극복될 수 없다.

EU는 유럽 재정위기를 극복하는 과정에서 자체적으로 조성한 자금이 부족할뿐더러 최종적으로 구제금융 지원의 역할을 담당하는 독일 등의 국가가 위기 초기부터 적극적인 지원의사를 표명하지 않는 구조적 문제점을 보유한 채, 최종적으로 IMF 등 역외 국제금융기구의 지원을 받지 않을 수 없는 상황으로 전개되고 있다. 실제로 스페인과 이탈리아가 구제금융을 요청할 경우 최소한 1조 유로 이상이 필요할 것으로 추정되나,



EU의 유럽재정안정기금 가용재원이 4,400억 유로에 불과하여 금융지원 규모가 부족한 실정이다. EU는 그리스 등 남유럽 재정위기국에 긴급 구제금융을 지원하기 위해 2010년 5월 유럽안정메커니즘(European Stability Mechanism: ESM)<sup>28)</sup>을 신설했다. 이는 4,400억 유로의 유럽재정안정기금(European Financial Stability Facility: EFSF)<sup>29)</sup>과 600억 유로의 유럽재정안정메커니즘(European Financial Stabilisation Mechanism: EFSM)을 2013년 7월부터 대체하게 된다.

## 2. 남유럽 재정위기국의 경제전망

2011년 8월 들어 미국의 더블딥 우려, 중국의 재정긴축조치 시행 등으로 유럽 경제가 더욱 위축될 가능성이 있어 남유럽 재정위기국의 거시경제 전망에 대해 비관적인 분석이 제기되고 있다. 현재 재정수지의 적자 지속, 정부채무의 과중한 부담으로 경제 상황이 악화된 상태에서 재정긴축안을 추진하면서 경제성장률과 실업률이 단기간내 개선되기는 어려울 것이라는 분석이다. 2011년에는 그리스뿐만 아니라 포르투갈 등도 마이너스 경제성장이 예상되며, 실업률은 당분간 더욱 상승할 것으로 예상된다.

그리스 경제성장률은 2009년 -2.0%, 2010년 -4.5%를 기록한 데 이어 2011년에도 -3.5%로 3년 연속 마이너스 성장률을 기록할 것으로 보여 경기침체가 심화되고 있다. 실업률도 2011년 3월 말 16.2%로 전년 동기의 11.6%에 비해 4.6%포인트 급등한 것으로 나타났다. 그리스에서는 15~24세 실업률이 전년 동기에 비해 12.5%포인트 높은 42.5%, 25~34세 실업률은 7.2%포인트 올라간 22.6%를 기록했다.

EU가 그리스 재정위기 극복을 지원하기로 합의했으나, 유럽 지역의 전반적인 정부 채무 급증이 유로존의 결속에 최대 위협요소로 작용할 가능성이 큰 것으로 분석된다. EU의 마스트리히트조약(Treaty of European Union: TEU)과 안정성장협약(Stability and Growth Pact: SGP)에서는 GDP 대비 재정수지 적자 비중을 3% 이내, 정부채무 비중을 60% 이내로 억제할 것으로 권고하고 있으나, 대부분의 EU 회원국은 동 기준을 충족하지 못하고 있다. 그리스 재정위기로 인해 EU 회원국이 그리스 지원으로 재정

28) 2011년 3월 EU 회원국은 2013년 7월부터 ESM이 EFSF를 대체하는 데 동의함. 기존 EFSF의 가용재원은 2,500억 유로에 불과하여 남유럽 재정위기를 극복하는 데 소요되는 구제금융 지원에 부족한 상태였음.

29) 2010년 6월부터 2013년 6월까지 운용되는 한시적인 금융지원기금이며, 현재 가용재원은 2,500억 유로로 연내 4,400억 유로로 확충될 예정임.





<표 3> 남유럽 재정위기국의 주요 거시경제 전망  
(2011년 기준)

단위: %

구 분	경제성장률	실업률	재정수지/GDP	경상수지/GDP	정부채무/GDP
그 리 스	-3.5	15.2	-9.5	-8.3	157.7
포르투갈	-2.2	12.3	-5.9	-7.5	101.7
스 페 인	0.8	20.6	-6.3	-4.1	68.1
이탈리아	1.0	8.4	-4.0	-3.5	120.3
아 일 랜 드	0.6	14.6	-10.5	1.2	112.0
유 로 존	1.6	10.0	-4.2	-0.2	87.7

자료: European Commission, "European Economic Forecast - Spring 2011".

상황이 더욱 악화된다면, EU 역내 결속력이 약화될 가능성이 크며 재정상황 악화로 결국 정부채무가 누적될 경우 국가별 재정운용에 대한 부담이 커질 것으로 전망된다.<sup>30)</sup> 2011년 기준으로 유로존 국가 가운데 GDP 대비 정부채무 비중이 높은 국가들로는 그리스 157.7%, 이탈리아 120.3%, 아일랜드 112.0%, 포르투갈 101.7% 등으로 유로존 평균(87.7%) 수준을 크게 상회할 것으로 전망된다(<표 3> 참조).

무디스는 포르투갈이 건강보험, 국영기업, 지방정부 등의 영역에서 재정지출 삭감이 쉽지 않고 조세 인상은 국민적 저항에 부딪혀 추진하기가 힘들 것으로 분석하고 있다. 포르투갈의 GDP 대비 정부채무는 2011년 101.7%에서 2012년에는 107.4%로 상승하고 경기침체가 심화되어 실업률이 2011년 12.3%를 기록할 것으로 전망된다.

IMF는 스페인이 노동과 금융 부문 등을 개혁하기 위한 조치를 취해 왔으나 아직까지 성과가 부족하며 여전히 심각한 위협에 직면해 있다면서 경제적 위험이 아직 해소되지 않았다고 부정적으로 평가하고 있다. 또 중장기적으로는 경기회복이 지연되면서 실업률이 더욱 상승할 것이라고 진단하고 있다. 부연하면, 남유럽 재정위기는 유럽 자체적인 위협 요인 뿐만 아니라 미국의 더블딥 우려 등으로 실물경제가 더욱 악화될 가능성에 대해 국제사회의 관심이 대두되고 있다.

30) 라인하르트와 로고프에 따르면, 정부채무가 GDP 대비 90% 미만인 경우에는 경제성장에 미치는 영향이 미미하지만 동 비율이 90%를 상회할 경우 상당한 영향을 미치며, 금융위기 이후 정부채무가 급증하고 정부의 채무 불이행(default)이 나타나는 경향이 있다는 것임. ("Sovereign Debt Worries: Domino Theory", Economist, Vol. 394, No. 8670, Feb. 18, 2010)



### 3. 유로존의 과제와 시사점

#### 가. 그리스 정부의 해결과제

그리스 정부가 당면한 경제위기를 극복하기 위해서는 재정 긴축보다는 대외경쟁력 제고를 위한 경제구조 개혁, 경기회복을 통한 경제여건 개선 등을 추진해야 하며, 그리스 정부의 디폴트 논란은 당분간 계속될 전망이다. 그리스 경제성장률은 2011년 마이너스 성장이 예상됨에 따라 2009년 이후 3년 연속 마이너스 성장기조가 경제 운용의 부담으로 작용하고 있다. 또 그리스 정부가 2011년 9월까지 목표했던 재정 수지 적자 감축에 실패하면, IMF와 EU가 1차 구제금융의 제6회차 지출예정인 80억 유로를 지급하지 않을 수 있다고 파이낸셜 타임즈는 분석하고 있다.

그리스 정부가 곤혹스러운 상태에 직면한 배경에는 재정긴축안과 국유자산 매각에 대한 국민의 반발이 거센 데다 파판드레우(George Papandereou) 총리 등 현 집권당과 정치인에 대한 국민들의 불신이 높아 재정긴축안이 계획대로 추진될지는 의문이며, 공공부문의 개혁이 쉽지 않아 재정위기가 조기에 해결되기 어려울 것이라는 점이다. 2011년 5월에 실시된 여론 조사에서 그리스 국민이 파판드레우 총리에 대해 반대 의사를 표명한 계층이 전체의 77%에 달해 국민의 4분의 3 이상이 현 정권(사회당)에 대한 불신이 큰 것으로 나타나 파판드레우 총리의 사임 가능성(9월 이후 조기총선 제기설)이 높아지고 있다. 현재 그리스 정부채무<sup>31)</sup>는 3,400억 유로로 추산되며, 이중 외채 비율은 70%로 추정된다. 그리스 정부가 차질 없이 재정긴축안을 이행하더라도 2015년 정부채무는 GDP 대비 100%를 상회할 것으로 전망된다. EU 집행위원회에 따르면, 2010년 GDP 대비 정부채무는 142.8%에서 2011년 말 157.7%에 달하고 2012년에는 166.1%로 더욱 상승할 것이라고 전망하고 있다. 또 GDP 대비 재정수지 적자는 2010년 말에는 2009년보다 낮아졌지만 10.5%로 추정되며, 2011년에도 9.5%(목표치: 7.4% 이내)를 기록할 전망이다.

그리스가 단기간내 유로존이나 EU를 탈퇴하기는 현실적으로 어려울 것으로 분석된다. 그 이유는 그리스가 유로존이나 EU를 탈퇴하면, 곧바로 디폴트에 직면할 수밖에 없기 때문이다. 2011년 5월 26일, 그리스 정부는 유로존을 탈퇴하지 않을 것을 공식 발표했다. 따라서 그리스 정부로서는 일단 만기가 도래하는 외채를 상환하기 위해

31) 2010년 말 정부채무는 3,286억 유로로 전년에 비해 10% 증가하였고 2011년 3월 말 만기도래하는 정부채무는 705억 유로에 달하는 것으로 나타남.



EU 등으로부터 긴급 구제금융을 지원받는 형식을 지속적으로 유지할 가능성이 크다. EU 주도의 구제금융을 받게 되면, IMF의 구제금융 지원조건보다 덜 엄격하기 때문에 그리스 정부로서는 국민들에 대한 설득과 이해가 더욱 용이할 수 있다.

#### 나. 그리스 위기의 유로존 확산

그리스의 재정관리 문제가 포르투갈의 저성장 및 수출 부진, 아일랜드 금융 및 부동산 버블, 스페인의 자산 버블 및 경상수지 적자 심화 등과 더불어 이탈리아의 금융시장 동요 등으로 인해 유로존으로 경제위기가 더욱 확산될 가능성에 대해 국제 사회의 관심이 고조되고 있다. 그리스 재정위기 대책이 논의되고 있는 가운데, 2011년 7월 이후 이탈리아 국채수익률이 급등하면서 유로존에 대한 재정위기 확산 가능성이 제기되고 있다. 이탈리아의 경우 GDP 대비 재정수지 적자는 여타 EU 회원국에 비해 양호하지만 정부채무 규모<sup>32)</sup>는 과중한 편이며, 2011년 만기도래 채무는 1,200억 유로, 5년 이내 9,000유로 상당의 국채의 상환기일이 도래할 것으로 추산된다.

현재 남유럽 재정위기가 단기적인 관점에서 경제운용의 부담이 된다면, 중장기적으로 재정위기(fiscal crisis)를 해결하지 못할 경우 채무위기(debt crisis)로 발전될 가능성이 농후하다. 반대로 GDP 대비 재정수지 적자가 점진적으로 개선될 경우 채무 위기가 초래될 가능성이 낮지만, 그렇지 못하면 GDP 대비 정부채무 비중이 누적될 수 있기 때문이다. 남유럽의 경우 2015년 기준으로 정부채무의 GDP 대비 비중이 2010년에 비해 더욱 악화될 것으로 예상되는데, 국가별로는 그리스가 140%에서 165%로 상승하고, 포르투갈은 83%에서 100%로, 스페인은 64%에서 85% 수준으로 상승할 것이라는 전망이다<sup>33)</sup>. 또한, 남유럽 재정위기국 가운데 외자의존도가 높은 국가일수록 대외충격에 취약한 경제 구조적인 문제점에 노출될 수 있다는 점이다. 즉, 2009년 기준으로 남유럽 재정위기국의 정부채무에서 외국인투자 비중은 포르투갈 66.0%, 그리스 58.0%, 스페인 38.7%이고 이탈리아는 상대적으로 외자의존도가 낮은 것으로 나타났다.<sup>34)</sup> 그러나 2011년 기준으로 유럽 재정위기국 중에서 재정수지가

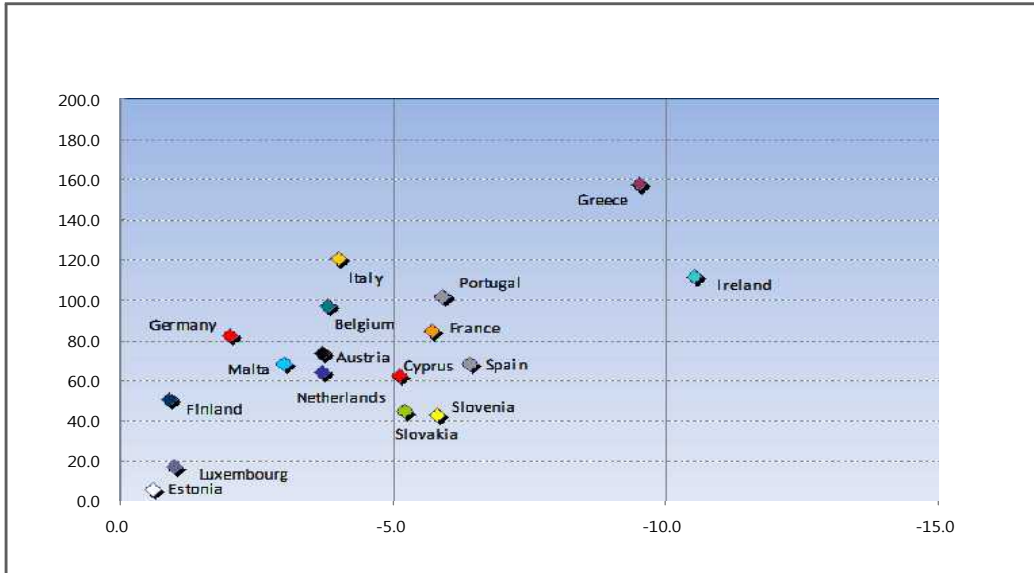
32) 이탈리아의 정부채무 1조 8천억 유로(2조 5,200억 달러, GDP의 120%)는 그리스, 아일랜드 및 포르투갈의 정부 채무 규모를 합산한 규모보다도 많은 것으로 추산됨(Economist, "Greece and the Euro", pp.26-28, June 25, 2011). 또 프랑스 및 독일 은행들의 이탈리아에 대한 익스포저는 각각 3,890억 유로 및 1,620억 유로임(BIS).

33) Economist, "Euro Area's Debt Crisis", Jan. 15, 2011.

34) 일본 정부채무가 GDP의 200%를 상회하지만 정부채무의 95%를 자국민이 보유하고 있는 것과 마찬가지로 이탈리아 정부채무의 75%를 자국민이 보유하고 있어 외채상환 부담은 상대적으로 낮은 편임.



<그림 2> 유로존 재정수지와 정부채무의 경제적 부담 비교



주: 가로축은 재정수지/GDP, 세로축은 정부채무/GDP (2011년 기준, 단위: %)  
 자료: <표 3>과 같음.

악화된 국가는 아일랜드, 그리스, 스페인, 포르투갈 등이고, 정부채무가 누적된 국가는 그리스, 이탈리아, 아일랜드, 포르투갈 등으로 나타나 그리스, 아일랜드 및 포르투갈은 재정 악화와 과중한 정부채무 부담으로 경제적 상황이 악화된 것으로 분석된다 (<그림 2> 참조).

#### 다. 남유럽의 유로존 탈퇴 가능성

문제는 그리스를 포함한 남유럽 유로존 국가들이 당장 경제위기 상황을 극복할 수 있느냐 하는 점이다. 남유럽 국가들이 유로존을 탈퇴하지 않은 상태에서 대외경쟁력을 제고하여 경기를 회복하고 재정 및 채무 문제를 잘 관리할 수 있을지가 관건이다(<표 4> 참조). 2011년 7월 21일에 긴급 개최된 유로존 정상회의에서 논의된 바와 같이, 남유럽 재정위기에 대한 실질적인 해결방안이 모색되지 않는다면, 남유럽 재정위기는 당분간 글로벌 금융시장을 더욱 불안하게 하는 요인으로 작용할 것으로 분석된다.



&lt;표 4&gt; 유로존 경제에 대한 주요 경제학자의 시각

경제학자	주요 견해(요약)
케네스 로고프(Kenneth Rogoff) 하버드대 교수	유로존의 재정통합 추진여부 또는 재정위기국의 유로존 퇴출여부가 글로벌 통화시스템에 중대한 변화를 줄 것으로 전망
누리엘 루비니(Nouriel Roubini) 뉴욕대 교수	유로존의 더블딥 위험과 붕괴가능성 제기(유로존 해체 또는 재정 위기국의 유로존 이탈이 유럽 재정위기의 해결책)
제프리 삭스(Jeffrey Sachs) 컬럼비아대 교수	유럽 재정위기는 유로존 자체적인 해결이 중요하며 중장기적 경제 계획 추진 절실
베리 아이헨그린(Barry Eichengreen) UC 버클리대 교수	유럽 재정긴축으로 인해 유로존 경기 회복세가 크게 영향 받을 것 으로 분석
폴 크루그먼(Paul Robin Krugman) 프린스턴대 교수	유로존의 경제 성장동력 강화가 유로존 재정위기의 근본 해결책이 며, 환율 조정 등을 통한 수출경쟁력 제고 필요

자료: 각종 문헌 종합.

더욱 문제가 되고 있는 것은 2008년부터 발생한 글로벌 금융위기에서 각국 금융기관의 채권현황이나 재정위기국의 외채현황이 제대로 파악되지 않고 있다는 점이다. 예를 들면, EU 회원국의 그리스 채권현황에 대해서도 자료 제공원별로 채권규모가 상당히 상이한 것으로 나타나고 있다. 따라서 현재의 유로존 재정위기를 근본적으로 해결하기 위해서는 채권채무 관계를 보다 투명하고 명확하게 파악할 필요가 있다. 2011년 들어 국제금융시장이 더욱 불안정해진 근본적인 문제도 시장에 대한 신뢰가 부족하기 때문이며, 남유럽 재정위기가 확산된 것도 재정관리 및 외채상환 능력에 대한 불확실성과 금융기관의 부실규모, 민간투자 등 채권단의 구제금융 지원방법 등에 관한 불투명성, 지원대책 지연 등에 기인한다.

#### 라. 우리나라에 미치는 영향과 시사점

2010년 초 그리스를 중심으로 확산된 유로존 국가의 재정위기가 유럽 경제권의 유로화 가치하락, 구매력 저하 등에 영향을 미치면서 우리나라의 유럽지역에 대한 수출이 위축되고 있는 상황이다. 그러나 유로존 경제위기국인 그리스, 아일랜드, 포르투갈 및 스페인의 4개국에 대한 2010년 기준 우리나라의 수출실적은 47억 달러로



<표 5> 우리나라의 유로존 재정위기국에 대한 경제교류 현황

구 분	연중 수출실적(백만 달러)		직접투자 잔액(천 달러)
	2010. 1~12	2011. 1~6	2011. 6
한국 → 그리스	1,209	790	127
한국 → 아일랜드	381	169	1,395,166
한국 → 포르투갈	1,110	554	29,978
한국 → 스페인	1,858	1,003	320,101
우리나라	466,384	274,824	138,540,964

자료: 한국무역협회 및 한국수출입은행.

총수출액의 1.0%에서 2011년 1~6월에는 0.9%로 하락했다. 또 2011년 6월말 기준으로 우리나라의 위 4개국에 대한 투자실적(누계기준)은 17억 달러로 우리나라 총 투자잔액의 1.3%에 불과한 수준이다(<표 5> 참조). 우리나라의 남유럽 재정위기국에 대한 수출과 투자 실적이 절대적, 상대적으로 위축된 배경에는 우리나라의 경제교류가 선진권보다는 신흥투자시장 등 개도국으로 최근 증대되었기 때문이다.

우리나라는 EU와 FTA 체결로 2011년 7월부터 한-EU FTA가 발효되었다. 그러나 최근 남유럽 재정위기가 확산되면서 유럽 경제권과의 경제교류가 위축되고 있고, 한-EU FTA의 무역창출 효과가 기대에 못 미칠 가능성이 커졌다. 한-EU FTA 효과가 실질적으로 나타나기 위해서는 현재의 유럽 재정위기 상황이 진정되고 여타 경제 여건이 한-EU FTA 발표이전의 상황과 유사한 수준이 되었을 때, 그 효과를 어느 정도 비교 파악할 수 있다. 글로벌 금융시장 불안현상이 장기화될 경우 EU 등 우리나라의 주요 수출시장이 더욱 위축되어 대외무역이 활성화되지 않을 수 있다.

요컨대, 금융시장 불안이 상당기간 지속될 경우를 대비해 수출거래를 지원하기 위한 충분한 유동성을 확보할 필요가 있다. 남유럽 재정위기가 우리 경제에 미치는 영향이 최소화되도록 제반 대책을 강구해야 하며, 글로벌 금융시장과 경제위기에 대한 지속적인 모니터링이 한층 더 요구되고 있다. **K**



## &lt;참고자료&gt;

- 강유덕·오현정, “포르투갈 구제금융과 유로지역 재정위기 전망”, KIEP 지역경제 포커스, Vol. 5, No. 17, 2011. 4. 28.
- 강유덕·이현진, “그리스의 채무재조정 가능성과 향후 전망”, KIEP 지역경제 포커스, Vol. 5, No. 29, 2011. 6. 28.
- 김득갑, “한국의 대 EU 수출구조와 FTA 활용방안” SERI 경제 포커스, 제339호, 2011. 6. 7.
- 박진호, “스페인의 경제위기 가능성”, 삼성경제연구소(SERI) 세미나 발표자료, 2011. 5. 17.
- 안병역, “유로존 경제위기와 경제 거버넌스 개혁에 관한 연구: 정치경제적 시각에서”, 대외경제정책 연구원(KIEP) 전문가포럼 토의자료, 2011. 6. 24.
- 이종규, “스페인 재정위기 가능성과 향후 전망”, SERI 경제 포커스, 제319호, 2010. 12. 7.
- 조양현, “남유럽 재정위기의 현황과 과제”, 한국수출입은행 해외경제연구소 지역이슈분석 2011-4, 2011. 7. 21.
- 한국수출입은행 뉴욕사무소, 미국 부채한도 증액협상 진행 현황 및 유럽 금융기관 스트레스 테스트 결과, 2011. 7.
- 한국수출입은행 파리사무소, 그리스 정부의 공공부채 축소 방안, 파리 11-64, 2011. 4. 29.
- \_\_\_\_\_, 포르투갈 경제의 구조적 약점, 파리 11-66, 2011. 5. 5.
- Afonso, Antonio *et al.*, “Sovereign Credit Ratings and Financial Markets Linkages: Application to European Data”, ECB Working Paper Series, No. 1347, June 2011.
- Arezki, Rabah *et al.*, “Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis”, IMF Working Paper: WP/11/68, March 2011.
- Bayoumi, Tamin *et al.*, “Euro Area Export Performance and Competitiveness”, IMF Working Paper: WP/11/140, June 2011.
- Loannou, Demosthenes and Livio Stracca, “Have Euro Area and EU Economic Governance Worked?: Just the Facts”, ECB Working Paper Series, No. 1344, May 2011.
- Vaughan, Liam *et al.*, “Stress Tests Pressure Europe's Problem Children Banks to Bolster Capital”, Bloomberg, July 15, 2011.
- Waysand, Claire *et al.*, “European Financial Linkages: A New Look at Imbalances”, IMF Working Paper: WP/10/295, December 2010.
- ECB, *Financial Stability Review*, June 2011.
- Economist, “Central Banking and the Crisis: Emergency Manoeuvres”, August 13, 2011.
- \_\_\_\_\_, “Europe's Diverging Economies: Northern Lights, Southern Cross”, May 21, 2011.
- \_\_\_\_\_, “Europe's Stress Tests: Disease and Cure”, July 23, 2011.
- \_\_\_\_\_, “Greece and the Euro”, June 25, 2011.
- \_\_\_\_\_, “Greece's Economic Woes: The Labours of Austerity”, April 9, 2011.
- \_\_\_\_\_, “Greek Banks: The First Casualties”.
- \_\_\_\_\_, “The Euro Area's Debt Crisis: Bite the Bullet”, January 15, 2011.
- \_\_\_\_\_, “Euro Area's Debt Crisis: Sovereign Remedies”, March 5, 2011.
- \_\_\_\_\_, “The Euro Crisis: A Second Wave”, June 18, 2011.
- \_\_\_\_\_, “The Euro Crisis: Bazooka or Peashooter?”, July 30, 2011.
- \_\_\_\_\_, “The Euro Zone on the Edge: The Road to Rome”, July 16, 2011.
- Economist Intelligence Unit, *Country Report: European Union*, 2010-11.
- European Banking Authority, 2011 EU-Wide Stress Test Aggregate Report, July 15, 2011.
- European Commission, *European Economic Forecast: Spring 2011, May 2011*,
- IMF, *World Economic Outlook: Tensions from the Two-Speed Recovery*, April 2011.
- Moody's Investors Service, Rating Action, 2009-11.
- S&P, Rating Direct on the Global Credit Portal, 2009-11.