유럽재정위기에 따른
유로존 거버넌스의 제도적 개혁 방향

강유덕[1)]

목차

1. 서론

2010년 초 그리스에 대한 구제금융으로 시작된 유럽재정위기는 2년이 넘는 기간 동안 강도 높은 긴축과 공동의 대응노력에도 불구, 봉합과 재현을 거듭하며 계속 확대되고 있다. 위기 초기에는 재정위기가 그리스를 비롯한 일부 재정위기국의 문

1) 대외경제정책연구원 유럽팀 부연구위원(ydkang@kiep.go.kr) 본 논문은 초고임.

제로 인식되었으나, 점차 향후 유로존의 존속여부를 결정지을 수 있는 심각한 사안으로 간주되고 있다. 사상 최대의 구제금융 조치에도 불구하고 금융시장은 단기적인 안정세를 보일 뿐, 위기설이 주기적으로 부각되는 패턴을 보이고 있다. 재정위기를 겪고 있는 모든 국가의 정부가 교체되었으며, 2012년 5월 프랑스 대선결과와 네덜란드 총리의 사임에서 볼 수 있듯이, 재정위기에 따른 경기침체는 기존 정치권에 대한 불신과 극우정당의 득세 등 정치적 위기로 이어지고 있다.

사실, 유로존을 하나의 경제단위로 보고 미국이나 일본과 비교할 경우, 암울한 경제지표를 보이지는 않는다. 재정위기 이전 유로존의 경제성장률은 미국보다는 낮으나, 일본보다는 높은 상황으로 선진국 경제 중 평균수준을 유지하고 있다고 볼 수 있다. 재정적자나 국가채무 수준도 미국이나 일본과 유사하거나, 오히려 낮은 수준이며, 경상수지도 적자이기는 하나 비교적 균형을 이루고 있다. 국내저축률도 높고 세수기반도 넓어 자체적인 재원조달이 용이한 편이다. 따라서 유로존은 자체적으로 위기를 극복할 수 있는 충분한 재원을 갖고 있으며, 오히려 미국이나 일본보다 나은 여건으로 볼 수도 있다. 그럼에도 불구, 유럽재정위기가 조기에 해결되지 못하고 확산되어 온 데에는 유로존의 구조적 결함[2] 외에도 리더십 결여에 따른 정치적 합의의 부재, EU 운영구조의 특수성에 기인하는 느린 결정구조 등이 문제점이 지적될 수 있다.

사실 유로존은 출범 당시부터 학계로부터 호의적인 평가를 받으며 출범하지 못하였다(Jonung and Drea 2009). 유로존 출범 당시 학계의 지배적인 견해는 유로존은 최적통화지대(OCA)의 성립조건을 충족시키지 못한다는 것이었다. 영미계 학자들에 의해 주도된 OCA 이론은 단일통화 사용의 조건으로 임금의 신축성, 노동이동성, 경제구조의 동질성, 재정이전의 가능성 등 비대칭적 충격을 흡수할 수 있는 조건들을 제시하고 있다(Mundell 1961; McKinnon 1963; Kenen 1969). 대부분의 유로존 국가들은 엄격한 의미에서 이 조건을 충족시키지 못하는 상황이었으며, 유로존 가입을 위한 경제수렴조건(마스트리트)은 OCA 조건의 수렴여부보다는 거시경제적 지표의 수렴에 초점을 맞추고 있었다(Bayoumi and Eichengreen 1993, 1996).[3] 이후 등장한 내생적 OCA 이론은 통화공동체의 수렴과정에서 정책적 노력과 학습, 각국간의 조정과정을 통해 차츰 OCA 조건을 충족할 것이라는 기대감을 불어넣어 주었다.[4]

---

2) 유로화의 구조적 결함에 관한 논의로는 김흥종 外(2010)와 박진호(2010)를 참조할 것.

3) 유로존이 OCA 기준을 충족시키지 못한다는 점은 OECD(1999), Boeri *et al.*(2001), Jean and Nicoletti(2002) 등에서 지적된 바 있다.

4) Garcia-Herrero *et al.*(2001)는 단일통화의 사용이 역내교역의 증진, 가격체계 투명화에 기여, 사회규범과 제도의 수렴을 통해 사후적으로 OCA 기준을 충족시키는데 기여할 것이라고 전망하고 있다. Artis and Zhang(1997), Lucas(2003)도 유사한 결론을 내리고 있다.

유로존은 출범 이후 10년 동안 유로존 국가 간의 환율위험을 근원적으로 차단시켰으며, 거래비용 감소시켜 역내무역을 증진시켰으며, 물가상승률 억제 및 금리인하를 통해 안정적인 경제환경 조성에 크게 기여한 것으로 평가받았다.[5] 그러나 2008년 미국의 서브프라임 모기지 사태로 발생한 글로벌 경제위기는 유럽경제에 금융, 무역경로를 통해 충격을 주었으며, 이에 대응하는 과정에서 재정위기가 발생하게 되었다. 호경기 때 감춰져있었던 통화체제로서 유로존의 결함이 드러나기 시작한 것이다.

본고에서는 3년째 진행 중인 유럽재정위기의 전개과정을 살펴보고 유로존 차원의 대응과정을 분석해 보도록 한다. 또한 앞으로 유로존이 재정위기를 극복하고, 통화공동체를 유지하기 위한 개혁의 방향을 전망해 보도록 한다. 이를 위해 먼저 2장에서는 유럽재정위기의 전개과정을 살펴보도록 한다. 3장에서는 유로존 국가들의 대응을 분석해 보도록 한다. EU와 유로존 경제운영의 원칙 상 재정정책은 개별 국가 소관이며, 따라서 재정위기에 대한 대응도 일정 부분 개별국가 차원에서 주도될 수 밖에 없다. 그러나 재정위기에 대한 대응과정에서 유로존 차원의 대응이 특히 부각되었고, 개별국가와 EU 공동체 차원의 이분법적 접근방식이 변화하고 있으므로, 이에 대한 검토가 필요하다. 제4장에서는 지금까지의 대응방안을 평가하고, 앞으로 유로존이 재정위기를 극복하고 통화공동체를 유지하기 위한 개혁의 방향을 전망해 보고자 한다.

2. 유럽재정위기의 전개과정

유럽재정위기의 시발점은 2010년 초 그리스에 대한 구제금융 논의에서부터 시작되었다고 볼 수 있으나, 보다 근본적인 출발은 글로벌 금융위기에서부터 시작되었다고 볼 수 있다. 유럽재정위기는 그 추이에 따라 3개의 다소 다른 재정위기로 구분해 볼 수 있다.[6]

1) 1차 재정위기: 2010년 1~6월

1차 재정위기는 그리스 구제금융(2010년 5월)을 전후한 기간으로 그 여파가 그리

5) 유로화 도입의 성과에 관한 문헌은 도입 10년 후에 발표된 EU 집행위원회의 보고서(European Commission 2009)가 잘 정리하고 있다.
6) 재정위기에 대한 구분은 엄격한 기준에 따른 것이기 보다는 재정위기의 대상국가와 파급효과, 유로존의 대응과정을 고려하여 논의의 편의상 구분한 것임.

스에만 한정되었다. 그리스 외에도 PIGS 또는 PIIGS의 신조어[7]가 등장하며, 남유럽 국가들의 신용등급이 연쇄적으로 하향 조정되기 시작하였으나, 남유럽 국가들이 연쇄적으로 구제금융을 신청하게 될 곳이라는 우려는 적었다. 그리스의 재정위기가 주변국으로 확산되어 갈 수 있다는 우려는 있었으나, 그리스 경제가 EU 경제의 1.8%에 불과하다는 점을 감안할 때, 그 여파는 통제가 가능할 것이라는 견해가 지배적이었다. 구제금융 규모는 4월까지 450억 유로 수준으로 합의가 되었으나, 구제금융 확정에도 불구, 그리스의 신용등급이 강등되고 시장의 신뢰가 급속히 악화되자, 막판 협상을 통해 1,100억 유로로 증액되었다.

구제금융은 2년의 지원 후 그리스 경제가 정상화될 것이라는 가정 하에 이루어졌다. 2010년 5월에 합의된 그리스에 대한 1차 구제금융은 2012년부터 그리스 정부의 자체적인 국채발행이 가능할 것이라는 전제 하에 이루어졌다.[8] 이러한 유동성 지원 조치의 이면에는 ① 그리스의 경제위기가 유동성 위기(liquidity crisis)라는 판단과 ② 경기회복에 대한 기대, ③ 유로존 차원의 제도적 대응책 미비, ④ 독일 vs. 프랑스로 대표되는 유로존 내의 역학구조 등이 자리잡고 있다. 실제로 그리스 구제금융 이후 유럽의 금융시장은 다시 안정적인 모습을 보였고 유럽경제는 회복세를 보였다.

이 시기 재정위기의 특징은 유로화 도입 이후 축소되었던 유로화 사용국 간의 국채금리가 확대되기 시작한 첫 번째 시점이었으며, 유로존 국가에 대한 첫 번째 구제금융이었다는 점을 들 수 있다. 또한 재정위기에 대한 해결방향에 있어서 개별책임론과 재정통합에 관한 견해의 충돌이 수면 위로 부상하기 시작했다.[9]

2) 2차 재정위기: 2010년 11월~2011년 4월

그리스 구제금융 이후 유럽재정위기는 봉합국면을 보였으나, 같은 해 11월 아일랜드가 구제금융을 신청하면서 재정위기는 다시 부각되었다. 그리스 다음으로 취약국가로 지적되었던 포르투갈도 구제금융에 반대하던 소크라테스 총리가 사임하면

---

7) PIIGS는 재정위기에 직면한 포르투갈(P), 아일랜드(I), 이탈리아(I), 그리스(G), 스페인(S)의 영문이니셜을 조합한 대중매체용 합성어로 경우에 따라 아일랜드, 이탈리아 중 1국을 제외하여 PIGS로 지칭하기도 한다.

8) Ministry of Fiance, Greece, Greece: Medium-Term Fiscal Strategy 2012-15

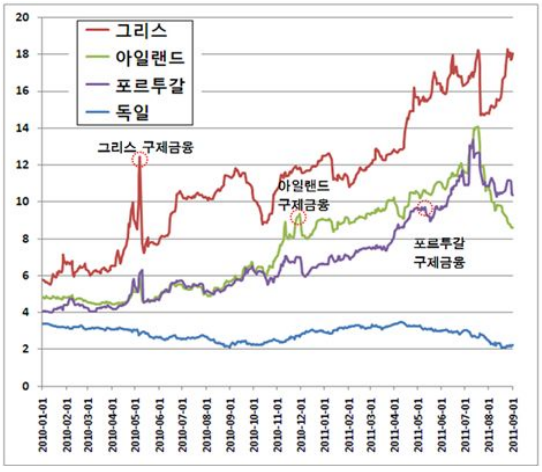
9) 대표적인 예는 프랑스와 독일의 구제금융에 대한 입장 차이를 들 수 있다. 프랑스를 비롯한 남유럽 국가들은 EU 내의 구제금융을 주장하였던데 반해, 독일은 IMF와의 병행지원을 주장했다. 구제금융 여부는 2010년 4월 초에 결정이 되었는데, 결정 직전에 가서야 IMF의 개입이 결정되었다. 구제금융 시 IMF와의 병행지원은 아일랜드, 포르투갈 구제금융에서도 적용되어, EU와 IMF의 지원규모는 2:1이 유지되었다. 독일이 IMF의 병행지원을 주장한 배경으로는 ① 독일의 재원부담에 대한 우려와 이에 대한 독일 여론의 악화, ② 엄격한 재정준칙을 강조하는 독일의 보수적 입장, ③ 구제금융국의 도덕적 해이에 대한 우려 등이 지적될 수 있다. 구제금융의 금리에 있어서도 독일은 시장금리에 가까운 6.0~6.5%의 금리를 주장한 반면, 프랑스를 위시한 여타국은 4.0~4.5%의 저금리를 주장하여 상반된 입장을 보였다.

서, 2011년 4월 구제금융을 신청하였다.

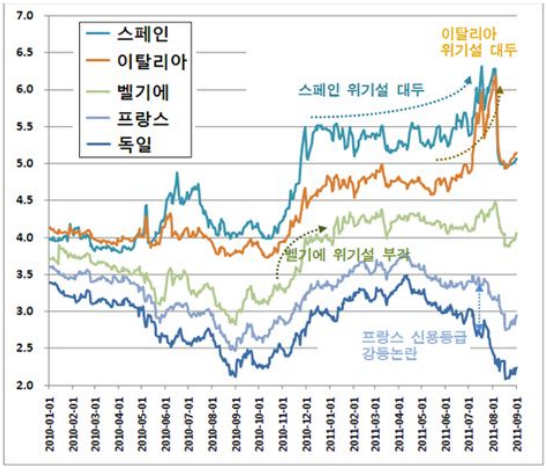
아일랜드 재정위기의 배경은 그리스의 경우와는 상당히 다르다. 1990년대 외자유치, 수출산업 확대로 고도성장을 기록한 아일랜드는 '켈틱 타이어'로 격찬을 받은 바 있으며, EU 회원국 중 가장 국민소득이 높은 국가에 속한다. 대부분의 남유럽 국가들이 대규모의 무역수지 적자를 기록하는데 반해, 아일랜드는 매년 GDP의 20%를 초과하는 무역수지 흑자를 기록하여 왔으며 견고한 제조업 기반을 갖추고 있어, 산업경쟁력이 뛰어나다는 평가를 받아왔다. 아일랜드 재정위기의 원인은 부동산 버블의 붕괴에 따른 금융권의 부실과 이를 정상화하기 위한 공적자금의 투입이 결정적인 원인이다. 따라서 방만한 재정운영과 만성적인 경상수지 적자에 따라 대외채무가 누적되어 온 그리스의 사례와는 큰 차이를 보인다. 포르투갈의 재정위기는 무엇보다 만성적인 저성장으로 인한 세입-세출의 불균형과 채무상환 능력의 감소를 주된 원인으로 볼 수 있다. 포루투갈에 대한 구제금융 직후, 유로존의 관심은 그리스에 대한 채무재조정 문제에 집중되었는데, 이 무렵부터는 재정위기가 유동성 위기가 아닌 채무위기라는 인식이 확산되기 시작하였다.

이 기간의 구제금융은 비교적 체계적으로 이루어졌다. 그리스 구제금융의 경우, EU 차원의 구제금융 체제가 갖춰있지 않았으므로, 유로존의 구제금융은 양자적 차원의 차관형식으로 이루어졌다. 그러나 그리스 구제금융 직후 유로존 차원의 대응체제인 유럽재정안정기금(EFSF)이 설립되었으므로, 이 시기에는 IMF와 EFSF를 통한 지원이 보다 체계적으로 이루어 졌다.

<그림 1> 그리스, 아일랜드 포르투갈의 국채금리(10년 만기)와 구제금융 시기



<그림 2> 유로존 주요국의 국채금리(10년 만기)와 위기설



3) 3차 재정위기: 2011년 7월 이후

3차 재정위기는 2011년 7월 이탈리아의 10년 만기국채 금리가 급상승하면서 시작되었다. 이탈리아의 국가채무는 GDP 대비 120%로 총액규모에 있어서는 유럽의 최대규모이다. 구제금융국의 국가채무가 2008년 글로벌 금융위기 동안 갑자기 증가한 것과 달리 이탈리아의 높은 국가채무는 만성적인 성격으로 지적을 받아왔다. 높은 국가채무에도 불구, 재정이 유지될 수 있었던 이유는 유로화 도입 이후 낮게 유지된 국채금리 덕분인데, 이러한 의미에서 이탈리아는 '유럽의 일본'으로 지칭되어 왔다. 이탈리아는 대부분의 기간 동안 기초재정수지에 있어서는 균형재정을 유지하고 있어, 그리스의 사례와 같이 방만한 재정운영으로 평가하는 데에는 무리가 있다.[10] 유로화 도입 이후의 낮은 금리가 국가채무에 대한 이자지급 비용을 낮춰 긴축을 통한 재정건전화의 동기를 약화시켰다고 보는 것이 맞다.

그리스, 아일랜드, 포르투갈의 경우와 달리, 이탈리아의 위기는 유럽재정위기의 전개과정에서 특별한 의미를 갖는다. 첫째로 높은 국가채무 수준과 재정의 지속가능성에 관한 의문이다. 유로화 도입 이후 낮은 국채금리로 인해 유로존 회원국의 국가채무 수준은 크게 늘어났다. 국채금리가 하락한 이유유로화의 도입으로 인한 환위험의 감소와 단일통화 사용국 암묵적인 보증이라는 착시효과로 인해 금융시장이 전체 유로존을 하나의 경제단위로 인식했기 때문이다. 그러나 국가 간의 국채금리 격차는 글로벌 금융위기 이후 확대되기 시작하였으며, 그리스 구제금융 시점부터는 상이하게 진행되고 있다. 특히 유로존 내의 재정위기국은 기존에 국채금리 하락에 기여한 '유로화 프리미엄'이 적절한 통화정책의 결여, 유로존 탈퇴의 잠재적 리스크 등으로 인해 마이너스로 전환되고 있다(De Gros and Ji 2012). 유로존 내 일부 재정위기국의 경우 국채금리가 유사한 경제상황의 비유로존 회원국의 경우보다 높게 형성되는 상황마저 전개되는 것이다. 이탈리아의 경우처럼 국채금리가 급격하게 상승할 경우, 기존의 유로화 프리미엄에 의거, 많은 국가채무를 유지해 왔던 유로존 국가들은 순식간에 채무위기에 봉착할 수 있다. 두 번째 문제는 유로존의 이탈리아의 경제규모에 있다. 이탈리아는 세계 7위의 경제대국으로 경제규모가 그리스보다 7배 이상 크다. 따라서 유로존과 세계경제에 대한 파급효과도 더 클 수밖에 없다. 이탈리아의 위기 가능성이 고조되면서 위기는 인접국인 프랑스와 그 외의 서유럽 국가, 그리고 동유럽으로 확대되는 양상을 보였다. 무엇보다 금융부문은 유럽

10) (Piergallini and Postigliola)는 1861-2009의 장기 시계열 데이터 분석을 통해 과도한 국가채무가 누적될 경우 재정의 지속가능성을 위해 이탈리아 정부가 교정조치를 취했다는 점을 실증적으로 밝히고 있다.

내 경제통합이 가장 진전된 분야로 유럽 금융기관 간의 채무관계는 서로 얽혀있어 위기가 전이될 수밖에 없는 구조를 갖고 있다. 또한 무역측면에서도 EU는 총교역의 65%가 역내에서 이루어져 이탈리아나 프랑스와 같은 대형국가의 경기침체는 모든 유럽국가의 소비·투자를 압박하게 된다.

<표 1> 유로존 은행권의 익스포저 관계(2011년 12월 백만 달러)

채무국 / 채권은행	그리스		아일랜드		포르투갈		스페인		이탈리아	
유럽계	90,473	94%	330,432	81%	164,006	96%	512,944	88%	645,133	90%
프랑스	44,353	46%	27,462	7%	21,760	13%	114,702	20%	332,345	46%
독일	13,355	14%	95,329	23%	30,208	18%	146,096	25%	133,954	19%
이탈리아	2,186	2%	15,457	4%	3,183	2%	27,726	5%		0%
영국	10,537	11%	127,380	31%	20,940	12%	83,129	14%	59,356	8%
그리스		0%	474	0%	51	0%	291	0%	444	0%
아일랜드	192	0%		0%	568	0%	4,944	1%	1,306	0%
포르투갈	8,121	8%	4,340	1%		0%	23,116	4%	2,209	0%
스페인	969	1%	7,844	2%	75,951	45%		0%	30,970	4%

주: %는 총 채무 중 비중을 뜻함.
자료: BIS.

4) 더블딥의 확산: 2011년 말 ~

이탈리아 위기설은 3단계를 거치면서 전체 유럽경제를 압박하였다. 첫 번째 단계는 프랑스 금융권의 부실화이다. 2011년 3월 프랑스 대형은행들의 PIIGS(포르투갈, 아일랜드, 이탈리아, 그리스, 스페인) 국가들에 대한 익스포저는 6,807억 달러로 이 중 이탈리아에 대한 익스포저는 4,164억 달러에 달한다. 이탈리아 전체 대외채무의 45%가 프랑스 은행들에 대한 채무로이탈리아의 재정위기는 프랑스 금융권에 즉각적인 영향을 끼칠 수밖에 없다.

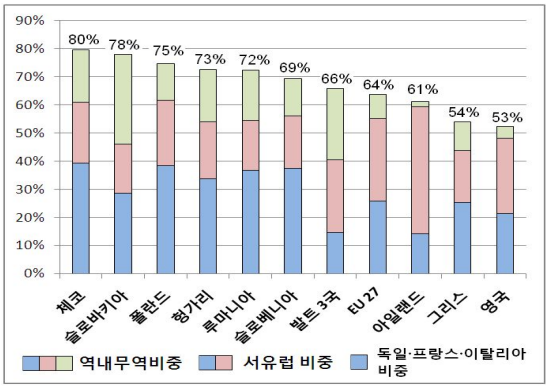
두 번째 단계는 전체 유로존 국가들에 대한 신용등급 하향조정이다. 이탈리아 위기설 대두 이전에 신용평가기관들의 신용등급 하향조정은 재정위기국에 국한되었다. 그러나 이탈리아 위기설 발생 이후부터는 전체 유로존 국가들에 대해 부정적인 견해를 보이기 시작했다. S&P는 AAA 등급을 부여받고 있는 6개국(독일, 프랑스, 네덜란드, 오스트리아, 핀란드, 룩셈부르크)을 비롯하여 15개 유로화 사용국의 신용등급을 강등할 수 있다고 경고(2011.12.05)하였으며, 실제로 프랑스의 신용등급을 AAA에서 AA+로 강등(2012.01.13)하기에 이른다.[11] Moody's는 벨기에의 신용등급

11) S&P의 프랑스 신용등급 강등은 1976년 이후 처음있는 조치로, 이로 인해 S&P는 EFSF의 신용등급 또한 AAA에서 AA+로 강등(2012.01.16)하였다.

을 두 단계(Aa1→Aa3) 강등(2011.12.06)하였고, Fitch는 프랑스의 신용등급 전망을 부정적으로 하향조정(2011.12.17)하였다. 유럽 주요국에 대한 잇단 신용등급 하향조정의 배경에는 국가별 요인(국가채무 수준, 경제성장률) 외에도 유로존 전체차원에서 전반적인 차입조건이 악화되고 현실적인 해결책과 신뢰할 수 있는 금융안정망이 부재한 점 등 공통의 요인이 크게 작용하고 있다. 2011년 11월~2012년 2월 사이 유로존 국가 17개국 중 AAA 4개국을 제외한 13개국의 신용등급이 강등되었다.[12)]

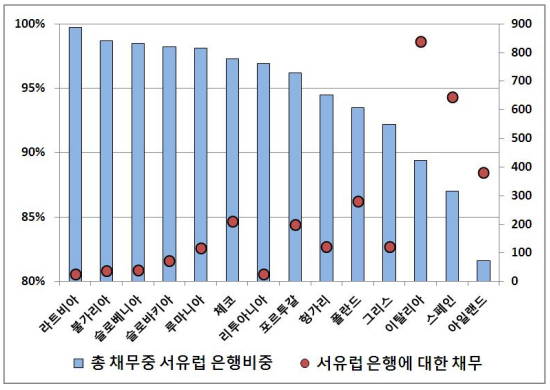
세 번째로 서유럽 금융기관들의 디레버리징 가능성이 제기되는 가운데, 일부 동유럽 국가들의 거시경제 지표가 악화되고 있어 재정위기가 동유럽으로 전이될 수 있다 것이다. 2008년 말부터 2009년 초 서유럽 금융기관들의 디레버리징과 동유럽 통화의 가치하락에 따라 동유럽 국가들은 유동성 위기를 겪은 바 있다. 동유럽 국가들은 서유럽에 대한 높은 무역·금융 의존도로 인해 글로벌 금융위기 직후 발생한 동유럽 위기와 유사한 패턴의 위기에 노출되었다.[13)] 현재 재정위기국 국채에 대한 손실로 인해 서유럽 금융기관들은 동유럽에 대한 익스포저를 줄이고 있어, 향후 자기자본확충을 위해 서유럽 금융기관들의 자산회수가 본격화될 소지가 있다. 실제로 유럽재정위기 발생 이후 처음으로 헝가리가 EU와 IMF에 금융지원을 요청(2011.11.21)한데 이어 신용평가기관들은 동유럽 국가들의 신용등급을 하향조정하기 시작하였다.

<그림 3> 역내 무역비중(2010년)



자료: 유럽통계청(Eurostat).

<그림 4> 총 대외채무 중 서유럽 은행권의 비중



자료: BIS(2011년 6월 말 기준)

12) 재정위기 발생(2009년 말) 이후 유로존 국가 중 신용등급(S&P 기준)이 상향조정된 사례는 에스토니아(2011년 유로존 가입)가 유일하며, AAA 등급국가의 수는 9개국에서 4개국으로 감소하였다.

13) 동유럽 국가들은 서유럽에 대한 무역의존도가 66~80%에 달할 정도로 높으며, 90% 이상의 차입을 서유럽 금융기관에서 하므로 서유럽의 경기변동에 직접적으로 노출될 수밖에 없는 구조를 갖고 있다.

재정위기의 여파로 유럽경제는 2011년 4/4분기부터 위축세를 보이기 시작하여, 2012년 초에는 경기침체에 들어서기 시작했다. EU 집행위원회는 2012년 EU와 유로존의 경제성장률을 각각 0.0%와 -0.3%로 전망하고 있는데, 일부 전망기관들은 유럽 재정위기의 추이에 따라 -3~4%에 이를 수 있음을 경고하고 있다. 물론 이러한 예상은 비관적 시나리오에 입각한 것으로 경제상황을 고려할 때 현실화될 가능성은 낮다. 그러나 주목할 점은 지금까지 0%대의 저성장(또는 마이너스 성장)이 재정위기국에서만 나타나는 현상이었다면, 2012년부터는 독일, 프랑스를 비롯하여 비유로 국가인 영국 또한 저성장에 직면하였으며, 글로벌 경제위기 이후 높은 성장률을 보였던 북유럽 국가들도 경기하강을 겪고 있다. 유럽의 경기는 경기침체 시 동조화되는 현상이 강하며 경기회복 시에는 경제여건에 따라 탈동조화 현상을 보이는 것이 일반적인데, 2008-9년의 경제위기 이후 ①침체(동조화, 2009년)→②회복(탈동조화 2010~11년)→③침체(동조화, 2011년 하반기)의 패턴을 반복해서 보이고 있는 것이다.

3. 유로존의 공동대응

재정위기의 추이를 시기 별로 구분할 수 있듯이, 재정위기에 대한 대응도 시기별로 구분해 볼 수 있다. 그리스의 구제금융 신청으로 촉발된 재정위기 초기, 유로존의 대응은 그리스에 대한 지원과 그리스 국채의 채무재조정에 집중되었다. 초기의 대응책은 재정위기를 그리스만의 문제로 간주하였던데 반해, 아일랜드와 포르투갈에 이어 유로존 3위의 대국인 이탈리아의 위기설이 부상하자, 유로존의 대응은 점차 회원국 간의 협의를 거쳐 금융안정망과 재정준칙의 강화와 같은 범유로존의 종합대책으로 발전하였다.

1) 금융안정망의 설립: EFSF/ESM의 설립

그리스 구제금융은 유로존 회원국에 대한 첫 번째 구제금융으로 EU 내에는 재정위기에 대한 제도적 대응방안이 갖춰져 있지 못했다. 재정위기가 확산된 되에는 제도적 해결책의 부재한 상황에서 정치적 합의를 통해 해결책을 만들어야 하는 유로존의 특수성에도 기인한다.[14)]

14) EU는 통화공동체 출범 이전인 1992년 마스트리트 조약 체결에서부터 이점을 명확하게 규정하고 있다. EU 기능조약 125조는 EU 공동체는 회원국 정부, 지자체, 공공조직체가 가지고 있는 어떠한 채무에 대해서도 책임을 지지 않음을 규정하고 있다. 일명 지급불능조항(no bail-out clause)라고 명명된 본 규정은 재정정책은 결국 개별 회원국의 소관임을 명확히 하는 동시에 EU와 유로존 가입 시 발생할 수 있는 도덕적 해이를 방지하기 위해 만들어졌다.

그리스 구제금융 직후인 2010년 5월 10일 유로존 회원국은 유럽재정안정기금(European Financial Stability Facility, EFSF)을 설립하였다. EFSF는 일종의 특수목적법인으로 유로존 회원국이 구제금융 신청 시 채권을 발행하여 자금을 조달하며, 유로존 회원국은 ECB의 출자비중에 따라 동채권의 지급을 보증한다. EFSF는 2011년 1월 25일 아일랜드 구제금융을 위해 5년 만기 50억 유로의 채권을 발행했다. 채권 금리는 2.75%로 비교적 낮은 금리로 발행되었는데, 그리스에 대한 구제금융에 5%의 금리가 적용되었던 점을 감안하면, 낮은 금리임을 알 수 있다.

EFSF의 운영초기부터 두 가지 문제점이 계속 대두되었다. 첫째는 EFSF가 한시적인 기구라는 점이다. EU 기능조약 125조는 EU 공동체 차원에서 유로존 회원국에 대한 재정지원을 금지하고 있다. 단, 100조 2항에는 자연재해나 통제를 벗어난 예외적 상황의 경우 EU 차원의 재정지원이 가능하도록 되어 있는데, EFSF의 설립은 100조 2항을 유권해석하여 설립되었다고 볼 수 있다. 따라서 한시적 성격의 기구이며, 이후 상설적인 금융안정망을 설립할 필요가 있었다. 두 번째는 EFSF의 규모에 관한 문제이다. 초기 EFSF의 가용재원은 4,400억 유로였으나, EFSF의 신용등급을 AAA로 유지하기 위해서는 채권발행 이후 일부를 현금유보로 남겨놓아야 할 필요성이 있어, 실질적인 최대지원규모는 2,500억 유로 수준이었다. 2,500억 유로는 그리스, 아일랜드, 포르투갈과 같은 작은 규모의 국가들을 지원하는 것은 가능하나, 재정우려국으로 평가받는 스페인을 지원하기에는 역부족인 규모로 평가받았다. 따라서 시장의 신뢰를 얻기 위해서는 가용규모를 확대해야한다 주장이 계속 제기되었다.

첫 번째 문제에 대한 해결을 위해서는 상설기구인 유럽안정메커니즘(European Stability Mechanism, ESM)의 설립이 확정되었다. 2013년 7월부터 가동을 목표로 설립되는 ESM은 상설조직으로 운영이 되도록 하였다. ESM의 재원규모는 5,000억 유로로 결정되었다. 상설기구라는 점 외에 EFSF와 구분되는 ESM의 특징은 800억 유로의 납입자본금이 있어, EFSF에 비해 가시적이라는 점과 구제금융 지원 시 출자국의 만장일치가 아닌, 85%의 찬성으로 지원여부를 결정할 수 있다는 점이다.[15)]

두 번째 문제에 대해서는 몇 단계로 나뉘어져 논의되었다. 먼저 EFSF의 확대는 2011년 2월부터 본격적으로 제기되기 시작하여, 2011년 7월 21일의 유로존 정상회의에서 확대결정이 이루어졌다. 2011년 10월까지 출자국 의회의 표결을 거쳐 완료되었다. 출자국의 EFSF 채권에 대한 보증규모는 7,260억 유로로 확대되어 실질적인

15) 2011년 4월 핀란드의 총선에서는 포르투갈의 구제금융에 EFSF의 사용을 반대하는 진짜 핀란드 당(True Finn)이 득세하며 제 3당의 입지를 구축한 바 있다. 2011년 2월 유로존 정상회의에서 논의되었던 EFSF의 가용재원 확대계획은 최종 논의가 6월까지 연기된 바있는데, 이는 핀란드의 연정구성 추이를 주기하기 위한 이유가 크게 작용했다.

가용재원은 4,400억 유로로 확대되었다. 그러나 2011년 하반기부터 이탈리아 위기설이 대두되자 EFSF의 가용재원으로는 스페인, 이탈리아 등 유로존 대형국가에 대한 지원이 어려워, 1조 유로 이상으로 확대해야 한다는 주장이 거듭 제기되었다. 이를 위해서는 레버리지 방식을 활용하여 실질적인 보증규모를 확대하는 방안이 거론되기 시작하였다.

2011년 12월 9일의 EU 정상회의에서는 ESM에 대한 조기도입 조치가 결정되었다. 본 회의에서는 EFSF 레버리지를 조속하게 시행하고, ESM을 1년 앞당겨 조기도입(2012년 7월)하는데 합의하였다. 또한 EFSF와 ESM의 재원규모를 5,000억 유로로 하되, 2012년 3월 확대여부를 결정하기로 하였다. 또한 유로존 회원국들이 IMF에 양자차관형식으로 2,000억 유로의 자금을 제공함으로써, 유로존 일부국가의 재정위기 시 IMF가 지원할 수 있도록 역량을 강화하였다. 실제로 3월 30일에 개최된 유로존 재무장관회의에서는 EFSF와 ESM을 합친 구제기금의 규모를 5,000억 유로에서 7,000억 유로로 확대하는데 합의를 하였다. 이는 EFSF의 기존 대출액 2,000억 유로(구제금융 3국에 집행하기로 한 기존의 대출금)에 ESM의 5,000억 유로를 합친 구조이다. 기금의 확대에는 독일이 반대하는 입장을 보였다. 그러나 예상치(1조 유로 내외) 보다 낮은 수준의 구제금융 규모로, 소극적 수준의 기금확대로 평가받고 있다.

2) 신재정협약(Fiscal Pact)

기존의 안정·성장협약(Stability and Groth Pact)는 재정적자 수준을 GDP 대비 3% 이내, 국가채무를 GDP 대비 60% 이내로 유지하도록 규정하고 있다. 그러나 글로벌 금융위기 이전, 이에 대한 위반사례가 속출한 바 있으며 SGP는 절대적인 준칙이라기보다는 재정운영의 형식적인 기준으로 여겨지는 경우가 많았다.[16]

엄격한 재정준칙의 적용에 대해서는 독일이 가장 적극적인 입장을 취해왔다. 독일은 유럽의 경기침체가 끝나기도 전에 확장적 재정정책에 대한 출구전략으로 800억 유로의 재정감축안을 발표한 바 있으며, 이와 함께 '재정수지 건전화법'을 제정한 바 있다. 재정적자 상한선을 명시하고 있는 이 법은 EU 차원의 SGP를 유로존 회원국 중에서는 최초로 국내 법제화한 사례이다.[17]

---

16) SGP 위반에 대한 제재는 EU 이사회에서의 가중다수결 결정에 의해 이루어지므로, 정치적 타협의 여지가 강했다. 2003년 독일과 프랑스가 SGP의 재정적자 기준을 위반한 바 있으나, EU 이사회에서 제재결의안을 채택하는 실패한 바 있다. 포르투갈(2002)과 그리스(2005)에 대해서는 재제절차를 채택한 바 있으나, 실질적으로는 미적용하였다. 결국 글로벌 금융위기 전 SGP 위반사례는 30여 차례에 달하나, 실제로 제재가 적용된 사례는 전무하여, 재정준칙의 실효성에 대한 의문이 제기되었다.

17) 재정건전화 법(Schuldenbremse; debt brake)은 2015년부터 GDP 대비 0.35% 이내로 구조적자(적자 중 경기변동에 의한 부분과 일회성 지출을 제외한 부분)를 맞출 것을 규정하고 주정부는 2019년부터 재정균형을 달성해야 함을 명시하고 있다. 자연재해나 극심한 불경기 등 긴급상황 시에는 재정적자의 초과가 가능하나, 이

메르켈 총리는 2011년 2월 EU 정상회의에서 '경쟁력 협약'을 제시하였다. 이 제안은 각국이 제정적자 상한선을 국내법제화 할 것을 제안하고 있다. 당시 경쟁력 협약은 재정적자 상한선 이외에도 물가임금 연동제의 폐지 등을 포함하고 있으며, 다른 유로존 회원국과의 협의를 거치지 않은 상태에서 발표되어, 회원국들의 반발을 불러일으킨 바 있으나, 2011년 중 지속적인 협상이 진행되었다.[18]

2011년 12월 9일의 EU 정상회담에서는 재정적자 상한선을 명시하는 신재정협약이 채택되었으며, 2012년 3월 초에는 영국과 체코를 제외한 25개국이 이에 대해 서명을 하였다.[19] 신재정협약은 통합재정수지를 균형재정을 명시하고 있으며, 연간 구조적 재정적자를 GDP 대비 0.5% 이내로 유지하고, 이를 헌법 또는 유사한 지위를 갖는 법으로 법제화하는 것을 골자로 한다. 위반 시에는 EU 법원을 통한 재정적 제재를 명시하고 있는데, 이보다 앞서 개정된 SGP 위반에 대한 제재 강화도 병행하여 시행된다.[20]

<표 2> 신재정협약의 주요내용

	주요내용
합의국가	• EU 회원국 중 영국, 체코를 제외한 25개국 • 체코의 경우 헌법상의 이유(의회비준의 난항)로 합의에 동참하지 않았으나, 향후 동참이 예상 • 영국이 불참함으로, 본 협약은 EU 차원의 공동체법이 아닌 EU 공동체 외부에서 다수 국가간에 체결된 협정(Intergovernmental agreement) 임.
재정적자 상한선(황금률) 제정	• 황금률(재정적자 GDP 3%, 국가채무 GDP 60%) 위반 시 벌금 부과 • 부채상환이나 재정수입의 감소 등 '구조적 재정적자' 시 GDP의 0.5%까지 추가인정(제정적자 상한선) • 국가채무가 GDP 대비 60% 미만인 경우에는 구조적 재정적자를 1% 추가 인정 • 재정적자 상한선을 헌법 또는 유사한 지위의 법으로 국내법제화할 것(독일은 2010년 이미 자체적으로 법제화, 2016년부터 시행) • 재정적자 상한선을 초과할 경우 자동적인 교정메커니즘을 마련해 놓을 것
유럽사법재	• 협약 회원국은 다른 회원국의 재정 황금률 국내 법제화 여부를 감시하

경우 의회의 동의를 얻도록 함으로써 정부의 호혜성 재정지출의 여지를 가능한 줄인 것이 특징이다.

18) 독일의 메르켈(Angela Merkel) 총리는 2011년 2월 유로존 정상회의에서 경쟁력 협약(Pact for Competitiveness)을 제안한 바 있다. 본 협약에서는 각국이 물가-임금연동제(indexation)를 폐지할 것을 제안하고 있다. 메르켈 총리의 주장은 물가상승이 임금상승으로 연결되는 연동제가 폐지될 경우 임금인상 억제 효과를 갖게되어 산업경쟁력이 향상에 기여할 수 있다는 것이다. 이 제안은 회원국들과의 사전협의가 없었다는 점에서 지지를 얻지는 못하였으나, 민간부문의 경쟁력강화를 위한 실질적인 방안을 제시했다는 점에서는 의미를 갖는다

19) 신재정협약의 공식명칭은 다음과 같다. Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union (TSCG)

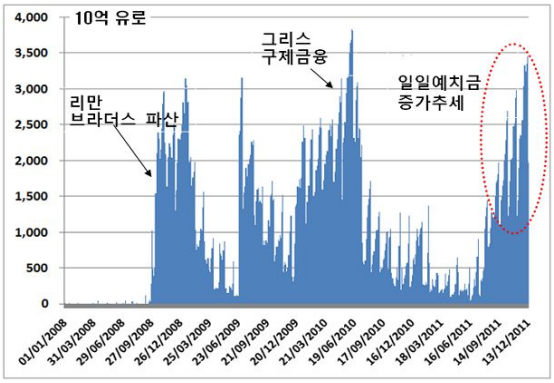
20) EU는 재정위기의 원인 중 상당부분이 재정준칙의 미준수에 기인한다고 판단하고 2010년 9월 부터 SGP의 실효성을 강화하고 회원국 간의 거시경제격차를 교정하기 위한 법적절차를 시작하였다. 그 결과 2011년 12월에는 5개의 규정(regulation)과 1개의 지침(directive)로 구성된 Six-Pack 법안이 채택되어 발효되었다.

판소(ECJ)의 검증의무화	고, 위반시 ECJ에 제소가 가능 • 협약의 회원국이 재정 황금률을 국내법에 제대로 법제화(transpose)하지 않았을 경우 이를 ECJ가 확인한 후 위반국 GDP의 0.1%에 해당하는 벌금을 부과 • 벌금은 유로화 사용국의 경우 유럽안정메커니즘(ESM) 재원으로 편입되고, 비유로화 사용국의 경우 EU 일반예산으로 편입됨.
조정 메커니즘 설립	• 협약 회원국은 국채발행 계획을 EU 집행위와 이사회에 사전통보
유로존 회원국 정상회의 정례화	• 연 2회 이상 유로존 정상회의 개최
일정	• 12개국이 비준하면 협약발효, 2013년 1월부터 시행

3) 유럽중앙은행의 개입

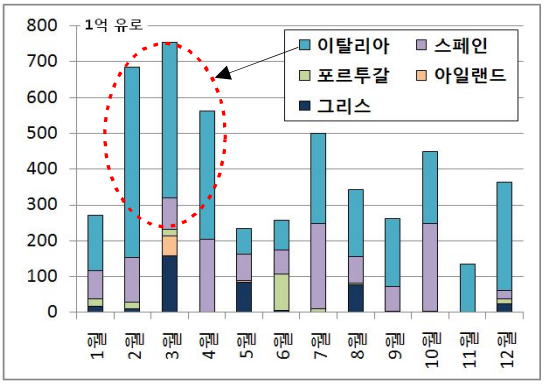
한편 재정위기에 대한 대응과정에서 주목할 만한 점은 유럽중앙은행(ECB)의 정책 변화이다. 그동안 재정준칙을 강화하고, 금융안정망을 확립하는 것이 위기확산 방지를 위해 필수적인 정책이나, 이는 중장기적인 대응방안으로 단기적으로 시장의 불안을 해소시키기에는 불충한 것으로 평가되었다. 따라서 단기적으로 가장 확실한 방안인 ECB의 시장개입확대가 지속적으로 요구되어 왔다. 특히 2011년 말 글로벌 금융위기 때에 비견될 수 있는 신용경색의 징후가 뚜렷이 나타나기 시작했고, 2012년 2~4월 대규모의 국채만기가 예정되어 있다는 점에서 제도적 변화를 통한 대응 외에도 통화정책을 통한 즉각적인 대응에 대한 목소리가 높아졌다.

그림 5. ECB에 대한 일일예치금 추이



주: 은행들은 은행간(inter-bank) 금리보다 훨씬 낮은 금리로 ECB에 자금을 예치할 수 있는데, ECB에 일일예치금이 늘어난다는 것은 은행 자금시장(interbank lending market)이 신용경색으로 인해 악화되고 있음을 의미함.
자료: ECB.

그림 6. PIIGS 국가들의 2012년 만기상환 국채

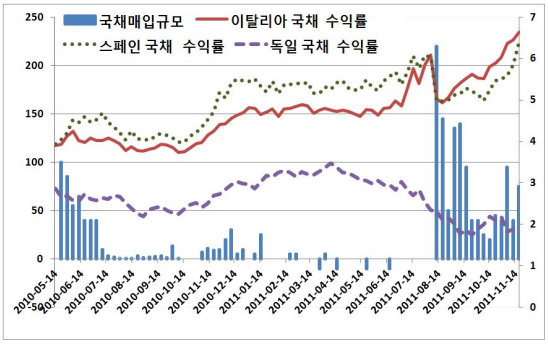


자료: Bloomberg.

ECB의 대응조치는 크게 ① 기준금리 인하를 통한 금융완화, ② 회원국의 국채매입, ③ 장기대출프로그램(LTRO)을 통한 양적완화 조치로 요약될 수 있다. 첫째, ECB는 2011년 4월 기준금리를 인상함으로써 주요국 중앙은행 중에서 최초로 기준금리 인상을 통한 출구전략을 실시하였으나, 경기위축을 반영하여 11~12월 두 차례에 걸쳐 기준금리를 인하(1.50 → 1.0%) 하였다. 둘째, 2010년 5월 이래 국채매입프로그램(SMP)에 따라 유통시장에서 회원국의 국채를 매입하여 왔다. 초기에는 주로 그리스 국채를 매입하여왔으나 2011년 8월 이후에는 이탈리아와 스페인 국채를 집중적으로 매입하여, 2012년 2월 2,193억 유로의 회원국 국채를 보유하고 있는 것으로 파악된다. SMP는 8~9월 기간 중 이탈리아의 국채금리을 낮추는 데에는 크게 기여한 것으로 평가받는다.

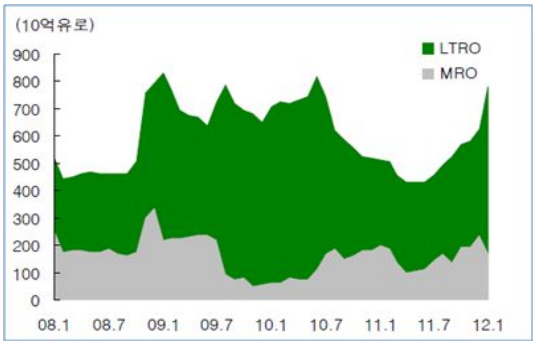
가장 최근에 이루어진 조치로는 두 차례에 걸친 장기대출프로그램(LTRO)을 들 수 있는데, ECB는 2011년 12월과 2012년 2월 두 차례에 걸쳐 각각 4,892억 유로와 5,295억 유로를 3년 만기, 1%의 저리로 시중은행에 공급하는 조치를 취했다. 금리인하와 저리대출자금에 힘입어, 시중은행들은 수익률이 높은 국채를 매입하였고, 이는 이탈리아, 스페인의 국채금리 하락에 크게 기여한 것으로 평가받는다. ECB의 양적완화 조치는 은행의 구조조정이나 자본확충과 같은 근본적인 대책이 아니라는 점에서 장기적인 해결책이 되지 못한다는 비판이 있으나, 단기적으로는 국채금리를 낮추는데 성공하여, 유동성 위기 측면에서는 재정위기를 억제하는데 기여하였다고 볼 수 있다.

<그림 7> 이탈리아와 스페인의 국채(10yr) 금리와 ECB의 채권매입프로그램



자료: Bloomberg.

<그림 8> ECB의 LTRO



자료: Bloomberg.

4. 재정위기의 해결방향

앞서 살펴본 바와 같이 재정위기에 대한 대응은 점차 유동성 위기에서 구조적 문제를 해결하는 방향으로 전개되어 왔다. 그렇다면, 재정위기 해결을 위한 기본 방향은 어떻게 논의가 되고 있을까?

1) 재정위기와 EU 통합: 개별책임론과 재정통합

유럽재정위기는 초기 유로존의 대응이 느리고, 각국 간의 입장차이가 대립하여, 금융위기에 대한 전통적인 처방인 '크고, 과감하고, 빠른 대응(BBQ: Big, Bold and Quick)에 부합하지 못한다는 평가를 받는다.[21] 특히 리만 브라더스 파산 이후 미국 정부가 실시한 금융지원과 두 차례의 양적완화(QE) 조치와 대조를 이룬다. 이는 정책결정의 미숙보다는 EU의 운영구조의 특수성에 기인하는 바가 크다할 수 있다. EU는 초기부터 초국가주의와 정부간 접근방식 간의 긴장관계에서 발전되어 왔다. 외부경제 충격에 대응하기 위한 유로존 차원의 정책조합(policy-mix)이 대표적인 예로 볼 수 있다. 재정정책은 회원국이 담당하나, 통화정책은 ECB가 독립적으로 담당하고 있으며, 통화공동체의 유지를 위해 회원국의 재정정책에 일정한 준칙을 부과하는 것이다.

일명 '공동체 운영방식(Community method)'이라고 명명된 EU의 운영체계는 초국가주의와 정부 간 접근방식을 절충하는 형식으로 이루어져 왔으며, 의도되었던 아니던 초국가적 영역이 조금씩 확대되는 방향으로 변화해 왔다. 초국가적 영역의 확대는 EU 통합의 심화로 이어져 왔다. 지금까지 유럽통합의 발전과정을 살펴보면 현 재정위기에 대한 대응에는 경제적 변수보다는 정치적 리더십과 각국의 합의도출과 같은 정치적 변수가 더 큰 영향을 끼칠 것으로 보인다. 재정위기에 대한 대응논의는 크게 개별책임론과 재정통합의 두 가지 방향으로 전개되어 왔다.

개별책임론은 재정위기의 원인이 개별국가에게 있다는 주장에 근거한다. 사실 EU는 통화공동체 출범 이전인 1992년 마스트리트 조약 체결에서부터 이점을 명확하게 규정하고 있다. EU 기능조약 125조는 EU 공동체는 회원국 정부, 지자체, 공공조직체가 가지고 있는 어떠한 채무에 대해서도 책임을 지지 않음을 규정하고 있다. 일

21) 글로벌 금융위기 발생 직후 EU 회원국은 유럽경제부흥계획(European Economic Recovery Plan)에 입각하여 2,000억 유로(EU GDP의 1.5%)의 경기부양책을 실시한 바 있다. 3Ts (timely, temporarily, targeted)로 명명된 본 경기부양책은 회원국 간의 공조 하에 선언되었으나, 그 예산의 사용과 구체적인 경기부양책은 개별 회원국 차원에서 실시되었다. 따라서 유로존 은행권에 대한 일원화된 구제금융이나 구조조정을 지원하는 것과는 거리가 멀다할 수 있다.

명 지급불능조항(no bail-out clause)라고 명명된 본 규정은 재정정책은 결국 개별 회원국의 소관임을 명확히 하는 동시에 EU와 유로존 가입 시 발생할 수 있는 도덕적 해이를 방지하기 위해 만들어졌다. 이 조항의 취지에서 볼 경우 오늘날 일부 유로존 국가가 재정위기에 봉착한 원인은 방만한 재정운용에 있다. 따라서 재정위기국에게 재정긴축과 경제전반에 걸친 강도 높은 구조조정을 요구하면서, 민간채권자를 대상으로 채무를 재조정하자는 주장이다. 이 주장은 독일 비롯하여 재정건전성이 좋은 북부유럽 국가들에 의해 주로 제기되어 왔다. 2011년 초부터 대두되어 온 그리스 채무에 대한 재조정은 민간보유 채권에 한정되었으며, 채무삭감 폭은 초기 21%에서 점차 확되대어 53.6%로 확대된 바 있다.[22] 채무재조정 시에는 우선적으로 민간 채권자들이 손실을 입게 될 수밖에 없다. 향후 이 손실은 재정위기국의 채권 발행 조건에 반영되어 국채발행이 더 어려워지게 되는 일명 '원죄 효과(original sin effect)'가 발생하게 된다. 이는 재정운영에 대한 강력한 외압으로 작용하게 된다. 결국 채무재조정 조치는 개별 회원국에게 더 엄격한 재정운영을 유인하는 한편, 개별 회원국의 책임을 강조하는 재정준칙의 확립에 기여하는 셈이다. 채무재조정에 대한 주장은 구제금융에서 가장 많은 재정비용을 감당할 수밖에 없는 독일정치권에 의해 주장되어 왔다.

두 번째 변화방향은 보다 재정통합을 강화는 방향이다. 이 주장의 배경으로는 다음과 같은 점을 지적할 수 있다. 첫째로 현재의 재정위기는 더 이상 개별국가의 대응만으로는 해결할 수 있는 범위를 벗어났다는 점이다. 유로화 도입 이후 유로존 은행 간에는 채무교차 현상이 가속화되어 은행 간의 상호의존성이 높아졌다. 그리스로부터 시작된 재정위기는 유럽금융시장의 통합과 통화공동체의 메커니즘 속에서 주변국으로의 위기 확산될 수밖에 없으며, 스페인과 이탈리아가 구제금융을 신청하는 경우, 현재 유로존이 감당할 수 없을 것이라는 의견이 지배적이다. 둘째로 유로화 도입 이후 획기적으로 줄어들었던 각국의 독일국채와의 금리 스프레드가 크게 증가하기 시작하였다는 점이다. 채무수준이 높은 유로존 국가(2011년 평균 GDP 대비 87.7%)들의 경우 국채금리가 낮게 유지되는 한 재정이 유지되나 국채금리가 가파르게 상승할 경우 순신간에 채무위기에 봉착할 수 있는 구조적 한계성을 지닌다. 이러한 맥락에서 재정통합에 관한 주장으로는 유로존 회원국들이 공동의 국채 일명 '유로본드'를 발행하자는 제안이 대표적이다.

22) 2012년 2월 21일, 유로존 재무장관회의(Ecofin)에서는 1,300억 유로의 그리스 2차 구제금융안을 승인되었다. 이와 동시에 국제금융협회(IIF)의 주도하 민간채권단이 보유 중인 국채의 53.5%(1,070)억 유로를 국채교환을 통해 탕감해 주기로 결정하였다.

유럽의 통화통합과정을 단순화시켜 표현하면 독일의 마르크화에 주변국의 화폐들이 자신들을 고정시켜온 과정으로 볼 수 있다. 유럽 최대의 시장과 안정적 통화정책을 운영해 온 독일경제의 신뢰도를 이용해 외부환경의 변화에 더 잘 견딜 수 있는 통화체제를 구축하고자 했던 것이다. 따라서 현재의 재정위기 해결의 열쇠는 독일이 쥐고 있다고 볼 수 있다. 재정위기에 관한 독일정부의 기본적인 입장은 "재정규율(fiscal discipline) 없이 재정통합(fiscal union)은 있을 수 없다."는 것이다. 독일정부는 재정위기의 해결을 위한 재정지원을 강도 높은 구조조정 및 경제개혁 요구와 연계시키고 있다. 따라서 재정통합과 함께 개별국가의 재정책임 의무가 동시에 강화되어 갈 것으로 예상해 볼 수 있다. 결국 유로존이 존속한다면, 개별책임론과 재정통합의 두 가지 방향이 대립하는 가운데 절충안이 제시될 것으로 보인다.

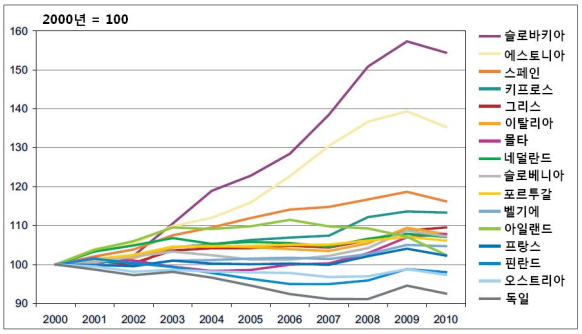
2) 역내불균형 문제의 해결

유로존의 전체적인 무역수지는 대체로 균형을 이루고 있으나, 역내 회원국 간에는 매우 비대칭적인 무역수지 패턴이 지속되어 왔다. 단일화폐를 사용하고 있으나 제조업이 강한 독일은 매년 경상수지 흑자를 기록하는데 반해, 그리스, 스페인, 포르투갈 등 남유럽 국가는 매년 GDP의 10% 전후의 막대한 경상수지가 축적되어 왔다. 단일화폐 도입 시 환율조정을 통한 대외불균형 조정이 불가능하게 되어 경상수지 흑자국과 적자국의 이중 구조가 발생할 것이라는 점은 이미 예견이 된 바 있다(Blanchard and Giavazzi 2002). 2000년부터 추진해온 리스본 전략과 EU의 확대는 회원국 간의 소득과 경쟁력 격차가 축소되는 수렴화 현상을 보일 것이라는 전제하에 추진되었으나 실제적인 성과에는 한계가 있는 것으로 평가된다.[23] 유로화 도입 이후 독일의 단위노동비용은 큰 증가세를 보이지 않았던 반면에 남유럽 국가에서는 큰 폭의 노동비용 상승 현상이 나타났다. 특히 유로화 도입으로 금리가 낮아지면서 남유럽 국가들의 차입여건이 대폭 개선되었고, 유입자금 중 일부는 부동산 부문으로 흘러들어 스페인과 아일랜드에서는 부동산 가격의 폭등 현상이 나타났다(Gros 2012). 결국 주택가격의 상승은 임금상승 압박으로 이어져, 해당국가의 수출경쟁력이 약화되는 악순환 현상이 나타났다.

<그림 9> 유로화 사용국의 실질실효환율 변화

<표 3> 역내무역수지
(1억 유로)

23) 회원국 간의 수렴화는 어느 정도 가시적인 성과를 거둔 성공적이었던 것으로 나타난다.



자료: European Commission.

		1999~2010 기간 연평균
역내무역수지 흑자국	네덜란드	1,065
	독일	798
	벨기에	221
	아일랜드	190
	이탈리아	11
	핀란드	9
역내무역수지 적자국	오스트리아	-84
	포르투갈	-137
	그리스	-168
	스페인	-275
	프랑스	-347

주: EU 회원국 간의 교역(intra-European trade)만 포함
자료: 유럽통계청

글로벌 금융위기 이전까지 유로화 사용국간의 경상·무역수지 적자에 관한 고려는 매우 적었다. EU 집행위원회가 2년 간격으로 무역수지 불균형에 관한 보고서를 발간하기는 하였으나, 역내불균형 자체가 유로존 회원국의 성장모델 그 자체였기 때문에, 이에 대한 깊은 성찰이나 시정노력은 목격되지 않았다(Wolff 2011). 독일의 입장에서 볼 경우, 1990년대 후반부터 수출의존도가 대폭 증가하였으며, 2000년대 중반의 노동시장 개혁을 통해 실질임금이 억제되는 내적평가절하를 추진하여 왔다. 낮은 물가상승률과 주택가격의 안정은 임금억제에 용이한 정치적 환경을 형성하였고, 이는 독일의 수출경쟁력이 지속적으로 개선될 수 있는 배경이 되었다.[24] 또한 막대한 경상수지 흑자에도 불구, 유로화의 사용으로 화폐의 평가절상 현상은 나타나지 않아 수출주도형 성장모델이 계속 유지될 수 있었다.[25] 남유럽 국가들 입장에서도 낮은 금리와 이로 인한 차입의 확대는 소비와 투자에 용이한 환경을 조성하였고, 이는 소비주도형 성장으로 이어졌다. 스페인의 경우에는 건설경기가 활성화되었으며, 2007년까지 건설과 관련 산업이 경기와 고용을 주도하였다. 경상수지 적자는 확대되었으나, 단일화폐를 사용하고 있음으로 인해 경제에 부과되는 경고효과는 미미하였다. 결국 경제통합 과정에서 독일은 제조업 부문에 보다 특화되었고, 남유럽 국가들은 관광과 같은 서비스 산업에 특화되면서 경상수지 격차가 벌어졌고, 유로화의 사용은 이를 보다 확대시킨 것이다.

경상수지 적자와 재정수지 적자와의 인과관계는 분명하지가 않다.[26] 그러나 이번

24) Claus(2010)은 통화공동체 내에서 회원국 간의 노동비용 격차가 경상수지의 격차로 확대될 수 있는 점을 설명하고, 유로존 회원국을 대상으로 이를 실증적으로 증명하고 있다.

25) Deo et *al.*(2011)은 현재의 경상수지 흑자를 감안할 때 유로화 이전의 화폐로 복귀할 경우 흑자국(독일)의 화폐(마르크화)는 40% 정도 절상될 것으로 예상하고 있다. 이 경우 수출경쟁력의 급격한 악화로 인해 현재 독일의 수출주도형 경제모델은 현재의 성과를 누리지 못할 수 있다. 이러한 논의는 유로화 도입의 최대 수요자는 결국 독일이라는 주장을 뒷받침하기 위해 자주 인용되며, 독일 비즈니스계에 널리 확산되어 있다.

26) 수출경쟁력 약화로 인한 경상수지 적자는 생산 및 수출 감소의 결과라고 볼 수 있다. 이는 경제성장 둔화로 이어져 세수가 감소하게 되며, 자동안정화 장치가 가동됨에 따라 지출은 증가하게 된다. 정부가 수출경쟁력을 강화하기 위해 재정지출을 통한 대규모의 산업지원에 나설 경우 재정수지는 더 악화되게 된다. 저리의 차입이 가능해 질 경우공공부문에서는 재정지출은 늘어날 소지가 크며, 민간부문에서는 부동산 버블이 발생할 소지가 크다. 부동산 버블현상이 발생할 경우, 자산효과에 따른 소비증가와 건설부문의 고용창출에 따라 전체적으로

재정위기를 계기로 유로존이 장기적으로 존속하기 위해서는 역내불균형 문제를 해소하기위해 노력해야 한다는 데에는 공감대가 형성되었다. EU는 2010년 9월부터 준비과정을 시작하여 2011년 12월부터는 회원국 간의 과도한 거시불균형에 대한 교정을 시도하고 있다. EU 집행위원회는 경상수지, 실질실효환율, 민간부채 등 10개 항목에 걸쳐 국가별 지표[27]를 도출한 후 과도한 격차를 보이는 회원국에 대해 조기경보를 발동하게 되는데, 회원국이 교정에 실패할 경우, 궁극적으로는 GDP의 0.1%까지 벌금이 부과될 수 있다. 그러나 재정적자와 달리 경상수지적자는 민간부문에서 발생하며, 이를 시정하기 위한 정책적 도구는 매우 제한적이므로, 실제로 본 조치가 강제력을 가질 것인가에 대해서는 의문의 여지가 있다.[28]

재정위기가 진행되면서 경상수지 적자국의 경기침체가 흑자국에 비해 훨씬 심하기 때문에, 역내불균형 문제는 적자국의 수입수요 감소로 다소 완화되는 측면이 있다. 그러나 독일의 경제는 수출지향성향이 강하고, 남유럽 경제의 제조업 기반이 약하다는 점에서 역내불균형 문제는 상당기간 계속될 것으로 보인다. 특히 남유럽 국가의 차제적인 구조개혁과 이를 위한 유로존의 지원, 독일의 대규모 수요창출이 없을 경우, 역내불균형 문제는 잠재적인 유로존의 분열요인으로 작용할 것으로 예상된다.

3) 긴밀한 정책조율

그리스 재정위기로부터 촉발된 유럽재정위기는 유동성 위기의 성격을 띠나 그 이면에는 채무상환능력이 약해 발생하는 채무위기라고 볼 수 있다. 지금까지 EU-IMF의 지원은 만기국채를 상환할 수 있도록 유동성 문제 해소에 주력하고 있으나, 독자적인 채무상환 능력이 약해 위기가 재정위기에서 채무위기로 변화되어 왔다. 따라서 EU-IMF의 지원은 독자적인 채무상환능력을 확보할 수 있도록 시간을 벌어주는 것에 불과하며, 구제금융국은 재정적자를 축소(긴축정책)하는 가운데, 산업경쟁력을 길러 경제성장률을 높여야 하는 양립이 어려운 과제에 봉착한 상황이다.

호경기 양상을 띨 가능성이 높다. 이 경우 경상과 재정에서 쌍둥이 적자가 발생하는 가운데, 경제성장이 이루어지는 이른바 '버블경제' 현상이 나타난다.

27) 거시경제불균형(Macroeconomic imbalance)에 대한 감시는 10개 지표를 통해 이루어지며, 지표는 다음과 같다. ※ 외부불균형: 경상수지, 국제투자, 수출시장 점유율, 단위노동비용, 실질실효환율. ※ 내부불균형: 민간부채, 대출흐름, 주택가격, 정부부채, 실업. 동 지표에 의거하여 2012년 2월 14일에는 EU 회원국에 대한 스코어보드가 발표되었다.

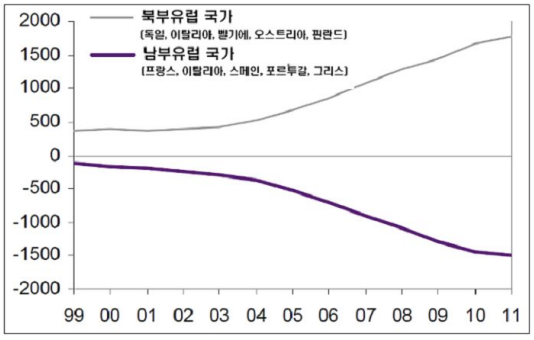
28) 구제금융이 진행 중인 일부 국가(예: 포르투갈)는 소득에 대한 과세수준을 낮추는 대신 부가가치세 등 소비세율을 높여 재정건전화를 시도하고 있으며, 그 결과 부수적으로 소비재에 대한 수입수요가 감소하여 무역수지적자가 다소 개선된 것으로 나타난다. 그러나 이 방법은 환율평가절하에 비해서는 경상수지적자 감소에 미치는 영향이 미미하다(European Commission 2011)

<표 4> 유로존 회원국의 경상수지
(역내, 역외포함, GDP 대비 %)

		1994 −98	1999 −07	2008	2009	2010
유로존		1.1	0.4	−0.7	−0.1	0.1
경상수지 적자국	그리스	−2.3	−8.0	−17.9	−14.3	−12.3
	포르투갈	−4.3	−8.8	−12.6	−10.8	−9.7
	스페인	−0.7	−5.5	−9.6	−5.1	−4.5
경상수지 흑자국	독일	−0.8	2.9	6.2	5.8	5.8
	네덜란드	5.2	5.0	4.7	2.9	5.1
	오스트리아	−2.2	1.1	4.9	3.0	3.2

자료: 유럽통계청(Eurostat).

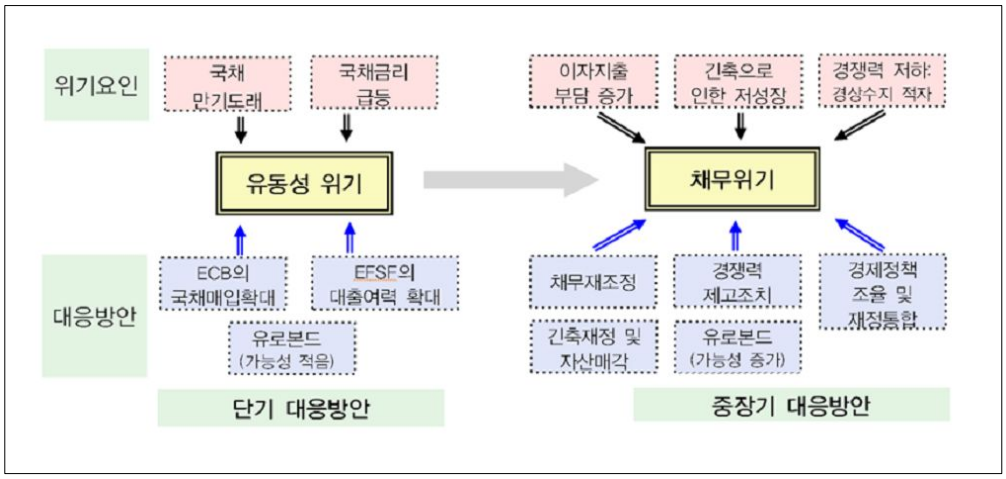
<그림 10> 유로존 국가의 대외순채권 추이
(1억 유로)



자료: Datastream, Eurostat, NATIXIS.

유로존이 존속하는 가운데 재정위기를 해결하기 위해서는 단기적으로는 유동성 위기 극복을 위한 금융안정망을 강화시키는 것이 중요하나, 중장기적으로 국가 간 경쟁력 격차의 축소, 긴밀한 정책조율 및 재정통합 심화와 같은 조치가 필요하다. 앞서 언급한 바와 같은 역내불균형의 해소를 위해서는 남유럽 국가들의 경쟁력 강화를 위한 노력은 물론, 재정, 노동, 산업 등 거시경제전반에 걸친 긴밀한 정책 조율과 일정 수준의 재정통합이 필요하다. 채무재조정 등 획기적인 채무삭감조치를 통해 채무부담이 줄어든다 하더라도 현재 유로존 회원국의 산업특화 구조와 경쟁력 격차 상황에서는 경상수지 불균형이 계속 존재할 수밖에 없어 유로존 내에 다시 채권국-채무국의 2중 구조가 발생할 가능성이 높다. 따라서 재정정책 뿐만 아니라, 노동, 산업, 경쟁 등 거시경제 전반에 걸친 긴밀한 정책조율이 요구되며, 이를 강제할 수 있는 메커니즘(예: 유로존 경제정부 등)의 구축이 필요할 전망이다. 또한 재정이전, 노동이동, EU 차원의 공동세금 부과, 유로본드 등의 도입과 같은 재정통합을 강화하기 위한 조치들이 필요할 것으로 보인다.

<그림 11> 유럽재정위기와 대응방안



5. 결론

본고에서는 유럽재정위기의 추이를 살펴보고, 유로존의 공동 대응방향을 살펴보았다. 또한 재정위기의 직접적인 원인이 된 유로존의 구조적 문제점을 살펴봄으로써 향후 해결방향을 제시하고자 하였다. 이를 통해 다음과 같은 사항들이 정리될 수 있다.

앞서 살펴본 바와 같이 재정위기는 유로존의 취약국가들을 타고 계속적으로 전이되어 갔으며, 한 국가의 재정위기가 구제금융 또는 유동성 강화조치를 통해 해결이 되면, 잠시 후 다른 취약국가로 이전되어 가는 패턴을 보여 왔다. 유로존의 가장 취약한 고리(weakest link)가 공격을 받는 이와 같은 현상은 시장이 유로존의 통합성(integrity)에 대해 신뢰를 보이지 않아 더 이상 단일경제권으로 간주되지 않고 있다는 것을 의미한다. 이는 EU가 추구해온 경제통화공동체(EMU)의 불완전성이 계속적으로 노정되고 있는 것이다. 유로존이 계속 존속하기 위해서는 각국 간의 이질성을 보완할 수 있는 일정 수준의 재정통합이 필요하며, 이에 대한 정치적 의지를 유로존이 보이지 못할 경우, 2012년 5월 그리스 총선에서 나타난 것과 같이 일부 국가의 유로존 탈퇴 가능성은 계속 제기될 수 있다. 특히 탈퇴절차가 갖추어져 있지 않은 유로존의 특징 상 탈퇴는 금융시장의 동요와 정치적 혼란 가운데 이루어질 가능성이 높다. 또한 통화공동체로서의 위상실추와 더불어 일부국의 추가탈퇴까지 예상될 수 있다.

지금까지 유럽통합의 역사를 살펴보면 10~15년을 주기로 통합과 관련된 위기가 찾아왔음을 알 수 있다. 대부분의 위기는 정치·경제적 역학관계의 변화를 통합체로서의 제도가 수용하지 못해 한계가 노정됨으로써 촉발된 점이 크다. 그런데 위기때 마다 유럽 국가들은 통합을 한층 심화시키는 정책을 펼쳐왔다. 1970년대 유럽통화제도의 탄생과 80년대 EU 단일시장의 추진, 90년대 유로화의 도입, 2000년대 중·동구유럽으로의 확대가 대표적인 예이다. 따라서 이번 위기는 전례와 같은 방식으로 해결책이 강구될 경우, 통합을 가속화시키고, 초국가적으로 운영되는 영역을 확대되는 계기가 될 소지가 있다. 그동안 금기시되던 유로본드의 발행이 보다 광범위한 계층(학계, 정계, 금융계)에서 논의되기 시작했다는 점에서 그동안 전통적인 갈등구조인 [재정통합]과 [개별책임론] 간의 대립에서 장기적인 해결방향이 재정통합으로 잡히기 시작했다는 견해도 다수 존재한다.실제로 위기가 확산됨에 따라 범유로존 차원의 대응이 간구되어 왔으며, 기존의 물가안정을 최우선시 하던 ECB의 대응도 '비정상적' 조치를 통해 금융시장 안정에 중점을 두는 모습을 보였다.

그러나 일부국가의 유로존 탈퇴 여부를 떠나, 현재 유럽재정위기는 채무위기의

성격이 짙어 완전한 해결에는 장기간이 걸릴 것으로 예상된다. 특히 과도한 국가채무를 줄이기 위해서 유로존 국가들은 긴축과 성장의 양립이 어려운 목표를 동시에 추진해야 할 상황에 놓여있다. 유로화 도입 이후 2000년대 유로존 국가들의 연평균 성장률이 2% 내외였던 것을 감안할 경우, 유로존 국가들이 획기적인 경제성장을 기록할 것으로 예상되지는 않는다. 특히 공공부문과 민간부문의 디레버리징이 여전히 진행 중인 상황에서 상당기간 저성장은 불가피해 보인다. 이는 인구 고령화로 인한 성장동력의 감소와 노동시장 개혁 등 구조적 개혁에 직면한 유럽경제에 큰 부담으로 작용할 것임이 자명하다.

참고문헌

<국문 참고문헌>

- 강유덕·오태현·이동은. 2010. 「남유럽 경제위기의 본질과 향후 전망」. KIEP 오늘의 세계경제 제10-12호(6월).

- 김흥종·강유덕·오태현·이철원·이현진. 2010. 유로존 10년의 평가와 향후과제. KIEP 기본연구서. 2010-15.

- 박진호. 2010. 「그리스 사태로 드러난 EMU 체제의 문제점」. 한국은행, 해외경제정보 2010-8.

- 유승경. 2010. 「험난한 유럽의 미래, 필사적인 노력에도 흔들리는 유로화」. LGERI 리포트. LG경제연구원.

<영문 참고문헌>

- Bayoumi, Tamim, and Barry Eichengreen. 1993. "Shocking Aspects of European Monetary Unification." Francisco Torres and Francesco Giavazzi ed. *Growth and Adjustment in the European Monetary Union.* Cambridge: Cambridge University Press.

- _____. 1996. Ever Closer to Heaven? An Optimum-Currency-Area Index for European Countries. *European Economic Review.* Vol. 41, Issues 3-5, pp. 761-770.

- Claus. Vistesen. 2010. Quantifying and Correcting Eurozone. Imbalances Fighting the Debt Snowball. MPRA Paper No. 22943.

- De Grauwe, Paul and Yuemei Ji. 2012. Mispricing of Sovereign Risk and Multiple Equilibria in the Eurozone. No. 361, January. Centre for European Policy Studies.

- Deo. Stephane, Paul Donovan and Larry Hatheway. 2011. Euro break-up ? - the consequences. UBS Investment Research. 6 September.

- Gros, Daniel. 2012. Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Symptom or cause of the crisis? No. 266, April. Centre for European Policy Studies.

- Eichengreen, Barry. 1992. “Should the Maastricht Treaty Be Saved?” Princeton Studies in International Finance.. No. 74.

- European Commission. 2009. Special Report: Competitiveness Developments within the Euro Area. Quarterly Report on the Euro Area 8(1).

- _____ 2011. Quarterly Report on the Euro Area. Vol. 10. No. 3

- Jonung, Lars and Eoin Drea. 2009. The euro: It can't happen, It's a bad idea, It won't last. US economists on the EMU, 1989-2002. European Economy - Economic Papers No. 395. European Commission.

- Kenen, Peter. 1969. "The Optimum Currency Area: An Eclectic View", R. Mundell and A. Swoboda ed. Monetary Problems of the International Economy, Chicago: University of Chicago Press.

- Mongelli, Francesco Paolo. 2002. "New Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling Us?" ECB Working Paper No. 138.

- McKinnon, Ronald. 1963. "Optimum Currency Areas." American Economic Review, Vol. 52, pp. 717-725.

- Mundell, Robert. 1961. "A Theory of Optimum Currency Areas." American Economic Review, Vol. 51, pp. 657-665.

- Olivier, Blanchard and Giavazzi, Francesco. 2002. Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?"Brookings Papers on Economic Activity, 33(2), pp. 147-86.

- Piergallini, Alessandro and Michele Postigliola. 2011. Fiscal Policy and Public Debt Dynamics in Italy, 1861-2009

- Wolff, Guntram. 2011. The Euro Area's Macroeconomic Balancing Act. Issue 2011/05. Bruegel.