

전망기획(2) 2012년 세계 경제

장기 침체를 맞은 선진국과 그에 대비하는 우리의 경제정책

2012.01.04 | 여경훈_새사연 연구원 | khyeo@saesayon.org

목 차

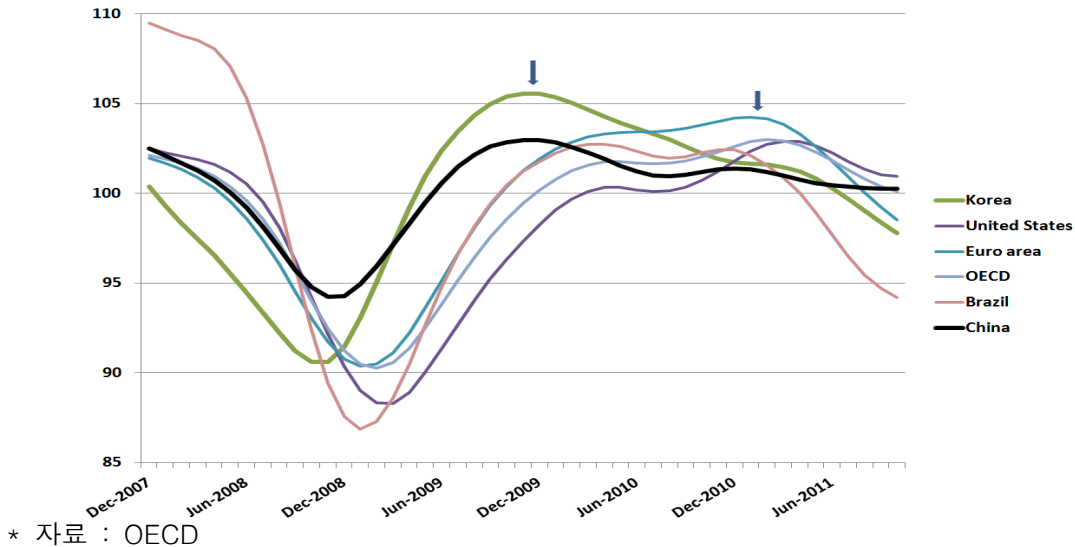
1. 성장 동력을 상실한 선진국 경제
2. 대차대조표 침체(Balance Sheet Recession)
3. 유럽에 찾아온 일본의 잃어버린 10년
4. 2012년의 주요 경제 리스크
5. 미국과 유럽발 경제 위기의 국내 전염에 대비해야



<http://saesayon.org>

1. 성장 동력을 상실한 선진국 경제

[그림1] 주요 국가의 경기선행지수



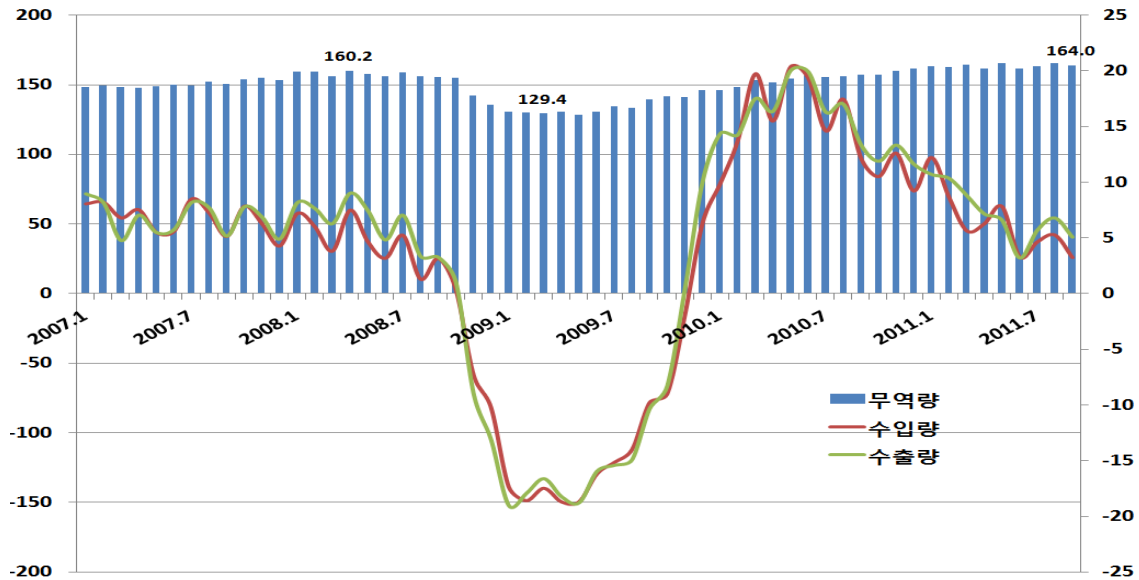
올해 세계경제 전망이 우울하다. [그림1]은 주요 국가 및 지역의 2008년 이후 경기선행지수를 나타낸 것이다. OECD 국가들은 2010년 2월 102.98로 정점을 찍고 지속적으로 하락하여 현재 100.1을 기록하고 있다.¹⁾ 경기선행지수는 실물경제에 비해 6개월 정도 선행한다고 해석된다. 따라서 2010년 3사분기부터 OECD 국가들의 실물경제는 이미 침체 국면에 접어들었고 전망 또한 침체가 지속될 것이라 예상할 수 있다. 특히 우리나라의 경우 중국의 경기선행지수 움직임과 매우 유사하며 다른 OECD 국가들보다 지수가 1분기 정도 선행함을 확인할 수 있다.

지난 3사분기부터는 유럽 재정위기가 더욱 확산되면서 경기선행지수 뿐만 아니라 수출, 소매, 생산 등 실물지표와 소비자 및 기업의 체감지표 등이 유럽을 중심으로 악화되고 있다. [그림2]에서 보이듯이 수출과 수입을 포함한 세계 무역량도 2010년 5월을 고점으로 지속적으로 하락하고 있다. 가장 최근의 지표를 보면 수출과 수입은 전년동월대비 각각 5.1%, 3.2% 증가에 그쳤다. 따라서 2010년 하반기부터 시작되어 지난 해 유럽재정위기의 여파로 가속화 된 긴축적 정책기조가 계속된다면,

1) OECD 경기선행지수는 경제 활동의 전환점(turning poin)을 확인하는 지표로 유용하다. [그림1]에서는 화살표로 표시된 부분이 전환점이다. 통상 이 지수가 100이면 현재의 경제상태가 장기 추세, 즉 잠재 GDP를 반영한다고 해석한다.

올해 세계적인 경기침체는 피할 수 없는 현실이다.

[그림2] 세계 무역량 변화 추이



* 2000=100, 전년동월대비 증가율

* 자료 : CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

[표1] IMF와 UN의 2012 세계경제 성장률 전망

(단위 : %)

분류	IMF(2011년 9월 전망치)		UN(2011년 11월 전망치)	
	2011	2012	2011	2012
세계	4.0(-0.3)	4.0(-0.5)	2.8(-0.5)	2.6(-1.0)
선진국	1.6(-0.6)	1.9(-0.7)	1.3(-0.7)	1.3(-1.1)
미국	1.5(-1.0)	1.8(-0.9)	1.7(-0.9)	1.5(-1.3)
일본	-0.5(0.2)	2.3(-0.6)	-0.5(-1.2)	2.0(-0.8)
Euro	1.6(-0.4)	1.1(-0.6)	1.5(-0.2)	0.5(-1.2)
중국	9.5(-0.1)	9.0(-0.5)	9.3(0.2)	8.7(-0.2)
인도	7.8(-0.4)	7.5(-0.3)	7.6(-0.5)	7.7(-0.5)
브라질	3.8(-0.3)	3.6(0.0)	3.7(-1.4)	2.7(-2.6)

* ()안은 2011년 6월 전망치

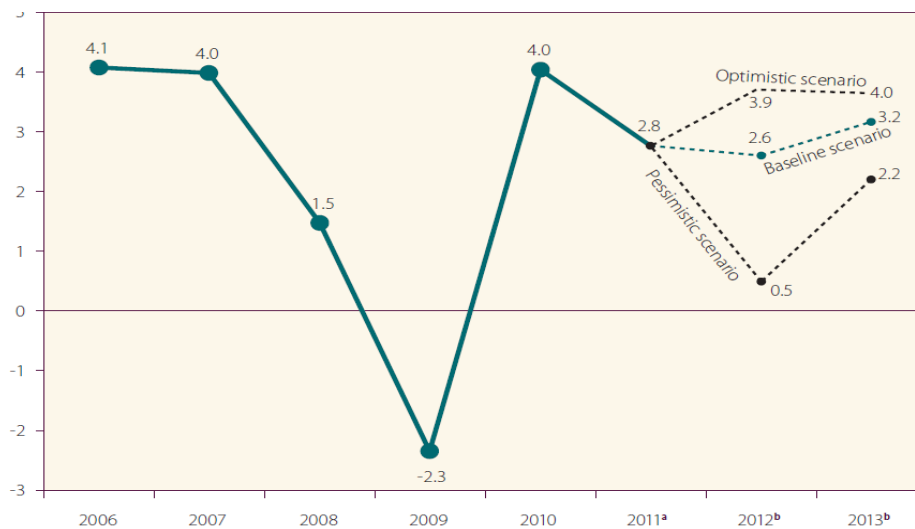
* 자료 : IMF, UN

[표1]은 IMF와 UN이 제시한 2012년 주요 국가 및 지역별 세계경제 전망이다. IMF는 9월 전망에서 6월보다 0.5%p 하락한 4%를, UN은 11월 전망에서 6월보다

1%p 하락한 2.6%를 예상하고 있다. 하지만 이는 “유럽의 재정위기가 통제되고, 주요 은행의 파산과 새로운 신용위기를 초래할 수 있는 유동성위기를 방지하도록 적절한 정책수단이 이루어 질 것”이라는 가정을 전제로 한 기본(baseline) 시나리오에 불과하다.

[그림3] 2006~2013년 세계경제 성장률 추이 및 전망

(단위 : %)



* 자료 : UN

[그림3]에서 보이듯이 유럽 차원의 정책 대응이 실패하고, 유로존에서 무질서한 파산과 디폴트가 이어질 것이라 가정하는 부정적(pessimistic) 시나리오에 따르면 세계경제는 0.5% 성장에 머물 것으로 전망된다. 이 경우 미국은 -0.8%, 유로지역은 -2%의 경제성장을 보여 2009년에 비견되는 경기침체에 빠질 것으로 보인다.

OECD가 지난 11월 발표한 경제 전망도 이와 크게 다르지 않다. [표2]에서 보이듯이 OECD는 2012년 세계경제가 3.4% 성장률을 보일 것으로 전망하고 있다. 이는 지난 5월 전망치에 비해 1.2%p 하향 조정된 수치이다. OECD 국가들의 성장률은 올해 1.9%에서 내년에는 1.6%로 내려갈 것으로 예상하였다. 특히 유로지역 성장률은 올해 1.6%에서 내년에는 0.2%로 크게 떨어질 것으로 내다보았다. 더군다나 이 전망치 또한 유로지역의 “무질서한 디폴트, 급격한 신용붕괴, 체계적 은행파산, 그리고 과도한 재정긴축을 피하기 위해 정책당국이 충분한 조치를 취할 것”이라는 가정을 바탕으로 하고 있다. 무엇보다 재정위기로 몸살을 앓고 있는 남유럽 국가들은

스페인(0.3%)을 제외하고 모두 마이너스 성장률을 예상하고 있다. 2008년 미국발 금융위기로 마이너스 경제에 빠진 PIGS²⁾ 국가들은 금융위기와 긴축정책 등으로 내년까지 5년 연속 장기 경기침체에 빠져들 것이 확실하다.³⁾

[표2] OECD의 세계경제 성장률 전망

(단위 : %)

	2009	2010	2011	2012	2013
세계	-1.2	5.0	3.8	3.4	4.3
OECD	-3.8	3.1	1.9	1.6	2.3
미국	-3.5	3.0	1.7	2.0	2.5
Euro	-4.2	1.8	1.6	0.2	1.4
그리스	-3.2	-3.5	-6.1	-3.0	0.5
포르투갈	-2.5	1.4	-1.6	-3.2	0.5
스페인	-3.7	-0.1	0.7	0.3	1.3
이탈리아	-5.1	1.5	0.7	-0.5	0.5
한국	0.3	6.2	3.7	3.8	4.3

* 자료 : OECD

2. 대차대조표 침체(Balance Sheet Recession)

2008년 금융위기가 발생한 지 벌써 3년이 지났다. 그럼에도 여전히 선진국경제는 경기침체 또는 저성장의 굴레에서 벗어나지 못하고 있다. ‘부채’가 만들어 낸 자산 시장 버블이 전 세계적으로 붕괴되면서 일반적인 경기침체와는 분명 다른 모습을 보이고 있다. 이처럼 전국적인 부채주도형 자산시장의 버블이 붕괴되어 발생하는 경기침체를 대차대조표 침체(Balance Sheet Recession)라 부른다. 대표적인 예가 1990년대 일본의 부동산시장 버블 붕괴에 따른 장기 경기침체다.

부채 주도의 자산시장 버블이 터질 때, 가게와 기업, 그리고 금융회사의 대차대조표 또한 망가지기 마련이다. 경제주체들은 금융건전성과 신용등급을 회복하기 위해 저축을 늘리고 부채를 상환한다. 이 과정에서 거시경제의 총수요는 줄어든다. 경기침체에 따른 지출 축소를 감당하기 위해 정부는 적극적 재정 및 통화정책을 통해 이에 대응한다. 그러나 유럽처럼 가게 및 금융회사의 위기가 정부의 재정위기로 전환될 경우 긴축정책은 총수요 부족을 더욱 악화시킨다. 긴축정책은 성장률 전망을

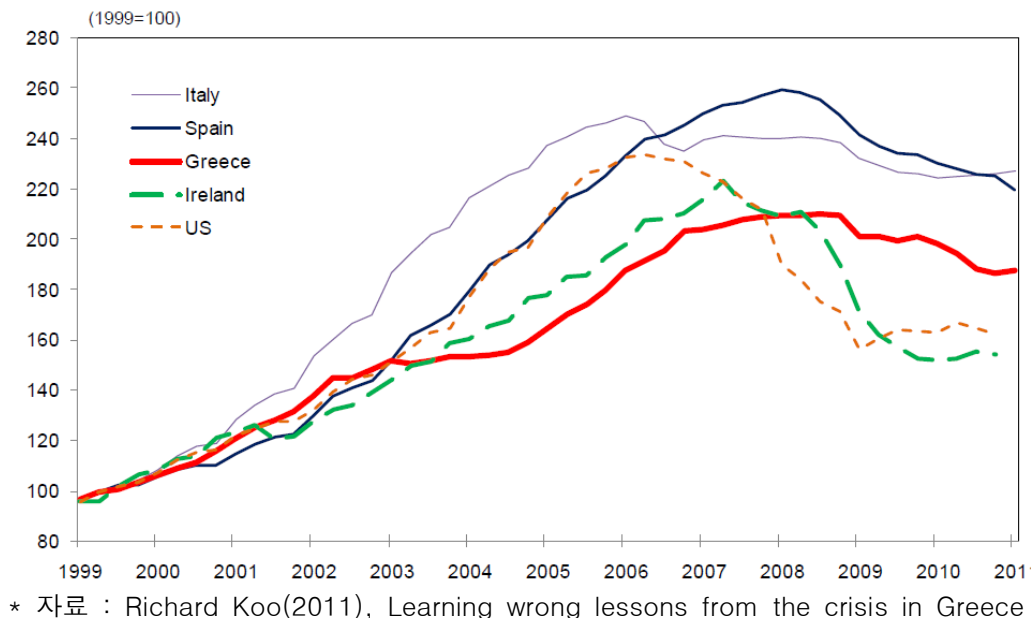
2) 포르투갈, 이탈리아, 그리스, 스페인

3) 특히 그리스는 5년 연속 마이너스 성장률을 기록하고 있다.

낮추고, 부채상환 여력을 뜻하는 GDP 대비 정부부채의 비율을 악화시켜 더욱 강도 높은 긴축정책을 요구하는 악순환에 빠지기 때문이다.

[그림4]에서 보는 것처럼 미국의 부동산가격은 2006년까지 대략 2.3~2.4배 상승하였다. 비단 미국만의 독특한 현상이 아니었다. 최근 유럽 재정위기를 겪고 있는 PIIGS⁴⁾ 국가들 또한 미국과 거의 유사한 부동산가격 패턴을 보였다. 다만 유럽은 2008년 9월 리먼 사태까지 버블의 붕괴 시점이 지연되었을 뿐이다. 유럽에서 미국처럼 부동산 버블이 심각했던 국가는 스페인과 아일랜드, 그리고 이탈리아다.

[그림4] 남유럽 국가의 부동산가격 상승

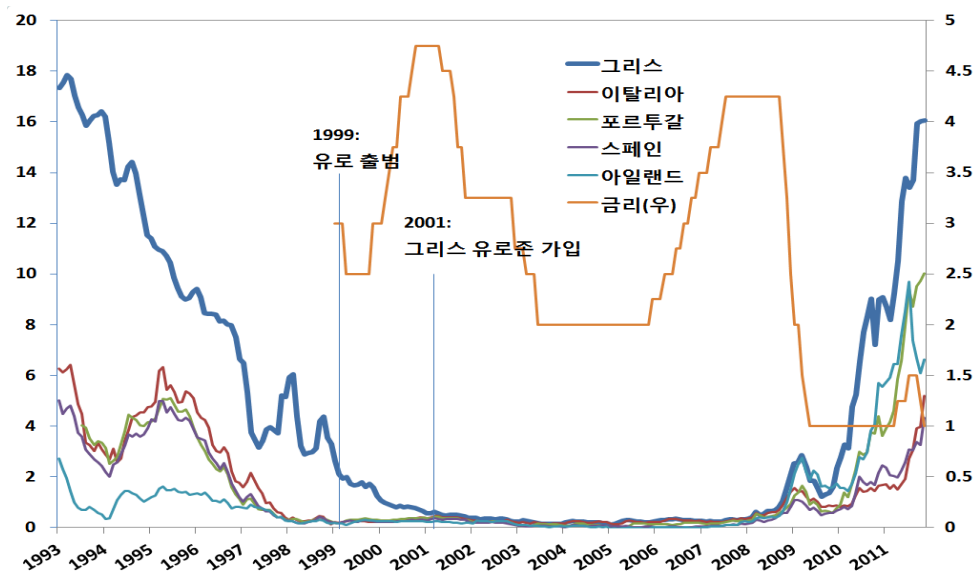


버블 붕괴의 근원지는 미국이었지만 경기침체는 미국보다 유럽이 훨씬 더 심각한 상황이다. 유럽은 부동산 버블 붕괴와 재정위기, 그리고 유로화 시스템의 근본적 문제점이 동시에 표면화되고 있기 때문이다. 금융위기 직전 미국경제가 버블로 호황을 유지했던 것처럼 그리스를 비롯한 유럽 국가들도 유로화 편입에 따른 저금리와 부동산 버블을 경험하였다. 1999년 유로화가 출범했고 2001년 그리스가 유로존에 가입하였다. 유로존에 편입된 국가들은 유로화를 사용함에 따라 금리와 환율을 통제할 수 있는 정책주권을 포기하게 된다. 기준금리의 통제권은 독일 중앙은행인 분

4) 포르투갈, 이탈리아, 아일랜드, 그리스, 스페인

데스뱅크(Bundesbank)의 전통을 따르는 유럽 중앙은행(ECB)이 쥐게 되었다. 각국 정부는 유로화로 표시된 국채를 발행할 수 있었고, 각국의 상업은행은 이를 담보로 유럽중앙은행에서 아주 저렴하게 유로화를 빌릴 수 있었다. 유로화와 유럽 중앙은행의 상징적 안정성은 오히려 부채를 통한 자산시장 버블을 감당할 수 없는 수준까지 끌어올렸다. 미국과 똑같은 상황이 된 것이다.

[그림5] PIIGS 국가의 국채 스프레드와 기준금리 추이(%)



* 스프레드는 각국의 10년 물 국채수익률-독일 10년 물 국채수익률, 금리는 유럽중앙은행이 설정하는 기준금리

* 자료 : Eurostat

[그림5]에서 보는 것처럼, 유럽통합과 유로화 출범 과정에서 재정위기를 겪고 있던 국가들의 금리가 급격하게 하락하였다. 유로화라는 단일 통화를 사용한 덕분에 가장 안정적이라 여겨지는 독일의 국채를 기준으로 국채수익률이 점차 수렴하기 때문이다. 1993년에 스프레드가 18%가 넘었던 그리스의 국채수익률은 유로존에 편입된 2001년에는 1% 아래로 떨어졌다. 외환리스크가 사라지면서 그리스를 포함한 PIIGS 국채를 독일과 프랑스 은행들이 높은 수익률을 좇아 대량으로 매입하였기 때문이다. 따라서 1994년에만 해도 그리스 정부 부채의 85%를 국내 금융기관이 보유했지만, 2007년에는 이 비율이 완전히 뒤바뀌어서 75% 이상을 해외 금융기관이 보유하게 되었다. 이 과정에서 외환리스크는 해소되었지만 채권의 부도위험을 나타내는 신용리스크는 증가하였다. 2008년 금융위기를 해결하기 위한 재정지출

확대와 규제금융은 정부의 재정적자를 증가시켰고, 이는 잠재된 신용리스크를 일시에 표출시켰다.

유로지역 재정위기를 심화시킨 또 하나의 요인으로 지적할 것은 실패한 금리정책이다. 1998~2000년 IT 버블이 붕괴됨에 따라 미국과 독일은 심각한 경기침체에 빠졌다. 미국경제를 구하기 위해 미국 연방준비제도(FED)는 기준금리를 1%까지 낮추었고 유럽 중앙은행도 이에 보조를 맞추었다. 유럽 중앙은행은 2000년에 4.75%이던 기준금리를 2003년에는 2%까지 낮췄다. 독일의 분데스뱅크 시절에는 없던 일이다. 1990년 8%이던 기준금리를 1995년 거의 0%까지 떨어트린 일본의 경험과 유사하다.

각국 정부는 저렴하게 국채를 발행하여 재정지출을 늘릴 수 있었고, 상업은행 또한 풍부한 유동성으로 부동산 버블에 필요한 자금을 제공할 수 있는 기회를 적극 활용하였다. 또한 지속적인 금리인하는 투자 및 소비 수요를 진작시켜 대부분의 유럽 국가들은 유로화 편입에 따른 일시적 ‘호황’을 누릴 수 있었다. 이른바 저금리와 규제완화의 특수를 누린 것이다. 그리고 경기호황과 자산 버블에 따른 인플레이션을 우려하여 미국과 마찬가지로 2006년부터 기준금리를 단계적으로 인상하였다. 이는 물가 편향적 인플레이션 정책으로 자산시장 버블 붕괴가 거시건전성에 미치는 영향을 간과한 대책이었다. 그 결과 부채가 감당할 수 없는 수준에 이르자 미국과 유럽에서 버블이 터졌다.

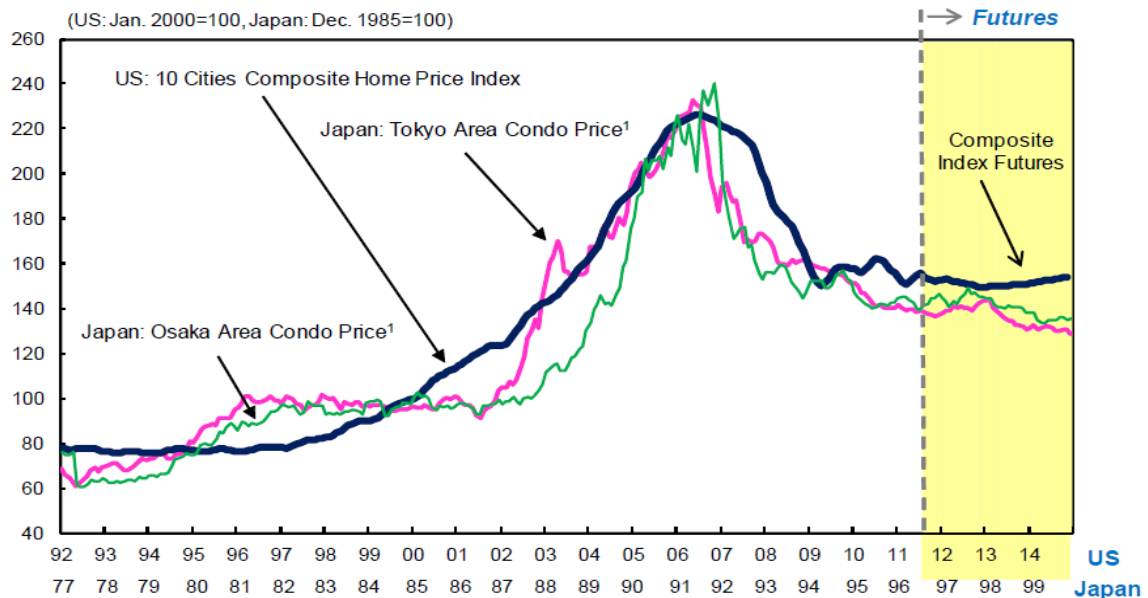
3. 유럽에 찾아온 일본의 잃어버린 10년

일본의 잃어버린 10년은 1989년 12월 자산시장의 버블이 붕괴됨에 따라 시작되었다. [그림6]에서 볼 수 있듯이 1990년과 2006년을 두 국가의 부동산버블 정점으로 놓고 비교해보면 거의 유사한 패턴을 보인다. 1989년 일본은 주요 대도시의 부동산가격이 폭락하자 1990년 초 주식가격까지 폭락하기 시작하였다.

처음에는 실물경제와 노동시장이 큰 타격을 받지 않으면서 경제적 우려 또한 크게 제기되지는 않았다. 그러나 3년 후 1992년 4사분기에 GDP가 하락하고 이듬해에는 하락 속도가 심해지자 실물경제에 대한 우려가 급격히 확산되었다. 그리고 부동산 가격 하락의 영향으로 은행의 부실대출과 기업의 파산이 급격히 늘어나면서 금융위

기가 반복적으로 발생하였다.

[그림6] 일본과 미국의 부동산버블 붕괴



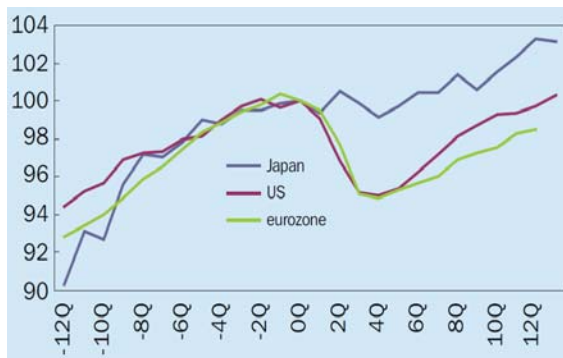
일본의 잃어버린 10년을 다시 돌아보는 이유는 이와를 비교를 통해 최근 미국과 유럽 등 선진국경제의 침체를 전망해볼 수 있기 때문이다. 우선 유사점으로는 위기의 원인을 들 수 있다. 부동산 등 자산 가격이 폭락하면서 금융기관의 대차대조표가 붕괴되었기 때문이다. 따라서 금융부문의 정상화가 선진국경제의 가장 큰 문제가 되고 있다.

차이점으로 대응 속도를 들 수 있다. 일본의 금융위기와 경기침체는 부동산버블이 붕괴되고 3년이 지난 1992년 4분기에 시작되었다. 즉 정책당국이 위기의 심각성을 인지하는데 적지 않은 시간이 소요되었다. 이에 비해 미국과 유럽의 위기는 2008년 리먼 사태 이후 급격히 진행되었고, G-20 주도 아래 글로벌 통화 및 재정 확대 정책을 추진했다.

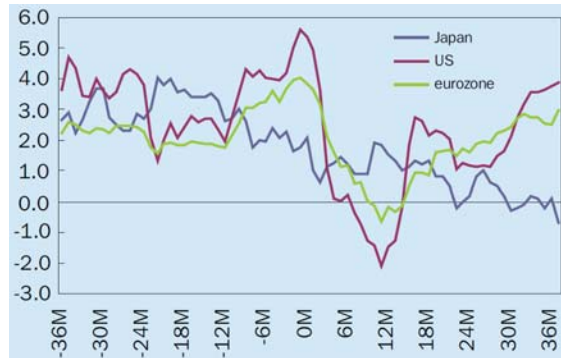
물가에 대한 정책 대응도 차이점이다. 위기 이전 경기정점을 기준으로, GDP의 하락 규모는 미국과 유럽이 훨씬 심각하였다. 일본에서 심각한 문제로 제기된 것은 디플레이션 현상이었다. 위기 이후 점진적으로 물가가 하락하여 2년 후인 1995년부터 1% 아래로 떨어졌다. 그리고 1999년부터 2003년까지 물가가 하락하는 디플

레이션 상태에 빠져들었고, 2007년까지도 1% 아래의 매우 낮은 물가상승률을 보였다. 하지만 일본의 정책 대응은 너무 늦었고 규모 또한 너무 미미하였다.

[그림7] GDP 지수 추이(0Q=100)



[그림8] 소비자물가 상승률 추이



* [그림7]에서 0Q(0분기)는 위기 이전 경기 정점을 의미하는데 일본은 1992년 3분기, 미국과 유럽은 2008년 2분기이다.

* [그림8]에서 일본의 경우 0M(0월)은 1992년 9월, 미국과 유럽은 2008년 8월이다.

* 자료 : ADB(2011), Asia Economic Monitor

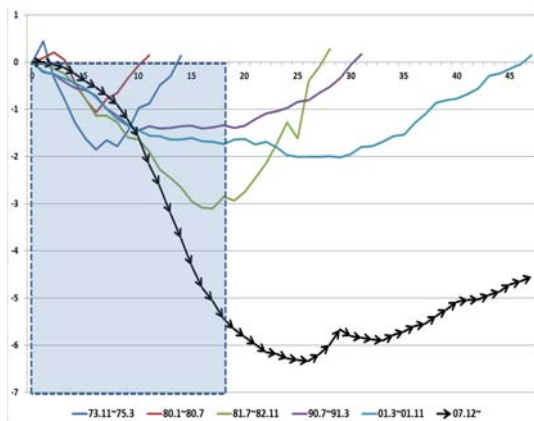
일본이 실패한 교훈을 바탕으로, 미국에서는 대규모의 신속한 중앙은행 개입이 이루어졌다. 예를 들어 미국 연준은 위기 이후 1개월 내에 기준금리를 1%로 내렸고, 12월부터는 사실상 제로금리 정책을 실시하였다. 또한 연준의 양적완화, 정부의 재정정책과 구제금융, 그리고 글로벌 정책공조 등에서 일본에 비해 미국의 정책대응이 훨씬 광범위하고 신속하게 집행되었다. 즉 미국경제가 1929년 대공황과 같은 대규모 경기침체에서 벗어날 수 있었던 동인을 정책 측면에서 바라보면 다음의 여섯 가지 요인이 효과적으로 발휘되었기 때문이다. 중앙은행의 신속한 제로금리 정책, 정부의 8천 억 달러에 달하는 재정정책과 7천 억 달러에 달하는 구제금융, 2조 달러가 넘는 중앙은행의 양적완화(QE)를 통한 디플레이션 방지, G-20을 통한 글로벌 재정정책 공조, 그리고 대차대조표 침체에 빠졌던 일본경제의 분석을 통한 경험과 교훈 등이다.

그러나 미국경제를 낙관할 수만은 없다. 위기 대응을 위해 집행된 재정효과의 소멸이 지난 해부터 나타나고 있으며, 마땅한 재정 및 통화 정책의 수단 또한 소진되었기 때문이다. 무엇보다 높은 실업률이 가장 큰 문제이다. 일본에서도 위기 이후 실업률이 상승했지만 미국이나 유럽만큼 심각한 것은 아니었다. 일본의 실업률은

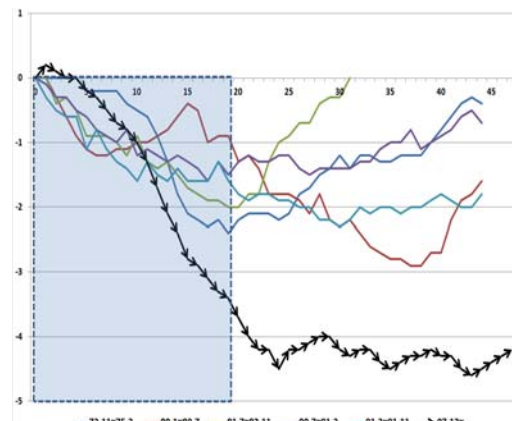
1992년 6월 2.1%에서 2002년 6월 5.5%까지 점진적으로 상승하였다. 그리고 지금은 4% 수준에서 안정적으로 유지되고 있다. 최근 미국의 고용지표가 나아졌다고 하지만 경기침체가 시작되기 전(47개월 전)보다 실업률은 여전히 3.9%p 높고, 고용률은 4.4%p 낮은 상태다. 노동시장의 경제지표만 놓고 보면 미국은 여전히 경기침체 상태다.

[그림9]는 경기침체가 시작된 달을 기준으로 일자리 감소 규모를 상대적으로 비교한 것이다. 검정색 화살표가 현재 경기침체를 나타내는데 다른 침체기에 비해서 노동시장 회복이 매우 저조함을 확인할 수 있다. 여전히 경기침체가 시작되기 전보다 4.5% 정도 일자리가 부족한 상태다. 이는 다른 경기침체와 달리 일자리 감소 규모가 매우 컸고 ‘고용 없는 회복’이 2000년대 이후 노동시장에 구조화되었기 때문이다.

[그림9] 경기침체 이후 일자리 회복 추세



[그림10] 경기침체 이후 고용률 회복 추세



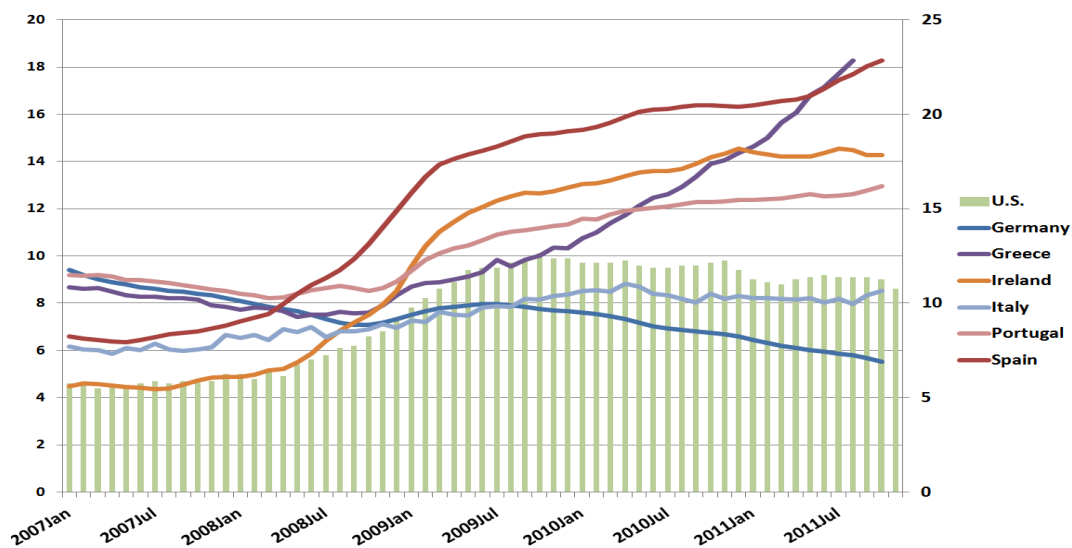
고용률 또한 위의 추세와 거의 다르지 않다. 11월 고용률은 58.5%로 경기침체가 시작된 2007년 12월 62.7%에 비해 4.2%p 낮은 상태다. 공식적으로 경기침체가 종료된 2009년 6월 59.4%와 비교하여도 여전히 0.9%p 낮은 상태다. 물론 노동시장 지표는 경기에 후행하는 특징을 보인다. 그러나 경기침체가 공식적으로 종료된 지 29개월이 지나서도 고용률이 정체가거나 떨어지고 있는 것은 매우 이례적이다.

[그림11]에서 보이듯이 유럽의 실업률은 더욱 심각하다. 현재 유로존의 평균 실업률은 10.3%에 달한다. 특히 재정위기로 긴축재정을 실시하고 있는 그리스의 경우

이미 18%를 넘어섰고, 스페인은 23%에 달한다. OECD 전망에 따르면 2012년 미국의 실업률은 8.9%, 유로지역은 10.3%에 달할 것이다.

정리하자면 즉각적인 재정, 통화, 금융 방면의 정책대응은 미국과 유럽이 디플레이션에 빠지는 것을 방지하였다. 그러나 일본에 비해 구조적으로 높은 실업률, 고용 없는 회복 그리고 긴축정책 전환 등으로 인해 미국과 유럽은 일본과 유사한 장기 경기침체에 빠져들 가능성이 적지 않다. 특히 유럽의 경우 정부 재정위기에 따른 긴축정책 전환, 유럽 중앙은행의 소극적 최종대부자 정책, 위기 이전 높은 수준의 실업률 그리고 취약한 유로시스템 등 더 복잡한 문제가 쌓여 있다. 따라서 유럽에서는 정책대응이 실패할 경우 일본의 장기 경기침체 경로를 밟을 가능성이 적지 않다.

[그림11] 2007년 이후 주요 국가의 실업률 상승 추세(%)



* 스페인의 경우 그래프 오른쪽 축

* 자료 : Eurostat

4. 2012년의 주요 경제 리스크

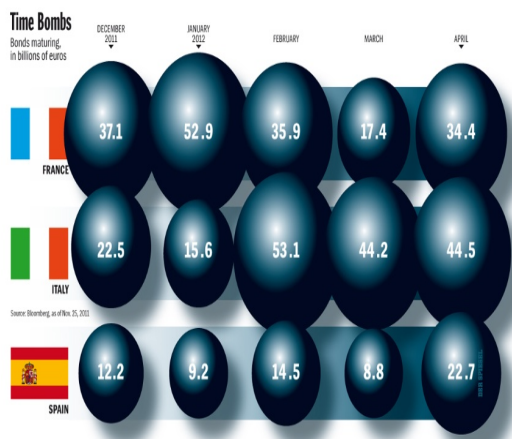
1) 1사분기에 집중된 PIIGS 국채 만기 도래

그리스에서 촉발된 유로지역의 재정위기는 2011년 하반기에 주변국으로 확산되었다. 지난 4사분기부터는 유로존 붕괴가 우려되면서 프랑스와 독일 등 중심국으로

위기가 전염될 조짐도 보인다. 특히 내년 1사분기에는 이탈리아, 스페인, 프랑스 등에서 대규모의 국채만기가 집중되어 있다.

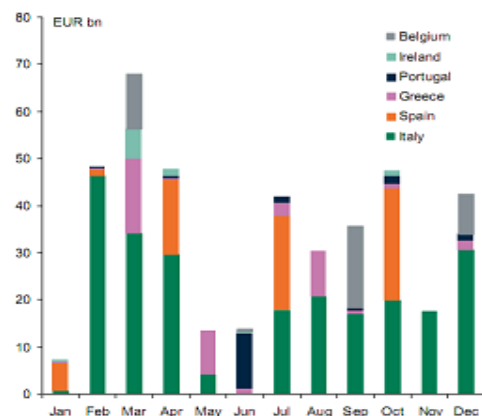
이탈리아의 경우 2012년 중 국채만기 도래 규모가 총 3620억 유로(이자포함)에 달하는 가운데 상반기 중에는 2000억 유로가 도래한다. 이 중 2월 630억 유로, 3월 514억 유로, 4월 468억 유로로 2~4월에 집중되어 있다.⁵⁾ 스페인 또한 2~4월까지 국채만기 연장 과정에서 금융시장의 우려와 불안을 발생시킬 것으로 예상된다. 하지만 만약 4월까지 이탈리아와 스페인의 국채만기 연장의 스트레스를 유럽 중앙은행의 협조 하에 순조롭게 진행되면 유럽 재정위기는 5월부터 점차 진정될 가능성도 있다.

[그림12] 1사분기 국채만기 도래 금액



* 자료 : Spiegel

[그림13] 2012 월별 국채만기 도래 금액



* 자료 : Credit Agricole

2) 유럽 은행의 자기자본비율 확충

PIIGS 국가들의 국채를 보유한 프랑스와 독일의 대형 은행들은 국채가격이 하락함에 따라 자산 및 자본금의 가치가 심각하게 훼손되었다.⁶⁾ 또한 금리 상승에 따른

5) 국제금융센터, 2011.11.10, 이탈리아 정치·경제의 위험 요인과 전개 방향

6) 국채가격 하락에 따른 자본금 손실 계정은 회계 및 규제 기준에 따라 결정된다. 유가증권계정(trading book)에 보유한 국채는 대부분 시가로 평가되고, 가격하락은 손익계정에 손실로 잡혀 자기자본이 하락한다. 매도가능증권(Available for sale) 자산 또한 시가로 평가되고 유형자기자본(tangible common equity)으로 간주된다. 만기보유국채(Held to maturity) 또한 자기자본으로 간주되지만 대부분 신용리스크가 없다고 평가된다는 문제점이 있다.

담보가치 하락은 추가 증거금(margin call) 확대를 요구하고, 이는 신용등급 하락의 악순환을 초래하고 있다. 최근 이탈리아의 국채 금리는 4% 수준에서 2%p 이상 상승하여 7%를 위협하고 있다. 이탈리아의 경우, 금리가 1%만 상승해도 연간 80억 달러 상당의 이자비용이 증가한다. 지난 4분기 남유럽 국채시장에서 유럽과 미국, 일본의 기관투자자들은 대규모 자금을 앞 다투어 인출하였다. 뱅크런(bank run)과 비슷하게 이른바 국채런(bond run)이 발생한 것이다. 그리고 신용부도스왑(CDS)의 투기적 거래는 국채시장의 위기를 더욱 부채질하였다.

유럽 대형은행들은 10월 유럽 정상회의에서 이뤄진 합의에 따라 내년 6월 말까지 자기자본비율(Core Tier 1)을 9%로 높여야 한다. 최근 유럽 은행감독청(EBA)의 스트레스 테스트 결과 유럽 12개국 71개 대형은행 가운데 자기자본비율 9%를 맞추지 못한 은행은 30개에 이른다. 그리고 71개 대형은행이 6월 말까지 확충해야 할 총 자본금의 규모는 1147억 유로에 달한다. 주목할 것은 최근 프랑스와 벨기에 정부로부터 구제금융을 받은 텍시아(Dexia) 은행이 스트레스 테스트에서 12번째로 양호한 결과를 받았다는 것이다. 그만큼 유럽 대형은행들의 재무건전성이 취약하다는 것으로 이로 인해 최근 거의 무차별적으로 신용등급이 하향 조정되고 있다.

올 상반기 국채만기가 집중된 조건에서 유럽 대형은행들은 자금 인출, 부채 회수와 자산 매각 등의 방식으로 자기자본비율을 확충할 것으로 예상된다. 특히 프랑스와 독일 등이 자국은행의 자본 확충을 지원하면 신용평가기관은 신용등급 하락을 예고하고 있어 정책 선택권을 더욱 제약하고 있다. 따라서 유럽은행들의 자기자본비율 확충 과정에서 서유럽 의존도가 높은 동유럽 금융시장으로 위기 전염과 은행 파산 등이 우려된다. 따라서 유럽중앙은행의 국채 매입 개입에 따라 국채금리가 하락하면 시장이 안정을 찾고, 금리가 상승하면 시장이 불안에 떠는 상황을 반복할 것으로 보인다.

3) 긴축정책 강화

경기침체기에 긴축정책을 실시하는 것은 중세 유럽에서 피를 뽑아 환자를 치료하고자 했던 수술적 처방과 같다. 아픈 환자에게 피를 뽑으면 병세는 더욱 악화된다. 그러면 치료를 위해 또 다시 피를 뽑는 악순환 반복된다. 결국 환자는 죽을 수밖에 없다.

금융시장에서 재정위기의 바로미터는 GDP 대비 국가부채 비율, 즉 부채 상환 여력이다. 이는 주로 재정적자, 금리, 그리고 성장률에 주로 의존한다. 따라서 정부가 균형재정을 유지하더라도 금리가 성장률을 상회하면 이 비율은 증가하게 되어 있다. 현재 남유럽 국가들의 국채 금리는 7%를 넘기도 하는데, 성장률이 마이너스면 동 비율은 늘어날 수밖에 없다. 그리스의 경우 2010년 일명 트로이카(EU, ECB, IMF)로부터 구제금융을 받으면서 2014년까지 GDP의 3% 이내로 재정적자를 줄이겠다는 야심찬 계획을 발표하였다. 그러나 국가부채 비율은 2008년 118%에서 올해에는 181%를 넘을 것으로 전망하고 있다. 재정적자 증가뿐만 아니라 2008년 이후 선진국경제에 유례없는 5년 연속 마이너스 성장률을 기록할 예정이기 때문이다.⁷⁾ 이 비율이 악화되면 금융시장의 우려를 해소하기 위해 트로이카는 더욱 강도 높은 긴축을 요구한다.

이는 비단 PIIGS 국가에만 해당되지 않는다. 이미 프랑스와 독일은 2011년부터 재정적자 감축 계획을 실시하고 있으며, 2016년까지 균형재정을 달성하여 유럽의 본보기가 되려는 긴축계획을 추진하고 있다. 따라서 이미 0%까지 낮춘 제로금리 정책, 천문학적인 양적완화 정책의 후유증, 재정적자와 정부부채 증가에 따른 재정정책 부담, 실패한 긴축처방의 강화, 선거를 앞둔 글로벌 정책공조의 어려움 등으로 정책을 통해 경제를 복구할 여력은 점차 줄어들고 있다.

4) 대선을 앞둔 정치적 불확실성

2012년 대통령 선거를 앞둔 미국에서 재정적자 감축을 위한 슈퍼위원회의 초당적 합의가 실패한 것처럼, 경제정책에 대한 정치적 교착상태에 따라 대규모 재정정책의 가능성은 거의 없다. 2010년 12월 시작한 급여세(payroll tax) 2%p 감면, 특별 실업수당 연장 지급 등 3000억 달러 규모의 재정정책이 작년 말 종료되었다. 일단 2월까지 2개월 간 연장된 급여세 감면 조치는 양당 합의로 1년 연장될 것으로 보인다. 그러나 그 밖의 재정정책은 높은 재정적자 부담과 하원을 장악한 공화당의 반대로 실시되기 어려울 것으로 보인다. 따라서 재정정책 소진에 따른 성장률 하락 그리고 유럽 재정긴축과 경기침체는 2012년 미국의 실물경제에 부정적 영향을 미칠 것이다.

그렇다면 3차 양적완화는 어떨까? 이것이 실시되기 위해서는 디플레이션의 위험이

7) 그리스는 2008년 대비 실질GDP는 85%로 떨어졌고, 명목GDP는 92.7%로 떨어졌다.

증가하고 실업률이 우려할 정도로 상승해야 한다. 그러나 지난 해 상반기보다는 나은 성장률, 2% 이상의 근원 물가상승률, 미미하지만 완만히 회복되고 있는 고용 지표, 대선을 앞둔 공화당의 양적완화 반대 등으로 양적완화의 실시 가능성은 낮다. 다만 상반기에 유럽 재정위기가 심화되어 디플레이션 우려가 다시 부각되면 3차 양적완화가 실시될 것으로 보인다.

특히 이러한 정치적 교착 상태는 미국, 이탈리아, 그리스, 스페인, 프랑스에서 올해 선거가 예정되어 있으며, 독일은 내년에 선거가 예정되어 있다는 점에서 더욱 해소되기 어렵다.

5. 미국과 유럽 경제위기에 대비한 거시경제정책 방향

1) 유로존 위기의 국내 금융위기 전염에 대비해야

[표3] GDP 대비 수출 및 포트폴리오 투자 비중

(단위 : %)

	미국	유로	일본	중국	동아시아
수출 비중	5.3 → 4.5	3.8 → 3.7	2.8 → 2.6	6.5 → 11.4	4.5 → 5.0
포트폴리오 투자 비중	6.8 → 12.6	1.8 → 5.8	1.2 → 1.6	-	1.7 → 7.1

* 수출 비중은 2001~2008년 평균 → 2009~1010년 평균

* 포트폴리오 투자 비중은 2001 → 2009

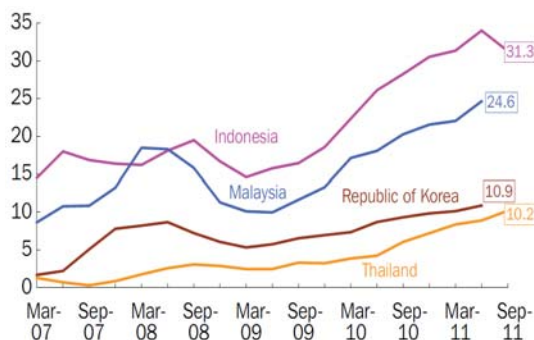
* 자료 : ADB(2011)

수출이 국내총생산에서 차지하는 비중이 50%에 달할 만큼 수출의존도가 높고 완전 자본시장 개방에 따라 환율변동성이 높은 한국경제는 선진국 경기침체에 큰 타격을 받을 수밖에 없다. 그러나 [표3]에서 보이듯이 미국 및 유럽에 대한 수출의존도는 점차 낮아지고, 중국과 동아시아에 대한 비중이 높아짐에 따라 과거보다 무역 채널의 영향력은 줄어들었다. 그러나 수출주도형 중국경제가 미국 및 유럽 의존도가 높다는 점에 주의해야 한다. 또한 1990년대보다 2000년대 선진국 경기침체의 폭과 강도가 더욱 심해졌다는 점도 유의할 필요가 있다.

무엇보다 2008년 금융위기에서 경험한 것처럼, 금융세계화에 따라 외국인의 대규모 자본유출이 초래하는 금융 부문의 영향력은 갈수록 커지고 있다. 국내 은행은 미국계 은행으로부터 국내 신용의 8.3%, 유럽계 은행으로부터는 16.4%를 차입하고 있다. 따라서 2008년과 유사하게 기타투자 부문에서의 급격한 자본유출 현상을 배제할 수 없다. 또한 2009년 이후 외국인의 포트폴리오 투자가 급증하였음에 유의해야 한다. 포트폴리오 투자에서 미국과 유럽계 자금은 2001년 GDP 대비 8.6%에서 2009년에는 18.4%로 증가하였다. 원달러 환율이 상승하고 추가적 금리인상이 어려운 조건에서 채권과 증권시장에서 외국인의 지속적인 자본유출이 발생할 것으로 보인다.

[그림14] 외국인 국채 보유 비중

(단위 : %)



* 자료 : ADB

[그림15] 외국인 순 주식투자 증가 추이

(단위 : %)



유럽계 은행들은 자기자본비율을 확충할 때 차입비용 증가를 통한 자본금 확대보다는 대출 회수와 자산 매각을 통해 이 비율을 맞추려 할 것이다. 정치적으로도 역내 대출 회수보다 동유럽과 신흥국 등 역외 회수가 용이하므로 국내 유동성 위기를 초래할 수도 있다. 따라서 그리스가 유로존을 탈퇴하는 등 유럽 위기가 심화되면 포트폴리오투자자와 기타투자자가 동시에 급격히 유출되어 환율변동성이 심화되면서 금융 위기가 올 수 있다. 이를 사전에 대비해야 한다.

[표4]를 통해 우리나라의 금융 및 외환 부문의 주요 건전성 지표를 보면 다른 동아시아 국가들과 마찬가지로 양호한 편이다. 특히 정부의 거시건전성 규제에 따라 단기외채 비율이 줄어드는 성과를 거두기도 하였다. 다만 다른 국가에 비해서 시중은행의 대외부채와 예대율이 높은 문제점을 보이고 있다. 그러나 2008년 글로벌 금

금융위기 이후 대규모 재정 및 통화 정책을 추진함에 따라 정부의 정책 여력은 더 제한적이다. 재정은 이미 4년 연속 적자를 기록하여 정부부채 비율도 증가했으며, 금리 또한 2008년 수준으로 회복하지도 못하였다.

[표4] 주요 금융 건전성 지표

(단위 : %)

	GDP 대비 정부부채 (2010)	GDP 대비 외채 (2010)	예금 대비 대출 (2011.7)	외환준비금 대비 단기외채 (2011.1사분기)	대외자산 대비 대외부채	자기 자본 비율
한국	31.9	28.8	117.5	60.3	203.9	14.5
대만	33.5	20.5	63.4	20.4	72	11.7
중국	36	6.3	73.5	11.9	37.9	11.8
인도네시아	27.4	17.2	90.8	46.5	156	16.6
말레이시아	53.1	28.6	94.4	32	92.6	14.2

* 대외자산 대비 대외부채는 예금취급기관의 대외 부채와 자산임

* 자료 : ADB

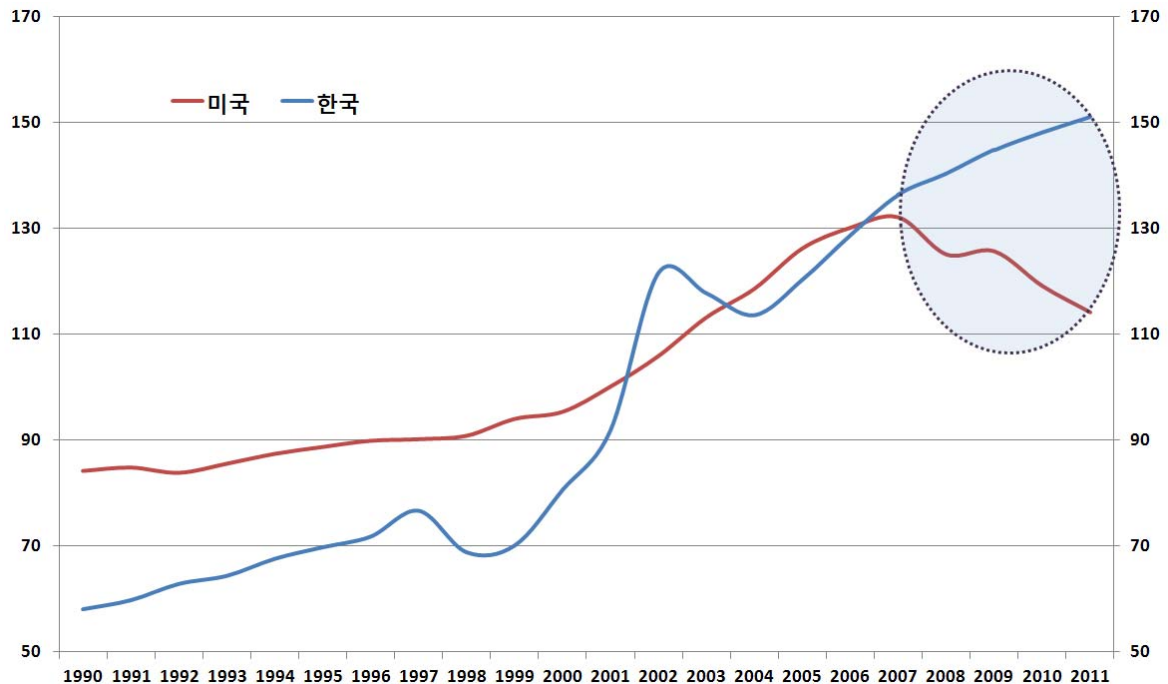
2) 가계부채와 부동산시장 연착륙 대비책 마련해야

다음으로 거시경제 안정의 아킬레스로 지적되고 있는 가계부채와 부동산시장 연착륙을 위한 대비책을 마련해 두어야 한다. 미국경제는 금융위기 이후 가계의 부채축소에 따라 가처분소득 대비 가계부채 비율이 2007년 132%에서 최근 114%까지 하락하였다. 그러나 우리나라의 가계부채 비율은 같은 기간 136%에서 2011년에는 151%로 증가한 것으로 추정되고 있다. 가격부양을 중점에 둔 정부의 실패한 부동산정책이 가계부채의 연착륙을 지연시키고 있기 때문이다.

경기침체에 따라 고용시장이 악화되고 부동산시장 연착륙에 실패하면, 다른 부동산 버블 국가와 마찬가지로 동 비율이 줄어들면서 대차대조표 침체에 빠질 가능성이 없지 않다. 가계의 소득 대비 지나치게 상승한 부동산가격과 부채가 정상적으로 조정되는 과정에서, 민간소비와 금융기관의 재무건전성에 적지 않은 충격을 줄 수 있다. 자산시장 붕괴에 따른 가계의 재산 및 소비 감소, 금융기관의 신용회수와 부채상환 압력 증가, 고용악화에 따른 소비축소 및 연체율 상승 등이 동시에 금융 및

거시경제를 압박하기 때문이다.

[그림16] 한국과 미국의 가계부채 비율 비교



3) 소득과 복지 중심의 새로운 경제체제로 전환해야

자본주의는 투자의 불확실성과 소득 양극화에 따른 총수요 부족으로 항상적인 불안정성의 문제를 내포하고 있다. 특히 감세, 규제완화, 시장화, 금융화를 핵심으로 하는 신자유주의는 양극화와 불안정성을 더욱 심화시키는 태생적 한계를 지녔다. 그러나 신자유주의는 ‘가계부채’를 통해 자산시장의 버블과 낮은 저축률로 민간의 총수요를 창출하였다. 또한 금융시장의 탈규제에 따라 만들어진 새로운 금융상품과 레버리지 증가는 이러한 메커니즘을 지속적으로 강화하였다. 그리고 경기가 침체될 때마다 새로운 금융상품, 금융혁신, 금융버블을 통해 부족한 유효수요를 인위적으로 창출하여 위기를 모면하였다. 따라서 신자유주의는 가계부채나 정부부채의 증가를 통해서 중·하위 계층의 실질소득 정체와 거시적 수준에서 높은 유효수요가 양립할 수 있도록 하였다. 즉 부채는 신자유주의적 경제성장을 위해 필요한 높은 소비수준과 분배적 의미에서 소득양극화의 모순적 성격을 치유하는 해법으로 작동했다. 자본주의 황금기에 유효수요를 유지했던 내적동력이 ‘임금’이었다면, 신자유주의 시대

에는 ‘부채’가 이를 대체한 것이다.

그러나 2008년 미국의 서브프라임, 2011년 유럽의 재정위기에서 보듯이 부채를 통한 유효수요 관리는 장기적으로 지속가능한 해법이 아님을 여실히 입증하고 있다. 레버리지 상승과 낮은 저축률은 신규차입 여력과 부채상환 능력의 감소를 의미하고 있으며, 자산 가격이 더 이상 오르지 않고 경제주체가 부채를 감당할 수 없는 한계에 도달하면 버블은 결국 붕괴되기 때문이다.

2012년 한국경제는 유럽 등 선진국 경제 침체에 따른 금융 및 거시경제 전염을 차단하고, 부동산 및 가계부채의 연착륙에 모든 정책 역량을 집중해야 할 것이다. 장기적으로는 부채와 감세로 대변되는 신자유주의 경제를 실질임금과 복지 중심의 새로운 경제체제로 이행하는 기반을 구축해야 한다. 이를 위해서는 신자유주의 경제의 사생아인 MB노믹스를 대체할 수 있는 정치적 토대가 무엇보다 필요하다.

