

그리스의 채무재조정 가능성과 향후 전망

강유덕 세계지역연구센터 유럽팀 부연구위원 (ydkang@kiep.go.kr, Tel: 3460-1123)

이현진 세계지역연구센터 유럽팀 전문연구원 (hjeanlee@kiep.go.kr, Tel: 3460-1226)

차 례 ●●●

1. 그리스 구제금융 현황
2. 그리스의 거시경제지표 점검
3. 그리스의 채무재조정 가능성 및 예상방안
4. 유로지역에 대한 파급효과 및 향후 전망

주요 내용 ●●●

- ▶ 2010년 5월 이후 그리스는 IMF와 EU 회원국으로부터 1,100억 유로의 구제금융을 받고 있으나, 현재 그리스의 거시경제지표를 감안할 때 추가지원 또는 채무재조정으로 갈 수밖에 없는 상황임.
- 현재 실시되고 있는 IMF와 EU의 구제금융은 2012년부터 그리스 정부가 장기국채시장으로 복귀한다는 전제하에 구상되었으나 재정상황이 개선되고 있지 않아 자체적인 국채발행을 통한 차환(roll-over)은 어려울 것이라는 관측이 지배적임.
- 올해 GDP 대비 국가채무 수준은 150%를 상회할 것으로 보이며, 3년 연속 마이너스 성장을 기록할 것으로 보여 긴축만으로 국가채무를 줄이는 데는 한계에 다다랐다는 주장이 계속 제기됨.
- ▶ 추가지원에 대한 논의와 더불어 채무재조정 방안으로는 국채만기연장(reprofiling)과 원리금 삭감조치(haircut)가 거론되고 있음.
- 국채만기연장은 기존 국채를 장기채권으로 교환하는 것이며, 원리금 삭감은 채무자채를 일정 비율로 삭감하는 것임.
- 채무재조정의 시점과 방법은 EU 기관 및 주요국, 민간채권자 간의 이해가 얹혀 있어 예측하기 어려우나 ① 그리스 정부의 강도 높은 긴축재정 → ② EU 및 IMF의 추가지원 → ③ 채무재조정의 순서로 진행될 것으로 전망됨.
- ▶ 향후 그리스의 채무재조정이 일어나는 결정적인 계기는 ① 그리스 정부의 긴축재정 추진 가능성이 약해지는 경우, ② 주요국의 반대로 그리스에 대한 추가지원이 어려워질 경우, ③ 채무재조정에 대한 주요국의 합의가 도출되는 경우가 될 것임.
- 그리스 정부의 긴축재정 계획이 국민적 반대, 정치적 혼란 등의 난관에 봉착하여 더 이상 추진이 어려울 경우 잔여 구제금융 및 추가지원이 중단될 것으로 보여 디폴트(default) 상황에 직면할 것으로 보이며, 이 경우 채무재조정 논의가 급속도로 진행될 것임.
- 주요 당사자 간의 채무재조정 방안에 대한 구체적 합의가 이루어질 경우에도 채무재조정 절차를 밟게 될 것으로 예상됨.
- 그리스 대외채무의 대부분을 유로지역 금융기관이 보유하고 있어 채무위기가 유로지역 전체로 파급될 수 있다는 인식이 크기 때문에 정치적 타협이 나올 수 있는 소지가 큼.

1. 그리스 구제금융 현황

- 2010년 5월 이후 그리스는 IMF와 EU 회원국으로부터 1,100억 유로의 구제금융을 받고 있으며, 현재까지 4회에 걸쳐 525억 유로의 구제금융을 받은 상태
- 그리스 정부는 구제금융 신청 시 3년 동안 300억 유로의 재정계획을 발표한 바 있으며, 2011~15년 기간 중 283억 유로(GDP의 12%)의 재정감축을 목표로 하는 중기재정계획을 올해 5월 발표하여(표 1 참고), 오는 2015년까지 재정적자를 GDP 대비 2.9%까지 낮춘다는 계획임.
- 한편 2015년까지 500억 유로를 확보하기 위해 공기업 민영화 및 국유재산 매각을 추진 중임.
- 2011년 5월 중 이루어진 IMF의 실사에서 그리스 경제의 거시경제지표가 개선되지 않은 것으로 나타나 예정된 5차 지원(120억 유로, 7월 초 예정) 실행 여부를 놓고 이론이 제기되었으며, 난항 끝에 6월 30일 그리스 의회의 긴급재정안 통과 이후 집행여부를 확정하는 것으로 잠정 결정됨.
- 또한 구제금융이 종료되는 2013년 이후에도 계속적인 지원이 필요한 것으로 나타남에 따라 기존의 구제금융 외에 추가적인 지원(500억~600억 유로 추산) 방안도 거론되고 있으나 IMF 및 유로 지역 국가들의 입장차이가 지속되고 있는 상황임.

표 1. 그리스 정부의 재정건전화 계획

(5월 23일 발표, 단위: 백만 유로)

주요 조치	2011	2012	2013	2014	2015	2011~15	GDP 대비 %
공공부문 임금삭감	800	660	398	246	71	2,175	0.9%
운영비용 감축	140	90	98	223	33	584	0.2%
공공기관 통폐합 및 보조금 삭감	491	89	102	70	19	770	0.3%
국영기업 구조정비	0	414	329	298	274	1	0.6%
국방비 삭감	0	200	333	333	333	1	0.5%
보건서비스 비용감축	60	204	149	153	188	754	0.3%
의료, 제약부문 지출 감소	250	493	200	42	0	985	0.4%
사회보장비용 축소	1,008	1,260	1,025	790	400	4,483	1.9%
사회보장세 증세 및 탈세방지	629	259	713	1,127	337	3,065	1.3%
세수행정 강화 및 탈세방지	0	0	878	975	1,147	3	1.2%
면세조치 축소 및 기타 증세	2,450	2,880	450	300	0	6,080	2.7%
지방정부 재정관리 효율화	0	355	345	350	305	1,355	0.6%
공공투자 감축	700	-196	0	0	0	504	0.2%
총 절감효과	6,537	6,785	5,224	5,453	4,260	28,259	12.0%
세출조치(재정긴축)	3,310	3,408	2,858	2,711	2,531	14,818	6.3%
세입조치(증세)	3,227	3,377	2,366	2,742	1,729	13,441	5.7%
GDP	225,449	228,390	235,523	242,886	251,903		

자료: Hellenic Republic Ministry of Finance(2011), *Mid-term fiscal strategy 2012-2015*.

- 그리스의 국가채무는 계속 증가하여 올해 GDP 대비 150%를 초과할 것으로 예상되며, 이로 인해 궁극적으로는 채무재조정에 이를 수밖에 없을 것이라는 전망이 계속적으로 제기되는 상황임.

- 경기후퇴로 인한 세수감소로 그리스 정부는 2010년 재정목표 달성에 실패한 것으로 추정되며, 이로 인해 GDP 대비 국가채무 수준도 목표치를 10%포인트 가까이 초과한 것으로 나타남.
 - 2010년 GDP 대비 재정적자: 당초 8.1% 목표 → 10.5% 추정, 국가채무: 133.3% 목표 → 142.8% 추정
- 2011년 1~5월 중 재정적자는 103억 유로로 전년동기대비 12.9% 증가한 것으로 나타남.
- 재정건전성이 개선되지 않고 있다는 판단에 따라 신용평가기관들은 그리스 국채의 신용등급을 디폴트 수준까지 낮춘 상황이며, 국채수익률(10년 만기)은 16%를 초과한 상황임.

그림 1. 그리스의 GDP 대비 재정적자(좌) 및 국가채무(우)

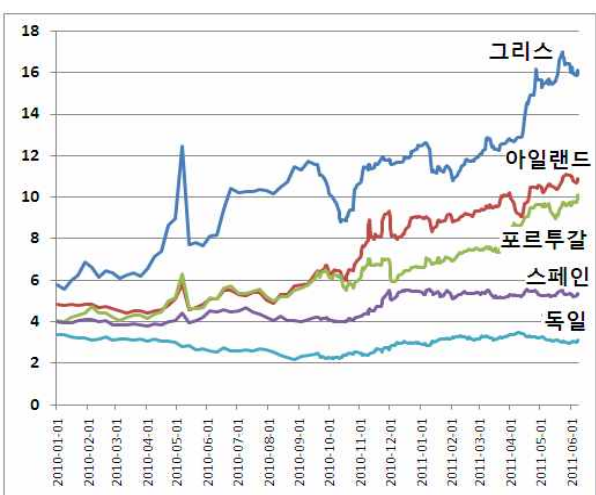
(단위: %)



자료: EU 집행위원회.

그림 2. PIGS 국가의 국채수익률 변화(10년 만기)

(단위: %)



자료: Bloomberg.

2. 그리스의 거시경제지표 점검

가. 거시지표 점검

■ 그리스 경제는 올해에도 마이너스 성장이 예상됨에 따라 3년 연속 마이너스 성장을 기록하는 등 장기침체를 겪고 있음(표 2 참고).

- 대부분의 EU 회원국은 2009년 마이너스 성장을 기록한 이후 2010년부터 플러스 성장으로 반전하였으나, 그리스 경제는 2011년까지 마이너스 성장을 기록하면서 극심한 내수침체를 겪고 있음.
- 특히 긴축재정에 따른 경기침체 효과로 인해 민간소비와 투자는 2012년까지 마이너스 성장을 보일 것으로 예상되며, 실업률도 지속적으로 상승할 것으로 보여 경기회복의 징후가 나타나지 않고 있음.
- 무역수지 및 경상수지 적자폭은 감소추세이나 여전히 GDP 대비 10% 내외의 적자를 기록할 것으로 예상되어 수출증가가 내수증가로 이어지는 경기회복 패턴이 일어나고 있지 않음.

표 2. 그리스의 주요 거시경제지표

		1992~96년	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년	2012년
성장률 (%)	GDP	3.0	4.3	1.0	-2.0	-4.5	-3.5	1.1
	민간소비	3.1	2.8	3.2	-2.2	-4.5	-6.4	-2.2
	공공지출	3.1	8.2	1.5	10.3	-6.5	-2.6	0.1
	총고정투자	4.3	5.5	-7.5	-11.2	-16.5	-16.6	-1.9
실업률		9.9	8.3	7.7	9.5	12.6	15.2	15.3
GDP 대비 (%)	무역수지	-15.2	-19.5	-20.4	-16.3	-14.2	-13.0	-12.3
	경상수지	-6.3	-15.6	-16.3	-14.0	-11.8	-8.3	-6.1
	재정수지	-6.5	-6.4	-9.8	-15.4	-10.5	-9.5	-9.3
	국가채무	97.7	105.4	110.7	127.1	142.8	157.7	166.1

자료: EU 집행위원회(2011. 5), *European Economic Forecast 2011*.

■ 그리스 등 재정위기를 겪고 있는 국가들과 대조적으로 일부 EU 회원국은 높은 성장률을 나타내고 있어 디커플링(decoupling) 현상이 나타나고 있음.

- 2009년 마이너스 성장 이후 2010년 1.8%의 경제성장을 기록한 EU 경제는 올해에도 1.8%의 성장이 예상
- 그러나 [표 3]에 나타난 바와 같이 국가별로 성장률 편차가 심해 독일과 폴란드를 비롯한 수출중심의 중소국가들은 높은 경제성장률을 기록할 것으로 예상되는 반면, 재정위기를 겪고 있는 일부 국가들은 마이너스 또는 저성장 기조를 보일 것으로 전망됨.
- 지속적인 수출경기 호조와 내수회복, 설비증가로 인해 독일은 3.5%(2010년 3.6%)의 경제성장이 예상되며, 내수중심의 폴란드를 비롯해 북유럽 국가들도 양호한 경제성장을 이룰 것으로 전망됨.
- 그러나 재정위기를 겪고 있는 이른바 PIGS 국가들은 마이너스 성장 또는 저성장을 기록할 것으로 전망되며, 이 중 그리스가 가장 심한 경기침체를 겪고 있음.

표 3. EU 주요 회원국의 경제성장률 전망

상위그룹	2009	2010	2011	중간그룹	2009	2010	2011	하위그룹	2009	2010	2011
독일	-4.7	3.6	2.6	프랑스	-2.6	1.6	1.8	그리스	-2.0	-4.5	-3.5
폴란드	1.7	3.8	4.0	영국	-4.9	1.3	1.7	포르투갈	-2.5	1.3	-2.2
스웨덴	-5.3	5.5	4.2	네덜란드	-3.9	1.8	1.9	아일랜드	-7.6	-1.0	0.6
핀란드	-8.2	3.1	3.7	덴마크	-5.2	2.1	1.7	스페인	-3.7	-0.1	0.8
슬로바키아	-4.8	4.0	3.5	EU	-4.2	1.8	1.8	이탈리아	-5.2	1.3	1.0

자료: EU 집행위원회(2011. 5), *European Economic Forecast 2011*.

나. 그리스 재정위기의 특징

- 그리스 재정위기는 오랫동안 지속되었던 방만한 재정운용이 그 원인으로 지적되나, 만성적인 경상수지 적자로 인해 국가채무 중 대외채무의 비중이 증가한 점에서도 원인을 찾을 수 있음.
- 그리스는 유로화를 도입한 이후 매년 GDP의 10%에 이르는 경상수지 적자를 보여 왔는데, 이는 곧 부족한 국

내저축을 해외차입을 통해 충당하는 방식으로 재정운영을 해왔음을 의미함.

- [표 4]에 나타난 바와 같이 그리스의 총대외채무(정부+민간) 중 정부가 차지하는 비중이 50%를 상회하고 있어 총 외채 중 정부 부문이 차지하는 비중이 25% 이내인 주변국들과 큰 대조를 보이며, 비유럽 국가들과의 차이는 더 큰 것으로 나타남.¹⁾
- 아일랜드의 경우 GDP 대비 총외채 규모가 그리스보다 훨씬 크나 대부분의 외채가 민간 부문의 외채이며 금융권의 대외순자산이 크다는 점에서 그리스와는 큰 차이를 보임.

표 4. 채권 발행자 기준 총외채(external debt)

	총외채	금융기관		회사		정부		GDP 대비 총외채 규모
그리스	4,285	1,926	45.0%	124	2.9%	2,234	52.1%	141.3%
아일랜드	5,345	4,592	85.9%	136	2.5%	617	11.5%	257.7%
포르투갈	2,740	1,964	71.7%	143	5.2%	633	23.1%	119.7%
스페인	17,805	15,627	87.8%	520	2.9%	1,658	9.3%	126.5%
이탈리아	13,567	9,985	73.6%	1,049	7.7%	2,533	18.7%	66.0%
독일	27,458	23,178	84.4%	1,269	4.6%	3,012	11.0%	83.2%
일본	4,193	3,620	86.3%	541	12.9%	32	0.8%	7.7%
미국	71,830	55,561	77.3%	16,156	22.5%	114	0.2%	49.0%
한국	1,431	953	66.6%	407	28.4%	71	5.0%	14.2%
OECD	249,571	199,245	79.8%	32,143	12.9%	18,184	7.3%	62.4%

주: 2010년 12월 기준.

자료: BIS.

- 높은 대외채무는 다음과 같은 요인으로 인해 경제충격에 민감한 경제환경을 조성한다는 것이 일반적인 정설임.
 - 국가신인도가 하락될 경우 외국인 투자자들이 국채 투매현상을 일으킬 수 있어 국채 재발행을 통한 차환(roll-over)이 어렵게 됨.
 - 국채에 대한 이자지급에 따라 계속적으로 경상수지 적자가 가중됨.
 - 정부가 디폴트를 선택할 경우 단기적인 피해가 해외채권자에게 전가되어 디폴트가 일어나기 쉬운 정치적 환경을 조성하게 되며, 이 리스크가 국채수익률에 미리 반영되어 채권발행 조건이 어려워짐(국채수익률 상승).
 - 내국인 채권자에 비해 해외채권자에 대한 조세권 행사가 어려우므로 국채에 대한 세금부과 등의 선택을 할 수 없음.

■ 높은 경상수지 적자 수준은 디폴트 및 구제금융 신청 가능성이 높은 거시경제 환경을 조성하는 것으로 나타나는데, 그리스가 대표적인 예라 할 수 있음.

- [그림 3]에 나타난 바와 같이 경상수지 적자폭이 클수록 국채수익률이 높아 디폴트 및 구제금융 신청 가능성이 높은 것으로 나타나며, 경상수지 적자는 민간 부문의 부채증가로 이어지는 것으로 나타남(그림 4 참고).

1) 유럽 국가의 GDP 대비 대외채무 비중이 높은 주요인은 유럽 금융시장의 통합이 심화되는 과정에서 EU 역내 은행권의 상호채무관계가 심화되었기 때문임.

그림 3. 경상수지와 국제수익률의 상관관계

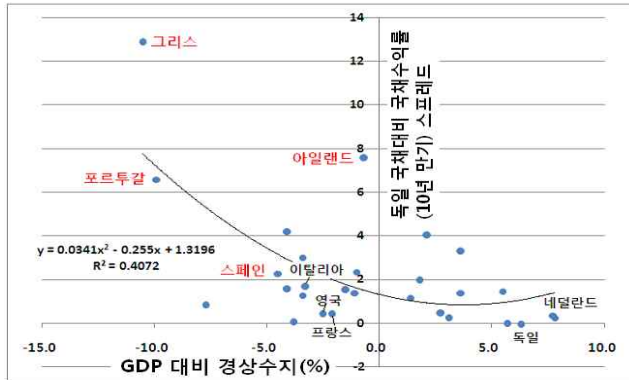
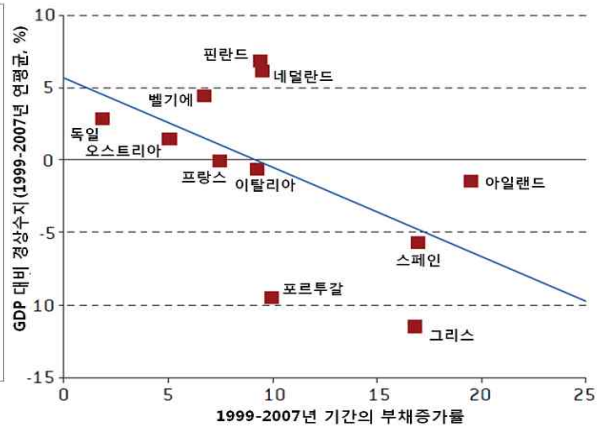


그림 4. 경상수지와 부채증가의 상관관계



주: 경상수지는 2010년, 국제수익률은 2011년 5월 자료.
자료: 유럽통계청(Eurostat) 및 Bloomberg 자료에 따른 저자의 계산.

자료: Wolff(2011), The Euro Area's Macroeconomic Balancing Act.

■ 그리스 정부는 강도 높은 재정긴축을 시행하고 있으나 그리스의 소비 및 무역구조를 감안할 때 재정긴축이 총수요 감소에 미치는 영향은 매우 클 것으로 보임.

- 그리스 정부는 2011년 중 64억 유로, 2012~15년 중 220억 유로의 재정감축을 추진할 계획이며, 전체 재정감축(중세조치 포함)의 1/3 이상이 공공부문 감축 및 사회보장성 지출삭감 등으로 이루어져 가계의 가처분소득에 큰 영향을 미칠 것으로 예상됨(표 1 참고).
- 무역개방도와 가계저축률이 낮은 그리스 경제의 특성상 긴축재정이 총생산에 미치는 부정적인 영향이 다른 국가에 비해 클 수밖에 없어 장기침체가 불가피할 것으로 보임.²⁾

표 5. 안정성장협약(SGP) 준수를 위한 재정긴축 시 GDP에 미치는 영향 추정³⁾

	GDP 대비 수출비중	GDP 대비 수입비중	무역개방도	케인즈 재정승수	SGP 기준 초과적자(2009년 기준)	긴축재정 시 GDP에 대한 충격(%)
그리스	19.0	29.8	0.49	2.5	12.4	-31.0
아일랜드	90.7	75.4	1.66	1.3	11.4	-14.8
포르투갈	27.9	35.5	0.63	1.7	6.4	-10.7
스페인	23.4	25.5	0.49	2	8.1	-16.2
이탈리아	24.0	24.4	0.48	1.5	2.2	-3.3

주: 케인즈 재정승수(Keynesian multiplier)는 정부지출 변화에 따른 GDP 변화정도를 나타내며, $1/(1-c+m)$ 또는 $1/(s+m)$ 의 형식으로 추정됨. c : 한계소비계수, s : 한계저축률, m : 한계수입계수.

자료: Gros and Alcidi(2010), *Adjustment Difficulties and Debt Overhangs in the Eurozone Periphery*.

- Gros and Alcidi(2010)에 따르면, 성장·안정협약(SGP)⁴⁾이 규정하고 있는 3% 이내의 재정적자 기준을 준수

2) 무역개방도 $[(\text{수출}+\text{수입})/\text{GDP}]$ 가 낮을 경우 GDP 대비 수입이 적어 재정지출을 통한 경기 건인 시 국내생산을 촉진시키는 효과(재정승수효과)가 강하게 나타남. 반면에 긴축 시에도 GDP 대비 수출이 적으므로 정부의 수요감소가 국내생산에 미치는 효과가 상대적으로 강하게 나타남.

3) 정부지출의 변화가 GDP 변화에 미치는 영향은 다음과 같은 수식에 의해 산출됨. ΔY : 총생산 변화, ΔG : 정부지출 변화, c : 한계소비계수, m : 한계수입계수.

$$(A1) \Delta Y = \frac{1}{1-c+m} \Delta G$$

4) 성장안정협약(SGP: Stability and Growth Pact)은 EU 회원국의 재정적자와 국가채무를 GDP 대비 각각 3%와 60% 이내로 유지할 것을 규정하고 있음.

하기 위해 그리스에 긴축재정(GDP 대비 12.4%의 긴축)을 실시할 경우 GDP가 30% 이상 감소하는 것으로 나타남(표 5 참고).

- 지난 6월 15일 그리스의 양대 노총은 긴축재정에 따른 임금삭감과 사회복지 예산 축소에 반대하며 올해 세 번째 총파업을 실시하였으며, 파판드레우(Georgios Papandreou) 총리의 거국내각 구성안이 긴축재정에 이견을 보이고 있는 야당의 반대로 무산되는 등 이른바 '긴축피로' 현상이 나타나기 시작함.

3. 그리스의 채무재조정 가능성 및 예상방안

가. 채무재조정의 배경

- 현재 그리스의 거시경제지표를 감안할 때, 그리스 정부의 자체적인 노력만으로는 정상적인 채무상환이 어려워 결국 채무재조정을 실시할 수밖에 없다는 주장이 설득력을 얻고 있는 상황임.
- 국가부도 위험에 따라 채무재조정 가능성을 점검해 볼 수 있는 주요 지표로 ① 재정적자, ② 국가채무, ③ 경제성장률, ④ 국채수익률을 들 수 있음.
 - 특히 국가부도 또는 구제금융에 이르는 결정적인 시점은 거시경제지표 악화로 인해 국채수익률이 급상승하는 경우가 보편적인데, 이는 장기국채시장에서 만기채무의 차환이 불가능해지기 때문임.
- [표 6]에 요약된 바와 같이, 그리스의 거시경제지표는 위의 네 개 지표가 모두 악화된 상황이어서 자체적인 국채발행이나 채무상환이 불가능하다는 것이 일반적인 견해임.

표 6. 주요 지표에 따른 채무불이행 가능성 점검

	그리스	아일랜드	포르투갈	스페인
① 재정적자 ('10년 → '11년)	매우 높음 10.5% → 8.9%	매우 높음 32.4% → 10.0%	높음 9.1% → 6.1%	높음 9.2% → 6.5%
② 국가채무 ('10년 → '11년)	위험 142.8% → 157.7%	빠르게 악화 96.2% → 112.0%	위험 93.0% → 101.7%	비교적 안정권 60.1% → 68.1%
③ 경제성장률 ('10년 → '11년)	악화(장기침체) (-4.5% → -3.5%) 3년 연속 마이너스 성장	개선 (-1.0% → 0.6%) 2011년부터 플러스 성장 예상	악화(침체) (1.3% → -2.2%) 마이너스 성장으로 선회 예상	개선 (-0.1% → 0.8%) 2011년부터 플러스 성장 예상
④ 국채수익률 ('10년 → '11년)	매우 높음 (16.1%)	높음 (10.9%)	높음 (10.1%)	안정적 (5.4%)

주: 붉은색은 해당 경제지표가 매우 악화된 상황을 뜻하며, 노란색은 위험도가 높은 상황을 의미함.

자료: EU 집행위원회, Bloomberg 데이터를 사용하여 저자 작성.

- 2010년 5월부터 시작된 IMF와 EU 회원국의 구제금융 조치는 2012년부터 그리스 정부가 장기국채시장으로 복귀한다는 것을 전제로 운영되고 있으나 현재의 거시경제지표와 국채수익률을 감안할 때 달성하기 어려운 목표임.

- 2010년 5월부터 그리스 정부는 네 차례에 걸쳐 525억 유로의 지원을 받았으며, 2013년 2/4분기까지 570억 유로의 잔여지원이 이루어질 예정임.
- 지난 5월 IMF, EU 집행위원회, 유럽중앙은행(ECB)의 실사결과 경기침체로 인한 세수부족으로 그리스의 재정 상황이 개선되지 않은 것으로 나타나 계속적인 지원여부가 확정되지 않은 상황이며, 긴축재정안에 대한 그리스 의회의 표결 이후인 7월 초에 5차 지원금(120억 유로) 집행 여부가 결정될 예정임.
- 2011년의 재정수요는 IMF와 EU 회원국의 구제금융 지원금으로 충당하나 2012년부터는 장기국채를 발행하기 시작해 점차 그 비중을 늘려간다는 것이 IMF와 그리스 정부의 기존 계획임(표 7 및 그림 5 참고).
- 2013년부터는 재정수요의 75% 이상을 장기국채시장에서 차환을 통해 마련할 계획임.
- 그러나 올해 6월 그리스 국채수익률(10년 만기)이 16%를 초과하고 있으며, 신용평가기관들이 그리스의 신용 등급을 디폴트 수준으로 낮추고 있어 그리스 정부의 독자적인 국채발행은 불가능한 상황이며, 결국 추가지원 또는 채무 자체를 재조정해주어야 한다는 주장이 설득력을 얻고 있음.

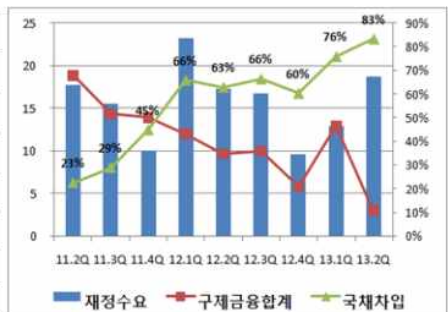
표 7. 그리스 구제금융 자금 지원계획

(단위: 10억 유로)

	2011년			2012년				2013년		합계
	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	
재정수요	17.7	15.5	10.0	23.2	17.3	16.7	9.6	12.9	18.7	141.6
단기국채차입	4.0	4.5	4.5	4.0	4.0	5.0	5.0	4.0	4.0	39.0
장기국채차입	0.0	0.0	0.0	11.3	6.9	6.1	0.8	5.8	11.6	42.5
구제금융합계	12.0	8.0	5.0	10.0	6.0	6.0	2.0	6.0	2.0	57.0
EU	8.7	5.8	3.6	7.3	4.4	4.4	1.5	4.4	1.5	41.6
IMF	3.3	2.2	1.4	2.7	1.6	1.6	0.5	1.6	0.5	15.4

자료: IMF.

그림 5. 그리스 정부의 재정 조달방안



자료: IMF.

나. 그리스의 채무재조정 방안

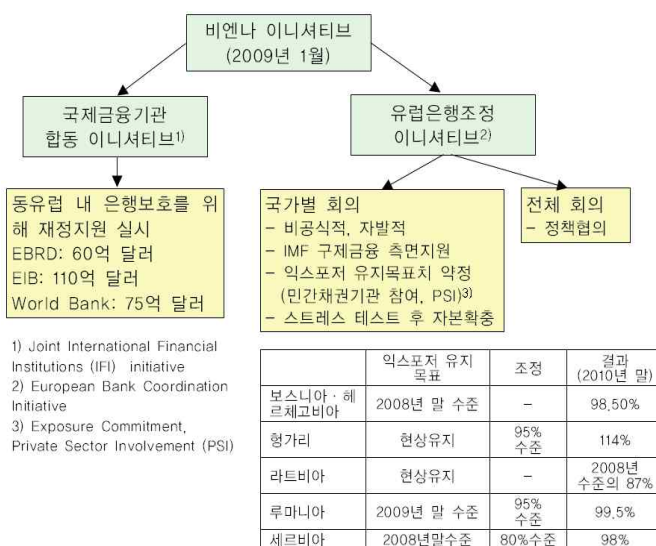
- 채무재조정 방안으로는 ① 국채만기 연장, ② 이자감면, ③ 원리금 삭감 조치가 고려될 수 있으며, 이 중 국채만기 연장(soft restructuring, reprofiling)과 원리금 삭감이 거론되고 있음.
- 국채만기 연장은 기존 국채를 신용도가 개선된 장기채권으로 일괄적 또는 선별적으로 교환(debt swap)하는 것임.
- 채권자들과 질서 있는(orderly) 조정을 통해 디폴트 시 발생할 수 있는 손실을 최소화하는 데 초점을 맞추며, 만기연장채권의 신용도 개선을 위해 EU 회원국 또는 ECB가 보증을 서는 방식이 거론될 수 있음.
 - 현재 EU 조약과 ECB 정관에 따르면, ECB가 회원국 국채에 대해 보증을 서는 것이 허용되지 않아 규정상의 조정이 필요할 것임.
- 이는 원리금 삭감에 비해 시장 충격이 적은 방법이나 채무 자체는 그대로 유지되므로 근본적인 문제해결에는 한계가 있다는 지적임.
- ECB는 만기연장을 통한 채무재조정에 대해 매우 신중한 입장이었으나 6월 초부터 다소 긍정적인 입장으로 선화하기 시작함.

- 채권만기 연장을 통한 낮은 수준의 채무재조정이라 할지라도 시장의 혼란을 야기할 수 있으므로 ECB는 논의라는 입장을 견지하였으나 6월 초부터는 트리셰(Jean-Claude Trichet) ECB 총재가 상환연장을 배제한 것이 아니라는 보도가 나오기 시작함.
- 그러나 이 보도는 다시 정정되는 등 ECB 내부에서도 채권만기 연장방안이 심도 있게 논의되고 있는 것으로 관측됨.
- 채권만기 연장방법으로 2009년 동유럽 금융위기 때 사용되었던 비엔나 이니셔티브(Vienna initiative)가 참고 사례로 거론되고 있음.

글상자 1. 비엔나 이니셔티브(Vienna Initiative)

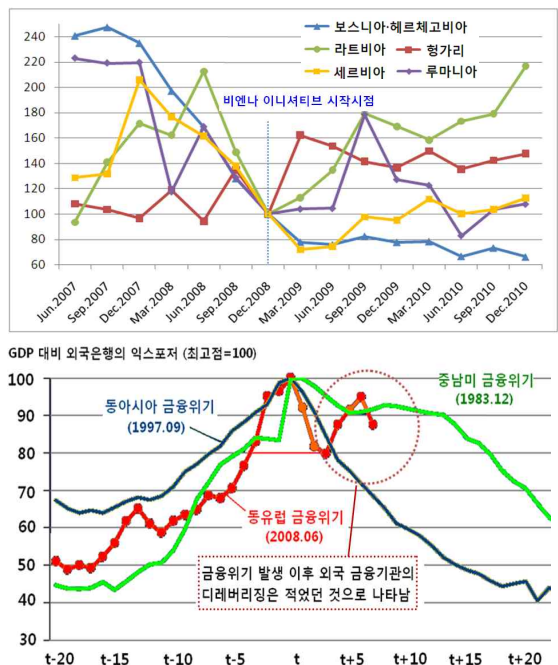
- 2009년 동유럽 금융위기를 맞아 유니크레딧, 소시에테 제네랄, 라이파이젠 등 서유럽 은행들과 유럽중앙은행(ECB), 유럽부흥개발은행(EBRD) 등 유럽 내 감독당국 간에 이루어진 합의
- 서유럽 대형은행들은 동유럽에서 대출업무를 지속하기 위해 EU와 IMF의 지원을 받아 자본을 확충, 동유럽에 대한 대출을 만기 연장한 바 있음.
- 비엔나 이니셔티브는 크게 국제금융기관(IFI) 간의 합동 이니셔티브와 유럽은행조정 이니셔티브로 구성되는데, 전자는 동유럽에 대한 재정지원을 담당하고, 후자는 민간은행과 채무국 간의 협의를 담당함.
- EBRD, EIB, World Bank 등 국제금융기관은 총 245억 달러를 책정하였으며, 이는 채무국에 대한 IMF의 지원과 연계되었음.
- 금융위기 발생 이후에도 동유럽 국가들의 대외채무가 크게 변화하지 않아 비엔나 이니셔티브는 동유럽 금융안정에 기여한 것으로 평가됨.

그림 6. 비엔나 이니셔티브의 구조



자료: 유럽부흥개발은행(EBRD).

그림 7. 동유럽 국가 은행의 대외채무 변화(上)와 주요 금융위기 이후 익스포저 변화 비교(下)



- 채권만기 연장으로 그리스의 채무상황이 개선되기 어렵다고 판단될 경우 최후의 수단으로 원리금 삭감(hard restructuring, haircut)이 실시될 수 있음.
- 집단행동조항(CAC) 방식이 적용될 경우 다수 채권자가 조정에 합의하면 나머지 채권자들도 따르도록 강제할 가능성이 있음.⁵⁾
- 1980년대 중남미 채무위기 해결을 위해 발행되었던 브래디 채권(Brady Bond) 사례가 그리스 채무재조정 방안으로 거론될 수 있음.
- 2013년 7월 출범되는 유럽안정메커니즘(ESM)에는 채무재조정 시 민간채권자의 손실 분담을 규정하는 집단행동조약이 포함되어 있음.
- 채무재조정 시 채무변제 순위는 ① IMF 대출, ② ESM 대출, ③ 민간투자자 순이어서 민간채권자에게 불리하게 되어 있으며, 민간채권자 입장에서는 ESM 도입 이전의 채무재조정이 유리하다는 지적이 있음.

글상자 2. 브래디 채권(Brady Bond)

- 1980년대 멕시코, 브라질, 아르헨티나 등 중남미 국가들이 외채상환 불능에 빠지자 미국 재무부의 보증으로 중남미 국가의 외채 원리금을 줄이고, 최장 30년 기간의 장기채권으로 전환한 사례
- 1982~88년 동안 수차례의 금융지원에도 불구하고 중남미의 채무위기가 계속된 것은 해당 국가의 채무수준이 상환능력을 초과했기 때문이라는 판단에서 시작되었으며, 당시 미국 재무부 장관이었던 니콜라스 브래디(Nicholas Brady)가 제안함(브래디 플랜).
- 브래디 플랜은 크게 다음과 같은 세 가지 방안으로 운영되었음.
 - ① 원리금 삭감과 만기연장: 기존 채권을 액면가 대비 25~45% 할인(discount)하고 30년 만기의 신규채권으로 전환
 - ② 이자율 조정(Par)과 만기연장: 원리금은 원상태를 유지하되, 매년 지급하는 이자율을 Libor 금리보다 낮추고, 30년 만기의 신규 채권으로 교환
 - ③ 추가 자금지원: 채무의 원리금, 이자율, 만기는 그대로 유지하되, 기존 채권의 25%에 해당하는 자금을 추가로 지원
- 신규로 발행된 30년 만기채권은 미국 재무부 채권으로 보증되었으며, 보증대상은 중남미 국가의 정부, 국영기업, 은행 등 공공성이 강한 기관의 채무로 한정되었음.
- 채권자와 채무자의 자발적인 참여를 원칙으로 하였으며, 할인율이나 이자율 같은 브래디 채권의 세부 발행조건은 채권단과 채무국(19개국)이 개별 협상을 통해 결정하도록 함.
- 1989~99년 동안 19개 채무국이 브래디 플랜에 참가하였으며, 2,800억 달러 규모의 채무가 협상되어 700억 달러가 탕감되었으며, 2,100억 달러의 브래디 채권이 발행되었음.

5) 집단행동조항(Collective Action Clauses): 채권 비율이 일정 수준 이상인 다수 채권자들이 채무국에 대한 지급정지, 만기연장, 금리인하, 원리금 삭감(haircut) 등 대출조건 변경을 결의할 경우, 나머지 채권자들이 동 결의사항을 수용해야 하는 제도

다. 채무재조정 가능성

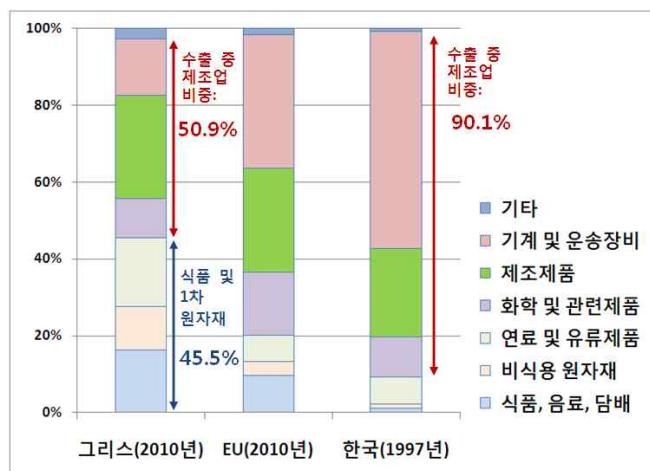
■ 그리스의 거시경제지표를 감안할 때 채무재조정은 불가피할 것으로 보이나, 시점과 방법에서 EU 기관과 주요국, 민간 채권자 간의 이해가 얹혀 있어 예측이 어려움.

- 그리스 채무위기에 대한 해결 노력은 ① 그리스 정부의 강도 높은 긴축재정, ② EU 및 IMF의 추가지원, ③ 채무재조정 순으로 진행되며, 채무재조정은 가장 마지막 해결방안이 될 전망이다.
- 채무재조정안 중에서 원리금 삭감(haircut) 방안은 국제금융시장에 주는 충격이 강할 수밖에 없다는 점에서 가장 마지막 수단이 될 것으로 보이나 국채만기 연장과 원리금 삭감이 병행되는 브래디 채권 방식이 원용될 가능성이 있음.

■ 일각에서는 그리스의 유로화 포기 가능성이 제기되고 있으나 단기적으로는 유로화 포기에 대한 비용이 이득보다 큰 것으로 판단됨.

- 아직까지 그리스와 EU 회원국, EU 기관에서 그리스의 유로존 탈퇴 가능성은 고려된 바 없음.
 - 올해 5월 초 독일 재무부가 그리스의 유로존 탈퇴 가능성을 보고한 사실(2011. 5. 6, *Der Spiegel*)이 보도된 바 있으나 이는 그리스 정부의 내부논의에 대응하기 위한 독일 측의 비공식회의 자료였던 것으로 밝혀짐.
 - 쇼이블레(Wolfgang Schäuble) 독일 재무장관은 5월 7일 비공식 유로존 재무장관 회의에서 그리스의 유로존 탈퇴 시 그리스 경제가 갖게 될 충격에 대해 언급한 것으로 알려짐(유로화 포기 시 50% 수준에 이르는 통화 평가절하 → 급격한 국가채무 상승 → 국가부도 → 그리스 금융권의 장기적인 타격).
- 그리스가 유로화 포기 시 얻을 수 있는 이익은 환율 평가절하를 단행하여 장기적으로 수출 및 관광산업을 활성화시켜 이를 경제회복의 발판으로 사용할 수 있다는 점임.
- 그리스는 제조업 기반이 약해 환율 평가절하가 수출에 미치는 긍정적 효과 또한 제한적일 것으로 판단되어 유로화 포기에 따른 이익보다 손실이 더 클 것으로 예상됨.

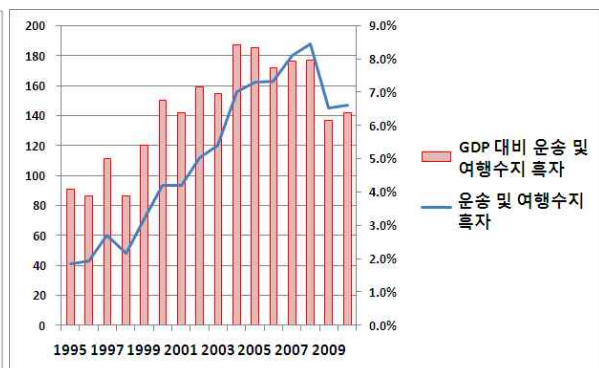
그림 8. 총수출 중 제조업 비중 비교



자료: 유럽통계청(Eurostat); KITA.

그림 9. 그리스의 운송 및 여행수지 흑자

(단위: 1억 달러)



자료: 유럽통계청(Eurostat).

- [그림 8]에 나타난 바와 같이 그리스는 총수출 중 제조업 비중이 낮고, 식품 및 1차 원자재가 차지하는 비중이 높아 1997년 외환위기와 환율 평가절하 이후 우리나라가 누렸던 대규모의 수출증가 효과가 어려울 것으로 예상됨.
- 그리스 경제는 운송과 여행수지 부문에서 큰 흑자를 기록(2010년 GDP 대비 6.4%)하고 있어 유로화 포기 시 이 부문의 흑자가 크게 증가할 수 있으나 불균형적인 산업구조(관광부문의 지나친 특화)가 확대될 수 있음(그림 9 참고).
- 또한 유로화 포기 시 국가채무 수준 급등과 더불어 국채수익률 추가상승, 그리스 내 금융기관의 연쇄적 부도로 이어져 장기침체로 이어질 수 있는 가능성이 더 큼. 유럽 각국의 지원도 중단될 수 있으며, 유로화 포기 과정에서 주변국과 갈등이 예상되어 현실적으로 어려운 선택임.

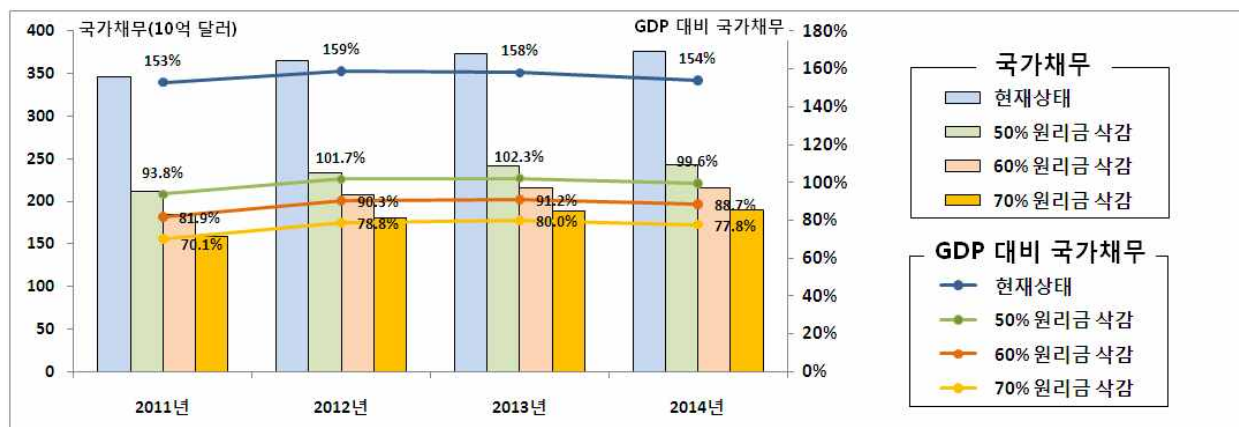
4. 유로지역에 대한 파급효과 및 향후 전망

가. 유로지역에 대한 파급효과

■ 2014년 이후 그리스 국가채무를 GDP 대비 100% 이내로 유지하기 위해서는 50% 이상의 원리금 삭감이 필요한 것으로 나타남.

- 2011년 그리스의 국가채무는 3,458억 유로로 GDP의 153% 수준이며, 이 중 민간 시장성 채권 2,678억 유로(전체의 77.4%)에 대해서 채무재조정 가능성이 대두되고 있음.
- 채무수준을 100% 미만으로 낮추기 위해서는 민간 시장성 채권에 대해 50%의 원리금 삭감이 필요한 것으로 추정됨.

그림 10. 시나리오별 채무재조정



주: 현재 그리스의 국가채무는 EU/IMF에게서 받은 구제금융과 그리스 정부가 발행한 민간 시장성 채권으로 구성되며, 이 중 민간 시장성 채권에 대해 50%, 60%, 70%의 원리금 삭감을 실시.

자료: BNP Paribas(2011), *Greece: Restructuring Costs*.

- 그리스 금융권은 480억 유로의 그리스 국채를 보유(2011. 2)하고 있는데, 이 중 상당 부분은 시장평가가 이루어지지 않아 원리금 삭감 시 자기자본 비율이 낮아져 금융권 부실이 야기될 수 있음.
- 또한 그리스 금융기관은 그리스 국채를 ECB에 담보로 제공하고 단기유동성을 공급받고 있어 시가평가보다 큰 원리금 삭감이 이루어질 경우 추가적인 담보제공이 필요할 것임. 그러나 현재 그리스 국채의 신용등급은 사실상 부도등급에 가까워 ECB의 담보대출이 어려운 상황임.
- o 그리스 국채의 원리금 삭감 시 ECB는 증권시장 프로그램(SMP: Securities Markets Programme)을 통해 보유 중인 그리스 국채가치 하락으로 자본금 수준을 두 배 이상 상회하는 200억 유로의 손실을 입을 수 있음 (BNP Paribas 추정).
- o 2011년 2월까지 ECB는 그리스 은행권에 1,450억 유로의 자산담보를 바탕으로 900억 유로를 대출해주고 있는데(35%의 시가평가에 해당), 그리스 국채에 대해 50%의 삭감조치가 실시될 경우 현재의 ECB 기준에서는 그리스 은행권에 대한 대출을 줄일 수밖에 없는 상황이 될 것임.

■ 그리스의 국채 및 은행채무 중 대부분을 유로 지역 금융기관이 보유하고 있어 그리스의 채무재조정 시 유로 지역 금융기관이 연쇄적으로 영향을 받는 것은 불가피함.

- [표 8]에 나타난 바와 같이, 그리스 국채 중 그리스 국내와 유로 지역 보유비중이 각각 32%와 54%에 달해 총국채의 86%를 유로 지역 금융기관이 보유하고 있는 것으로 나타남.
- 은행채무도 그리스에 대한 총 익스포저 중 93.5%는 유럽 은행들이 갖고 있으며, 특히 프랑스와 독일이 그리스에 대한 전체 익스포저 중 38.9%와 23.3%를 차지함(표 9 참고).
- o 유럽 금융시장 통합은 결과적으로 유럽은행 간의 상호 채무관계를 교차시켜 전체 채무가 증가하는 주요인이 되었으며, 주변국 은행에 대한 채무증가는 남유럽 국가에서 특히 크게 나타남(그림 11 참고).

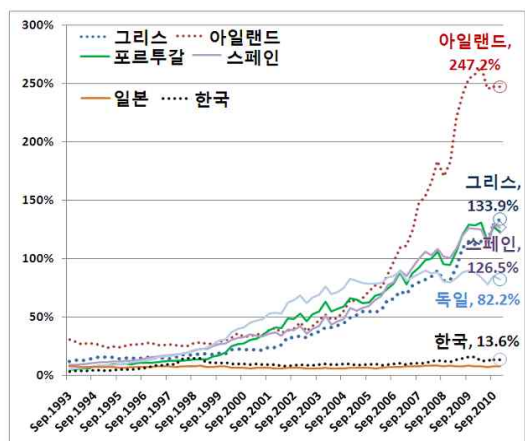
표 8. 그리스 국채 보유내역

(단위: 10억 유로)

	은행	보험	연기금	금융 기관	기타	합계	비중 (%)
자국	45.1	3.7	29	6.7	5.6	90.1	31.7%
대외	53	33.5	28.3	74.1	5.2	194.1	68.3%
유로존	47.8	31.1	20.2	48.5	4.7	152.2	53.6%
프랑스	14.6	16	2.5	6.8	1	40.9	14.4%
독일	19.3	3.5	1.5	-	0.3	24.6	8.7%
이탈리아	1.9	4.0	3.0	-	0.7	9.6	3.4%
벨기에	2.0	2.5	3.5	-	2	10	3.5%
네덜란드	2.0	1.5	3.0	0.5	0.2	7.3	2.6%
룩셈부르	2.0	-	6.0	-	0.1	7.9	2.8%
非유로존	5.2	2.4	6.1	0.8	0.5	15	5.3%
중앙은행	-	-	-	7.8	-	7.8	2.7%
합계	98	37	57	81	11	284	100%

자료: Barclays.

그림 11. GDP 대비 대외채무 증가



자료: BIS, Global Insight.

표 9. 유로지역 은행권의 익스포저 관계

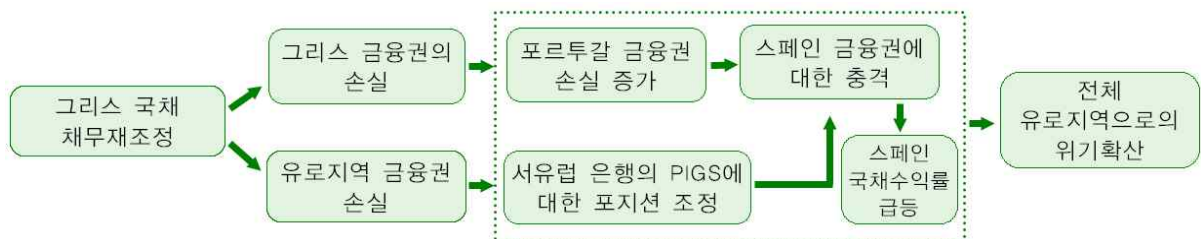
(단위: 백만 달러, 2010년 12월)

채권은행 채무국	총 익스포저	유럽	프랑스	독일	영국	그리스	아일랜드	포르투갈	스페인
그리스	145,783 (100.0)	136,317 (93.5)	56,740 (38.9)	33,974 (23.3)	14,060 (9.6)	-	835 (0.6)	10,286 (7.1)	974 (0.7)
아일랜드	462,330 (100.0)	377,636 (81.7)	29,623 (6.4)	118,154 (25.6)	135,240 (29.3)	495 (0.1)	-	5,154 (1.1)	10,025 (2.2)
포르투갈	202,372 (100.0)	194,605 (96.2)	26,923 (13.3)	36,421 (18.0)	24,345 (12.0)	82 (0.04)	2,719 (1.3)	-	84,622 (41.8)
스페인	708,565 (100.0)	632,189 (89.2)	140,628 (19.8)	181,895 (25.7)	107,157 (15.1)	326 (0.05)	14,970 (2.1)	26,687 (3.8)	-

주: () 안은 총 익스포저 중 비중(%)을 뜻함.
자료: BIS.

- 그리스 국채 및 은행채권의 비중이 작아 채무재조정이 이루어질 경우 전체적으로는 감당 가능한 수준일 것이라는 견해와 함께 이미 그리스 국채가 할인되어 유통되고 있어 채무재조정 가능성이 국채에 반영되어 있다는 낙관적인 전망도 있음.
- o 그리스와 아일랜드 국채는 액면가 대비 각각 75%와 85% 수준에 유통되고 있어 이미 채무재조정 가능성이 국채의 시가평가에 반영되어 있다는 견해가 존재함.⁶⁾
- o 그리스 국채에 대한 채무불이행 시 직접적인 손실은 독일의 개별 은행 및 보험회사가 감당할 수 있는 수준이라는 분석(2011. 5. 15, *Der Spiegel*).
- 그러나 재정위기 국가인 포르투갈 금융권의 그리스에 대한 익스포저가 높고, 스페인의 포르투갈에 대한 익스포저도 높아 연쇄적으로 영향을 받을 수 있음.

그림 12. 그리스 채무재조정 시 예상 파급경로



나. 향후 전망

- 그리스 정부는 야당의 반발과 대규모 시위에 직면하여 긴축재정에 어려움을 겪고 있으나 IMF와 EU의 잔여지원과 추가지원 여부가 정부의 재정긴축 노력을 조건으로 하고 있어 진퇴양난인 상황임.
- 파판드레우 총리는 긴축재정에 대한 야당의 거센 반발에 직면하자 거국내각의 구성을 제안한 바 있으며, 지

6) Darvas, Zsolt, Jean Pisani-Ferry, and Andre Sapir(2011a), "A Comprehensive Approach to the Euro-Area Debt Crisis," *Bruegel Policy Brief* 2011/02.

난 6월 17일에는 내각개편과 더불어 의회신임안 투표를 제안함.

- 또한 IMF, ECB, EU 집행위원회와 협상을 통해 올해 65억 유로를 포함해 2015년까지 285억 유로의 재정적자를 줄이고, 국유자산 매각을 통해 500억 유로의 재원을 확보하는 긴축법안을 의회에 제출한 상태임.
- 6월 중순부터 긴축재정에 항의하는 대규모 시위가 진행되고, 긴축재정에 대해 여론의 부정적인 입장이 강해지고 있음.
 - 2010년 5월 구제금융 전후의 여론조사에서는 긴축재정안(300억 유로 감축)을 수긍하는 입장(55.2%)이 반대 입장(44.6%)보다 많았으나 2011년 6월 중순에 실시된 여론조사에서는 긴축법안에 대한 거부 입장(47.5%)이 옹호 입장(34.8%)보다 많은 것으로 나타남(그리스 일간지 *To Vima*, 2011. 6. 19).
- IMF와 유로 지역 회원국은 당초 6월 말로 예정되어 있던 5차 지원금(120억 유로) 지급을 연기한 바 있으며, 지원금 지급여부를 6월 30일 예정인 그리스 의회의 긴축법안 승인을 조건으로 결정할 것임을 밝힘.
 - 그리스 의회가 긴축법안을 승인할 경우 7월 중순에 5차 지원금이 지급될 예정이며, 추가지원 여부 또한 구체적으로 논의될 것으로 보이나 향후 지원 여부는 그리스 정부의 재정긴축 가능성에 달려 있어 지속적인 외부압력으로 작용할 전망이다.

■ 추가적인 재정지원과 더불어 채무재조정에 대한 독일, 프랑스, ECB 등 주변국 및 기관 간 논의가 계속 진행되고 있어 귀추가 주목됨.

- 독일은 채무재조정에 대해 시장의 과도한 반응을 감안해 논외라는 점을 공식적으로 견지하고 있으나 그리스의 구제금융 초기부터 민간채권기관과의 비용분담 필요성을 계속 제기하고 있으며, 채무재조정을 할 경우 기본방향에 대한 입장과 관련해서도 계속 언급하고 있는 상황임.
- 독일은 채무위기 해결을 위해 만기채권의 일괄적인 만기연장을 주장하고 있는 반면, 프랑스와 ECB는 민간채권자들의 자발적인 만기연장을 주장하고 있음.
- 현재로서는 민간투자자들의 자발적 참여원칙에 대해 합의가 이루어졌으나 어떻게 자발적 참여를 이루어낼지에 대한 세부 방법론은 제시되지 않은 상황임.

클상자 3. 그리스 채무위기에 대한 독일의 입장

- 독일은 그리스 재정위기 초기부터 엄격한 구제금융 조건을 일관되게 주장하였으며 자체적으로도 엄격한 재정준칙을 적용함
 - 그리스 구제금융안 구성 시 IMF의 병행지원과 시장금리 고수를 주장(2010. 3)
 - 독일 국민 60%가 그리스 구제금융에 반대(2010. 5)
 - 채무재조정 시 민간채권자의 책임분담을 요구하는 '질서 있는 파산(ordered insolvency procedure)' 거론(2010. 5)
 - 자체적인 재정수지 건전화법 제정(Schuldenbremse: debt brake, 2010. 6): 연방정부의 구조적자를 GDP 대비 0.35%로 제한(2016년부터 시행)
 - 조기 긴축재정 조치 실시(2010. 6. 8, 2014년까지 800억 유로 감축)
 - 채무재조정 방안 최초로 거론(2010. 10, EU 정상회의)
 - 경쟁력 협약 제시(2011. 2, EU 정상회의)

글상자 3. 계속

- 독일은 그리스에 대한 추가지원 여부에 핵심적인 역할을 담당하고 있으나, 독일정부의 입지가 점차 좁아지고 있어 주변국과의 협상에서 난항이 예상된다.
 - 채권만기 연장 또는 원리금 삭감을 통한 채무재조정 언급(ECB 및 Eurogroup과 이견)
 - 기만당(CDU)이 주도하는 연립정부의 입지는 점차 좁아지는 추세임(2010. 6, 노르트라인-베스트팔렌 주 지방선거, 2011. 3. 27, 바덴 뷔르템베르크 주 지방선거 패배)로 우파연정 내에서도 입장이 대립했으나 6월 쇼이블레 (Wolfgang Schäuble) 재무장관의 노력으로 과반수가 그리스 지원에 찬성
- 사실상 독일은 유럽통합과 유로화 사용의 최대의 수혜자이며, 유로존 재정위기의 파급효과를 고려할 때 재정위기 해결을 위해 나설 수밖에 없는 입장임.
 - 1990년대 통일의 후유증으로 경기침체와 고실업을 겪은 바 있는 독일은 유로화 도입과 EU의 동유럽 확대 이후 막대한 경상수지 흑자 시현과 안정적인 물가유지에 성공함 → 이로 인해 친성장적, 안정적 거시환경을 갖추는 것이 가능했다는 평가임
 - “(유로존 재정위기 해결은) 지난 반세기간 유럽통합의 진전으로 정치적, 경제적 수혜자라 할 수 있는 독일의 합당한 책임”(2011. 5. 13, 쇼이블레 재무부 장관 연방하원 연설)
- KfW의 경우 84억 유로의 그리스 채무를 보유하는 등 독일 은행이 보유한 그리스 부채 규모는 250억 유로로 추정되지만 슈피겔(Spiegel)지 등 일부 언론은 그리스 채무재조정에 따른 충격이 독일은행들이 감당할 수 있는 수준이라고 보고 있음.

표 10. 독일의 은행별 그리스 채무에 대한 노출 정도(익스포저)

기관명	총부채 규모 (백만 유로)	기관명	총부채 규모 (백만 유로)
Kreditanstalt für Wiederaufbau(KfW)	8,400	DZ Bank	1,002
FMS Wertmanagement(Hypo Real Estate의 배드뱅크)	7,400	Landesbank Berlin	364
Commerzbank	2,900	HSH Nordbank	295
Deutsche Bank(Postbank 포함)	1,601	NordLB	197
Erste Abwicklungsanstalt(WestLB의 배드뱅크)	1,400	BayernLB	121
Landesbank Baden-Württemberg	1,389	WestLB	97
자료: Spiegel Online.		Landesbank Hessen-Thüringen	78

- 그리스 지원에 대한 독일 내 여론은 양분되어 있음.
 - Welt지의 독일 내 6월 여론조사에 따르면, 그리스가 유로 지역에 속해 있기 때문에 그리스에 대한 추가지원이 이루어져야 한다는 응답이 54%에 이르는 반면, 그리스를 비롯한 다른 유로화 사용국을 위해서라도 지원이 중단되어야 한다는 응답 또한 51%에 이름.
 - 그리스의 유로존 탈퇴에 대한 독일 내 여론조사에서는 38%가 탈퇴에 찬성하고 있으나 이는 지난 5월의 45%에 비해 7%포인트 정도 낮아진 수준임.
 - 2011년 2월 24일에는 189인의 독일 경제학과 교수들이 일간지 프랑크푸르터 알게마이너 짜이퉁(FAZ)에 그리스 추가지원에 대한 반대성명을 발표하기도 함.
 - 한편 독일 경제지 한델스 블라트(Handelsblatt)의 수석 이코노미스트 토마스 프라케(Thomas Fricke)는 다른 유로 회원국의 경제적 어려움이 독일에는 오히려 이득으로 작용했으므로 그리스를 지원해야 한다고 주장함(2011. 5. 20).
- 재정위기에 대한 독일정부의 기본적인 입장은 “재정규율(fiscal discipline) 없이 재정통합(fiscal union)은 있을 수 없다”는 것이며, 재정위기 해결을 위한 재정지원을 강도 높은 구조조정과 경제개혁 요구와 연계시키고 있음.
 - 메르켈 독일 총리는 민간채권자 또한 책임을 분담할 것을 강력하게 주장하고 있으며, 프랑스의 사르코지 대통령을 비롯한 다른 유로 지역 정상들과 이견이 계속되고 있음.

■ 향후 그리스의 채무재조정이 일어나는 결정적인 계기는 ① 그리스 정부의 긴축재정 추진 가능성이 약해지는 경우, ② 주요국의 반대로 그리스에 대한 추가지원이 어려워질 경우, ③ 채무재조정에 대한 주요국의 합의가 도출되는 경우가 될 것임.

- 그리스 정부의 긴축재정 계획이 경기침체와 이에 따른 국민적 반대, 정치적 혼란 등의 난관에 봉착하여 더 이상 추진이 어렵다고 예상될 경우, 잔여 구제금융 및 추가지원이 중단될 것으로 보여 디폴트 상황에 직면할 것으로 보임. 이 경우 채무재조정 논의가 급속도로 진행될 전망이다.
- 유로 지역 회원국 및 ECB, EU 집행위원회 등 주요 당사자 간의 채무재조정 방안에 대한 구체적인 합의가 이루어질 경우에도 채무재조정 절차를 밟게 될 것으로 예상되며, 금융시장에 대한 충격을 최소화하는 데 가장 중점을 둘 것으로 예상됨.
- 그리스의 대외채무 대부분을 유로 지역 금융기관이 보유하고 있으며, 채무위기가 유로 지역 전체로 파급될 수 있다는 위험인식이 크기 때문에, 정치적 타협이 나올 수 있는 소지가 큼.

■ 그리스에 대한 추가지원 확대와 채무재조정 방안은 ‘재정통합’과 ‘개별 책임론’ 간의 대립으로 지금까지 유럽 통합과정에서 보여온 전통적인 갈등구조의 재현이라고 볼 수 있음.

- 그리스에 대한 추가지원이 이루어질 경우 유럽재정안정기금(EFSF)의 사용이 유력시되는데, 이는 재정위기에 대응할 수 있는 가용재원을 사용하는 것이므로 엄격한 의미에서는 재정통합 강화 방향과 일치함.⁷⁾
- ECB를 통해 범유로지역채권(일명 ‘유로본드’, Eurobond)을 발행하는 이른바 ‘화폐화(monetization)’ 조치 또한 거론되고 있으며, 이러한 논의 또한 공동의 통화기관을 통해 회원국의 재정정책을 지원한다는 점에서 재정통합의 주장과 같은 범주에 있다고 볼 수 있음.
- 단, 유로본드 발행은 EU 조약과 ECB의 운영규정에 맞지 않고 주요국 간 이견이 강해 현실적으로는 실현가능성이 낮으며, 싱크탱크와 학계 중심으로만 논의되고 있는 상황임.
- 채무재조정 시에는 우선적으로 민간채권자들이 손실을 입게 되며, 향후 이 손실이 해당국의 채권발행 조건에 반영되어 국채발행이 어려워짐. 이는 재정운영에 대한 강력한 외압으로 작용하게 됨.
- 결과적으로 채무재조정 조치는 개별 회원국에 더 엄격한 재정운영을 유인하는 한편, 재정통합보다는 개별 회원국의 책임을 강조하는 재정준칙 확립에 기여하는 셈임.
- ‘재정통합’과 ‘개별책임론’ 간의 대립구도는 초국가주의 방식(supranational approach)과 정부간 접근방식(inter-governmentalism)의 긴장관계에서 발전해온 EU 통합과정의 재현임.
- 장기적으로는 재정통합과 개별 국가의 재정책임 의무가 동시에 강화될 것으로 예상됨. KIEP

7) 유럽재정안정기금(EFSF: European Financial Stability Facility)에 대한 설명은 강유덕 외(2010), 「남유럽 재정위기의 본질과 향후 전망」, KIEP 오늘의 세계경제 제10-12호를 참고.