

# 가

박복영 국제거시금융실 실장 (bypark@kiep.go.kr, Tel: 3460-1149)

양다영 국제거시금융실 국제금융팀 연구원 (dyyang@kiep.go.kr, Tel: 3460-1223)

1. (public debt crisis) 가?
2. 가
3. 가
4. 가
5. 가
- 6.



1990

- 본 보고서는 이 두 지역에서 발생한 위기를 공공채무위기로 규정하고, 동 사례를 통해서 공공채무위기의 유발요인을 분석하고 이로부터 정책적 시사점을 도출하고자 함.

- 공공채무의 절대적 규모(혹은 GDP 대비 비율)보다는 국내외조달 비율이나 만기구성 등의 측면에서 공공채무가 어떻게 구성되어 있는지가 더 중요한 것으로 판단됨.

- 우리나라의 경우 아직 공공채무 비율이 낮은 수준에 있고 외채 발행을 통한 조달 비율이 낮기 때문에 우려할 바는 아니지만, 급속한 인구고령화로 인한 재정부담의 증가, 국공채에 대한 외국인투자 비율 증가 등 위험요인이 있음.

가 가 가 ,  
가 가 가 .

- 특히 해외조달 비율이 높은 신흥시장의 경우 재정적자보다는 오히려 평가절하나 이자부담, 보증으로 인한 우발채무 등 다른 요인에 의한 채무증가가 훨씬 더 중요함.

가 가

가

- 또한 경상수지 적자 누적은 외환위기나 통화위기의 원인이기도 하기 때문에 공공채무문제를 복합적 형태의 위기로 발전시킬 수 있음.

(the crisis after crisis) '

# 1. (public debt crisis)

## 가?

가

- 2009년 11월 이후 대두되기 시작한 그리스의 재정위기 문제는 2010년 5월 초 EU와 IMF의 대규모 공동구제금융계획안 발표 이후에도 진정되지 않고 있음.
- 최근에는 헝가리의 재정적자 축소은폐 문제까지 불거져 재정위기에 대한 불안이 더욱 고조되고 있음.

### (public debt crisis)

- 공공채무위기가 심화되면 채무불이행(default), 혹은 부채삭감이나 상환기간 연장 등과 같은 채무재조정(restructuring) 상태에 이르게 됨.

가

- 정부의 과도한 채무누적으로 재정위기가 종종 발생하지만, 대부분의 경우 외국인이 보유한 채무를 상환하지 못해 위기가 표면화되므로 재정위기 측면보다는 외채위기나 통화위기의 측면이 강하게 부각됨.
- o 금융위기는 위기의 성격에 따라 은행위기, 통화위기, 외채위기, 초인플레이션, 공공채무위기 등으로 구분할 수 있음 (표 1 참고).
- 공공채무가 주로 대내채무(domestic debt)로 구성된 경우에는 공공채무위기가 국민경제 전반이 극도로 악화된 상황에서만 발생하고 국제금융시장에는 별다른 영향을 미치지 않음.
- o 1970년 이후 최근까지 30여 건의 대내채무위기 사례가 있었는데 대부분 아프리카나 중남미의 최빈국에서 발생한 것으로 보고됨.<sup>1)</sup>

1) C. M. Reinhart and K. S. Rogoff(2008), "The forgotten history of domestic debt", NBER working paper, no.13946.

# 1.

금융위기 유형	정 의
은행위기 (banking crisis)	은행이 실제로 파산하거나 파산에 대한 우려가 증폭되어 예금자들의 예금인출요구(bank run)가 발생하는 상태
통화위기 (currency crisis)	한 나라 통화의 가치에 대한 신뢰가 약화되어 단기간에 통화의 대외가치, 즉 환율이 큰 폭으로 절하되는 상태
외채위기 (foreign debt, or sovereign debt crisis)	한 나라가 공공부문 혹은 민간부문의 대외채무에 대한 지급의무를 이행하지 못하는 채무불이행 상태로 외환위기로 불리기도 함
재정위기 혹은 공공채무위기 (fiscal crisis, or public debt crisis)	정부의 과도한 채무누적으로 정부가 공공채무에 대한 지급의무를 이행하지 못하게 된 상태
초인플레이션 (hyperinflation)	연간 수 천% 이상에 이를 정도의 급격한 국내 물가 상승으로 통화의 실질가치가 대폭 하락하는 상태

- 반면, 정부채무의 상당 부분이 대외채무(external debt), 즉 외채인 경우에는 대부분 외채위기나 통화위기로 발전되어 국제금융시장에 큰 영향을 미치게 됨(표 2 참고).
- o 1990년대 이후 중남미 주요국의 외채위기나 1998년 러시아의 디폴트 사태가 이러한 사례에 속한다고 할 수 있음.
- o 그러나 모든 외채위기가 정부채무 누적에서 비롯되는 것은 아니며 1997년 아시아 금융위기는 주로 민간채무가 문제되었음.

# 2.

주요 채무자 주요 채무형태	민간 (private debt)	정부 (public debt)
대내채무 (domestic debt)	기업부실화 문제	정부 대내채무 불이행 (최빈국에서 예외적으로 발생)
대외채무 (external debt)	외채위기와 통화위기 유발 (1997년 아시아 위기)	공공채무위기와 외채위기 유발 (1980년대 이후 중남미 위기)

1990

- 최근 남유럽과 과거 중남미의 금융위기는 그 원인이 재정건전성 악화와 정부채무 누적에서 비롯되었다는 점에서 공통

점이 있음.

- 1980년대 이후 중남미에서 발생한 금융위기는 흔히 외채위기로 알려져 있지만 외채의 절반 이상이 공공채무였다는 점에서 재정위기 혹은 공공채무위기의 성격 역시 강했음.
- o 중남미 국가들이 연쇄적인 디폴트를 선언하기 직전인 1981년 중남미 국가의 장기외채 총액 중 공공외채의 비중이 72%로 압도적이었음.
- o 이 비율은 1995년 멕시코 위기 시에는 57%, 1998년 브라질 위기 시에는 41%, 2002년 아르헨티나 위기 시에는 61%를 기록하였음.

## 2. 가

가  
가 , 가

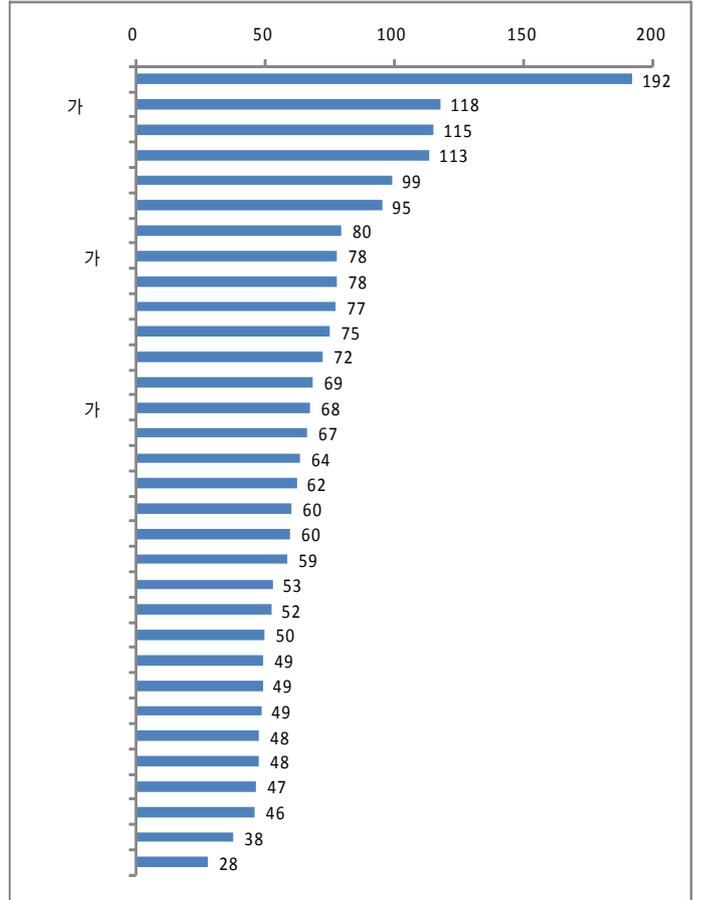
- 2009년 말 현재 주요국 중 GDP 대비 공공채무 비율이 가장 높은 나라는 일본(192%)과 싱가포르(118%)이며, 그 수준이 그리스에 비해서 훨씬 높지만 금융시장에서 거의 문제가 되지 않고 있음(그림 1 참고).
- 현재 문제가 되는 PIIGS 국가의 경우에도 공공채무 비율이 이탈리아(115%)와 그리스(113%)는 매우 높지만, 포르투갈(72%)과 아일랜드(64%)는 서유럽 국가들의 평균수준이며 스페인은 50%로 다른 유럽 국가에 비해 낮은 수준임.
- 공공채무 비율로만 본다면 벨기에, 아이슬란드, 프랑스, 헝가리, 독일 등이 더 문제가 될 수 있지만 시장에서 이 국가는 거의 문제가 되지 않고 있음.

1980

가 가

### 1. GDP

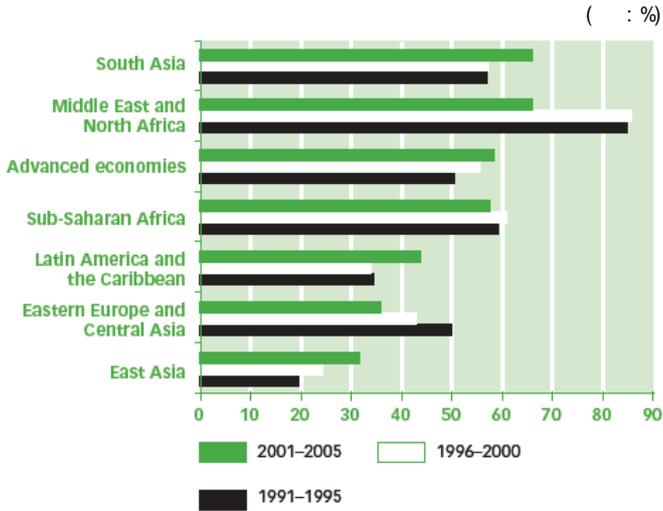
( : %)



: 2009  
: Bloomberg.

- 멕시코, 브라질, 칠레, 아르헨티나 등 중남미 국가는 1981~83년에 공공채무 누적으로 외채위기에 빠졌으며, 1994~95년에도 소위 '테킬라(Tequila) 위기'를 겪었고 1998년에는 브라질이, 2001년에는 아르헨티나가 또 다시 비슷한 위기를 경험하였음.
- 이외에 다른 소규모 중남미 국가도 수차례 채무위기를 겪어 중남미는 재정부실화 및 공공채무문제가 가장 심각한 지역으로 인식되고 있음.
- 그러나 1990년 이후 최근까지의 통계를 보면 중남미의 평균 공공채무 비율은 35~45%로 동아시아(20~30%)에 비해서는 높지만, 남아시아나 중동(60~80%)에 비해서는 크게 낮은 수준임(그림 2 참고).
- 그리고 중남미의 공공채무 비율은 선진국이나 사하라이남아프리카(평균 50%대)에 비해서도 20%포인트 정도 낮은 수준이었지만, 채무위기는 더 빈번하게 발생하였음.

2. GDP



가 .  
: Inter-American Development Bank, *Living with debt*, 2007.

3. 5 (GDP) ( : %)

		T-5	T-4	T-3	T-2	T-1
PIIGS 위기 (2010)	그리스	-5.1	-3.1	-3.7	-7.8	-12.9
	스페인	1.0	2.0	1.9	-4.1	-11.4
	포르투갈	-6.1	-3.9	-2.7	-2.8	-9.3
	이탈리아	-4.4	-3.3	-1.5	-2.7	-5.3
	아일랜드	1.6	2.9	0.1	-7.2	-11.4
데킬라 위기 (1995)	아르헨티나	-0.1	-0.2	0.3	0.5	-0.3
	브라질	-3.4	1.5	-2.1	-6.9	-2.7
	멕시코	-2.4	-0.3	1.4	0.3	-0.4
Brazil(1998)		-6.9	-2.7	n.a.	n.a.	0.0
Argentina(2002)		-1.7	-1.6	-2.9	-2.8	-3.3

: ( ) 가 T-1, T-2 1, 2  
: OECD.

3. 가

가

- [표 3]은 남유럽과 중남미에서 공공채무위기가 발생하기 직전 5년 동안의 재정적자 규모를 GDP 대비 비율로 나타낸 것임.

- 남유럽 PIIGS 국가의 재정적자는 2009년 GDP 대비 5.3~12.9%까지 급증하였으며, 특히 그리스, 포르투갈, 이탈리아는 5년간 계속 재정적자를 기록하였음.

- 그러나 1990년대 남미의 경우 위기 직전 재정적자 비율은 최근 남유럽에 비해 훨씬 더 낮은 수준이었으며 급격히 증가하는 추세를 보이기도 않았음.

- 다만 1995년의 브라질이나 2002년 아르헨티나 위기의 경우 위기 직전 재정적자 비율이 2.7~3.3%로 다소 높은 것으로 나타남.

- 미국, 일본, 영국, 프랑스는 채무 비율도 높을 뿐만 아니라 계속 재정적자를 기록하면서 최근에는 재정적자 비율이 7.9~12.5%에 이를 정도로 높지만 큰 문제가 되지 않고 있음 (표 4 참고).

- 결국 신흥시장일수록 낮은 재정적자 비율이나 공공채무 비율에도 불구하고 선진국에 비해 공공채무 위험에 노출될 가능성이 높은 것으로 판단됨.

4. (GDP) ( : %)

	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년
미국	-3.2	-2.0	-2.7	-6.6	-12.5
일본	-4.8	-4.0	-2.4	-4.2	-10.3
영국	-3.3	-2.6	-2.7	-4.8	-10.9
프랑스	-3.0	-2.3	-2.7	-3.4	-7.9
독일	-3.3	-1.6	0.2	0.0	-3.3
싱가포르	8.1	7.2	12.1	5.7	-2.0
한국	2.1	2.4	4.2	1.7	0.0

: OECD.

가

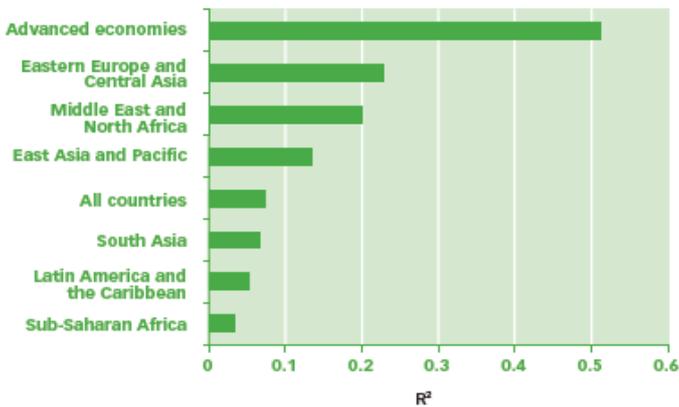
- 이론적으로 보면 재정적자(flow 변수) 규모가 당해 연도 말 공공채무(stock 변수) 증가분과 일치해야 하지만 대부분의

경우 채무증가분이 재정적자 규모를 훨씬 초과함.

- 재정적자와 공공채무 간의 이러한 불일치는 선진국에 비해 신흥시장에서 훨씬 높은 것으로 알려져 있는데, 공공채무위기가 빈발한 남미의 경우 공공채무 증가 중 재정적자가 설명할 수 있는 부분은 6% 정도에 불과한 것으로 분석됨(그림 3 참고).
- 이자부담 증가, 평가절하에 따른 외채상환부담 증가, 은행위기나 법원 판결로 인한 정부의 우발채무 발생 등이 이런 불일치의 원인이지만, 재정적자를 축소·은폐하려는 정치적 동기도 작용하는 것으로 판단됨.
- 정부의 재정통계에 대한 투명성이 낮으면 국공채에 대한 투자자의 신뢰도 하락하기 마련인데, 최근 그리스의 경우 재정적자 전망치 상향조정과 정부부채 추가 발견이 위기를 심화시키는 결정적 계기가 되었음.

○ 그리스 정부는 2009년 10월 정권교체 후 재정적자 전망치를 3.7%에서 12.7%로 대폭 상향조정하였고, 2010년 1월 EU에 의한 실사에서 정부부채가 추가로 발견되었음.

3.



: R2 1 가 , 0

: Inter-American Development Bank, *Living with debt*, 2007.

4. 가

가 , 가 가

- PIIGS 국가는 모두 최근 5년간 경상수지 적자를 기록했으며

2009년 그리스와 포르투갈의 경상수지는 GDP 대비 11.2%와 10.1%의 높은 적자를 기록하였음.

- 1995년 중남미 데킬라 위기의 경우에도 멕시코와 아르헨티나의 경상수지 적자는 증가추세를 보이는 가운데 위기 직전 해인 1994년에 그 비율이 각각 6.4%와 4.3%에 이르렀음.
- 1998년 브라질 위기와 2002년 아르헨티나 위기의 경우에도 위기발생 전에 경상수지 적자가 누적되고 있었음.

5. 5 (GDP) (%)

		T-5	T-4	T-3	T-2	T-1
PIIGS 위기 (2010)	그리스	-7.5	-11.3	-14.4	-14.6	-11.2
	스페인	-7.4	-9.0	-10.0	-9.6	-5.1
	포르투갈	-9.5	-10.0	-9.4	-12.1	-10.1
	이탈리아	-1.7	-2.6	-2.4	-3.4	-3.4
	아일랜드	-3.5	-3.6	-5.3	-5.2	-2.9
데킬라 위기 (1995)	아르헨티나	3.3	-0.2	-2.8	-3.4	-4.3
	브라질	-0.7	-0.3	1.4	-0.1	-0.3
	멕시코	-2.8	-4.7	-6.7	-5.3	-6.4
Brazil(1998)		-0.1	-0.3	-2.4	-2.8	-3.5
Argentina(2002)		-4.1	-4.8	-4.2	-3.1	-1.4

: World Bank World Development Indicators IMF World Economic Outlook database.

가 가

- 일본은 줄곧 GDP 대비 3~4%에 이르는 경상수지 흑자를 기록하고 있는데, 이것이 세계 최고의 공공채무 비율에도 불구하고 국채에 대한 높은 신뢰도를 유지하는 배경이 되고 있음.

- 아시아 국가 중 공공채무 비율이 비교적 높은 필리핀(5.3%), 말레이시아(16.7%), 태국(7.7%) 등은 모두 경상수지 흑자를 기록하고 있는데, 베트남의 경우 최근 3년간 경상수지 적자 비율이 크게 증가하였음.

- 미국과 영국이 높은 공공채무 비율과 지속적 경상수지 적자에도 불구하고 위기에 직면하지 않는 것은 국제통화로서 달러와 파운드에 갖고 있는 독특한 위상에 기인한다고 할 수 있음.

가

- 공공채무 비율이 높은 상태에서 경상수지 적자가 지속되고 그 규모가 확대되면 외국인투자자에 의해 공공채무의 상환 능력을 의심받게 되어 위기가 발생할 수 있음.
- 정부가 재정적자와 더불어 경상수지 적자를 기록하고 있다는 것은 정부의 초과지출을 국내 민간부문의 순저축으로는 충당할 수 없어 해외차입에 의존해야 함을 의미함.
- 즉 민간부문 역시 초과지출을 하고 있거나 민간의 순저축이 정부부문의 지출초과액에 미치지 못함을 의미함.

○ 다음의 국민소득 균형식에 따르면 경상수지가 적자로 된다는 것은 민간순저축이 재정적자 규모에 미치지 못함을 의미함.

경상수지 (X-M) = 민간순저축 (S-I) - 재정적자 (G-T)  
 (x: 수출, M: 수입, S: 민간저축, I: 민간투자, G: 정부지출, T: 정부수입)

6. , 가 (GDP ) ( : %)

	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년
미국	-5.9	-6.0	-5.2	-4.9	-2.9
일본	3.6	3.9	4.8	3.2	2.8
영국	-2.6	-3.3	-2.7	-1.5	-1.3
말레이시아	15.0	16.4	15.7	17.5	16.7
태국	-4.3	1.1	6.3	0.6	7.7
필리핀	2.0	4.6	4.9	2.2	5.3
한국	1.8	0.6	0.6	-0.6	5.1

: IMF World Economic Outlook database.

5. 가

PIIGS 가

가

- PIIGS 국가들의 경우 2009년 말 현재 이 비율이 60~75%에 이를 정도로 높는데, 포르투갈은 75%, 그리스는 67%의 국채를 외국인이 보유하고 있음.

- 과거 중남미 위기의 경우에도 이 비율이 44~76%에 이르렀는데, 1998년 브라질 위기의 경우에만 이 비율이 23.5%로 비교적 낮았음.

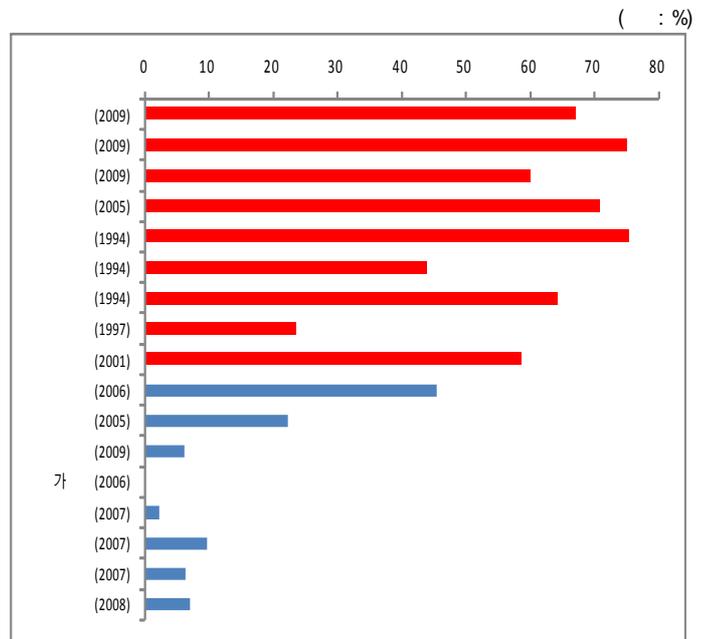
가

가

10%

- GDP 대비 공공채무 비율이 세계에서 가장 높은 일본은 이 비율이 6.2%에 불과하며, 싱가포르는 실질적으로 0%임.
- 인도, 말레이시아, 태국의 경우에도 이 비율이 10% 내외에 불과한 수준임.

4.



: ( )  
 : Jaimovich-Panizza public debt dataset

- 외국인은 내국인에 비해 국내적 충격에 더 민감하게 반응하는 경향이 있기 때문에 외국인 보유 비율이 높을수록 위기에 더 취약한 것으로 판단됨.
- 외국인이 국내통화로 표시된 국공채를 보유할 경우 내국인과는 달리 시장위험과 디폴트위험 외에 환위험까지 부담해야 하기 때문에 더 민감하게 반응할 것임.

- 또한 신흥국이 해외에서 채권을 발행할 경우에는 자국통화가 아닌 달러와 같은 주요 통화 표시 채권을 발행해야 하는데, 이런 상황에서 자국통화의 평가절하가 나타나면 정부의 채무부담이 크게 증가하고 디폴트위험 역시 높아지는 문제가 발생함.

○ Eichengreen과 Hausmann은 국제통화를 갖고 있는 주요 선진국과 달리 신흥국만이 갖고 있는 이런 문제를 '원죄 (original sin)' 에 비유하였음.<sup>2)</sup>

- 즉 외국통화 표시 채무가 많은 경우에는 통화위기와 같은 통화가치 하락은 곧 바로 외채위기나 공공채무위기로 발전될 수 있음.

6.

가 .

- 공공채무의 절대적 규모(혹은 GDP 대비 비율)보다는 국내 외조달 비율이나 만기구성 등의 측면에서 공공채무가 어떻게 구성되어 있느냐가 더 중요한 것으로 판단됨.

- 해외 사례를 보면 공공채무 중 외채 비율이 높을수록 외국 투자자에 의한 투기적 공격에 노출되기 쉬우므로 공공채무 위기가 발생할 가능성도 높은 것으로 분석됨.

※ 공공채무의 대부분이 국내에서 조달될 경우에는 정부파산에 버금가는 정도의 심각한 경제상황에서만 위기가 발생하는 것으로 알려짐.

- 또한 신흥시장의 경우 정부가 자금을 해외에서 조달할 경우 자국통화 대신 외화표시채권을 발행할 수밖에 없기 때문에, 공공채무 누적은 곧 통화위기의 형태로 나타날 수 있음.

2) Eichengreen, B. and Hausmann, R.(1999), "Exchange rates and financial fragility" in *New Challenges for Monetary Policy*.

- 우리나라의 경우 아직 공공채무 비율이 낮은 수준에 있고 외채 발행을 통한 조달 비율이 낮기 때문에 우려할 바는 아니지만, 급속한 인구고령화로 재정부담의 증가가 예상되고 국공채에 대한 외국인투자 비율도 증가하고 있기 때문에 앞으로 더욱더 신중한 주의가 요구됨.

가 가 , 가 가 .

- 공공채무 비율이 높고 그 구성이 취약한 경우 재정적자 비율이 비교적 낮은 수준에서도 위기에 직면할 수 있는 것으로 나타남.

- 특히 해외조달 비율이 높은 신흥시장의 경우 재정적자보다는 오히려 평가절하나 이자부담, 보증으로 인한 우발채무 등 다른 요인에 의한 채무증가가 더 중요한 것으로 나타남.

- 또한 준정부기관이나 공기업의 부채도 궁극적으로 정부의 부담이 될 가능성이 높으므로, 좁은 의미의 정부회계만을 대상으로 하는 재정수지 외에 정부 관련 기관 전반의 채무를 면밀히 관리할 필요가 있음.

- 투자자들이 재정 투명성에 대해 의심하기 시작하면 위기가 급속히 악화될 수 있으므로 재정의 투명성 제고 역시 위기 억제에 중요한 방안이 될 수 있음.

- 공공채무위기를 겪은 나라들은 거의 대부분 지속적으로 경상수지 적자를 기록하거나 적자규모가 증가하는 추세에 있었던 것으로 나타남.

- 경상수지 적자는 공공채무의 일부 혹은 전부를 해외에서 조달해야 함을 의미하기 때문에 외국에 대한 익스포저를 높일 수밖에 없음.

- 또한 경상수지 적자 누적은 외환위기나 통화위기의 원인이기도 하기 때문에 공공채무 문제를 복합적 형태의 위기로 발전시킬 수 있음.

- 결국 수출경쟁력을 유지하여 경상수지와 성장률 등 경제의 펀더멘털을 건전하게 유지하는 것이 재정위기를 억제하는 데도 중요하다고 할 수 있음.

험이 새롭게 발견되는 경향이 있어 인접국가의 재정적자 역시 문제로 부각될 수 있음. **KIEP**

(the crisis after crisis) ’ ,

- 실물경기의 불황이나 은행위기가 발생한 이후에 재정수입은 감소하고 재정지출 수요나 우발채무가 급증하여 재정위기나 공공채무위기가 발생함.
- o 최근 남유럽의 경우에도 1998년 글로벌 금융위기 이후 재정수입은 감소한 반면 실업급여와 금융기관 지원 등 재정지출이 증가함으로써 재정적자가 확대된 것이 계기가 되었음.
- o 1982년 남미 위기의 경우에도 1979년 이후 세계적인 불황 이후 원자재가격 하락에 따른 재정수입 감소, 그리고 은행 부실화에 따른 정부지원 확대가 위기의 중요한 배경이 되었음.
- o 1995년 멕시코의 데킬라 위기나 1998년 브라질 위기의 경우에도 그 이전에 발생한 금융기관의 부실화가 원인으로 작용하였고, 또 브라질의 경우는 1997년 아시아 금융위기의 영향도 크게 받았음.
- 또한 만성적인 재정적자를 기록하던 국가가 불황 이후 수지개선을 위해 긴축정책을 추진하는 과정에서 사회불안이 야기되고 긴축정책이 좌절되면 위기에 직면하는 경우가 많음.
- o 최근의 그리스 위기, 1995년 중남미 위기, 1998년 브라질 위기 등이 모두 이런 사례라고 할 수 있음.

(contagion effect)가 , 가 가 .

- 어느 한 나라의 재정건전성이 의문시되면 인접국가로도 공포심이 확산되며, 금융위기 시에는 평상시에 간과되었던 위