

최근 유로본드(Eurobond) 발행 논의와 전망

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

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

차 례 ● ● ●

1. 최근의 유로지역 재정위기 상황
2. 유로본드 논의의 등장배경과 쟁점
3. 주요국의 입장
4. 향후 전망

주요 내용 ● ● ●

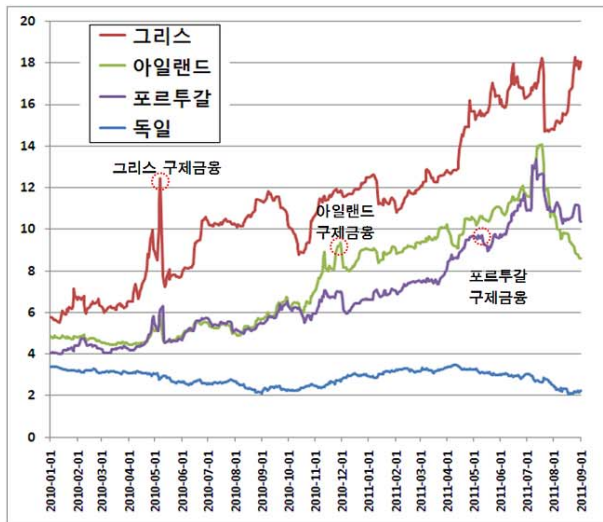
- ▶ 현재 유로지역의 재정위기를 근본적으로 해결할 수 있는 방안 중 하나로 유로지역 회원국의 공동채권, 일명 유로본드 도입 가능성이 제기되고 있음.
 - 유로화 사용국의 국채금리 차이가 현저하게 확대되고 구제금융 및 유럽중앙은행(ECB)의 채권시장 개입이 미봉책에 불과하다는 평가가 제기됨에 따라 유로본드를 도입하고자 하는 주장이 주목을 받기 시작함.
- ▶ 유로본드 도입에 대해 찬성하는 입장은 유로본드 도입이 현재의 재정위기를 해결할 수 있는 가장 확실한 방법이며, 은행위기 확산을 방지하고 국제금융시장에서 유로지역의 위상 제고에 기여할 수 있다고 주장함.
 - 유로본드 도입은 국채금리를 낮춰 재정조달 비용을 낮출 수 있으며, 유동성이 높은 범(汎)유로 국채시장의 발달에 기여할 수 있다는 것이 유로본드 발행을 주장하는 주된 이유임.
 - 또한 외환보유고와 지급수단으로서 활용될 수 있어 유로화의 국제적 위상 제고와 세뇨리지(seigniorage) 효과를 기대하는 것이 가능하다는 주장임.
- ▶ 그러나 유로본드 발행 시 각국의 재정규율 준수의지가 약화될 수 있으며, 일부 국가의 재정부담이 증가할 것이라는 우려로 인해 반대가 매우 강한 상황임.
 - 유로본드가 도입될 경우 채권의 신용도와 유동성이 개선되어 저금리의 자금조달이 가능해질 것으로 보이나 도덕적 해이로 인해 각국의 채무가 다시 증가할 수 있다는 우려가 있음.
 - 또한 유로본드의 금리가 우량국의 국채금리보다 높게 형성될 것으로 보여 독일 등의 반대에 직면하고 있음.
- ▶ 유로본드에 관한 논의는 계속 진행될 것으로 보이나, 유로본드가 단기간에 도입되기는 어려울 것으로 보이며 유럽재정안정기금(EFSF)의 가용재원이 확대되는 방향으로 개혁이 추진될 것으로 예상됨.
 - 유로본드 도입은 EU 조약에 위배되고 최대 기여국인 독일이 명확하게 반대를 표명하는 등 현실적인 제약에 부딪힐 수밖에 없어 단기간에 실현되기는 어려울 전망이다.
 - 따라서 단기적으로는 현재의 재정안정망인 EFSF의 가용재원을 확대하는 방향으로 개혁이 이루어질 것으로 예상됨.

1. 최근의 유로지역 재정위기 상황

■ 유로지역의 재정위기가 그리스, 아일랜드, 포르투갈과 같은 소국을 넘어 스페인, 이탈리아로까지 확산될 수 있다는 우려가 계속 제기되고 있음.

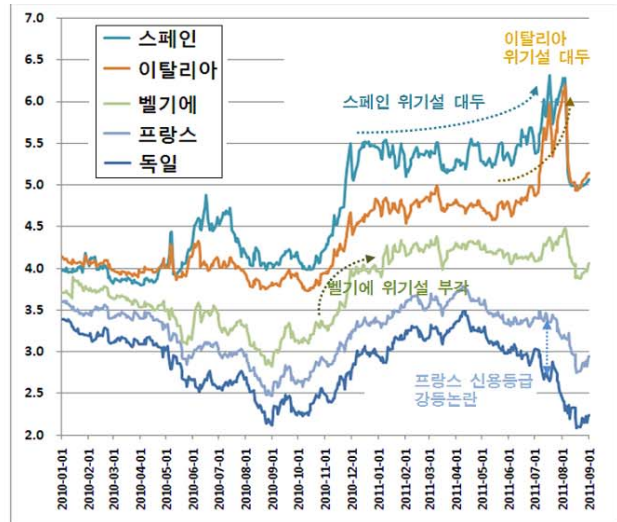
- 그리스에 대한 구제금융(2010년 5월) 이후 아일랜드(2010년 11월), 포르투갈(2011년 4월)이 연속적으로 구제금융을 신청하였으며, 유로지역의 경제대국인 스페인 및 이탈리아의 위기설까지 제기되는 등 재정위기가 계속 확산되고 있음.

그림 1. 그리스, 아일랜드, 포르투갈의 국채수익률과 구제금융 시기



자료: Bloomberg.

그림 2. 유로지역 주요국의 국채수익률과 위기설



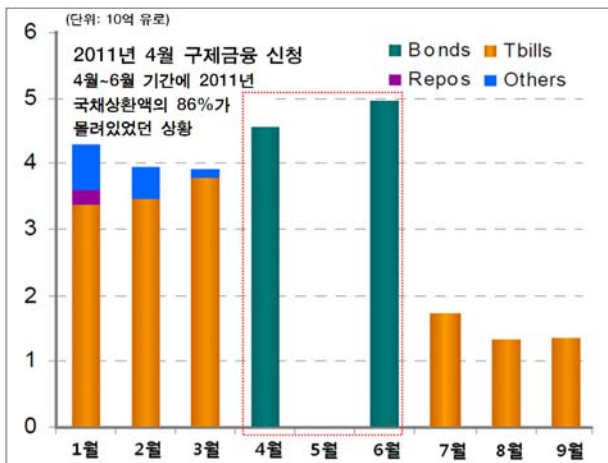
자료: Bloomberg.

- 그리스의 재정위기가 자력으로 해결이 불가능하다는 판단에 따라 채무재조정이 계속 제기되어 왔으며, 이와 병행하여 추가지원 또한 결정되는 등 유로지역 회원국들은 위기 진화를 위해 총력을 기울이고 있음.
- EU와 IMF는 그리스에 대해 1,100억 유로의 1차 구제금융(2010년 5월)을 실시한 데 이어 지난 7월의 유로지역 정상회담에서는 1,090억 유로 규모의 2차 구제금융이 잠정적으로 결정됨.
- 민간은행들의 자발적 참여를 통한 채무재조정 계획도 구체화되기 시작하여 2011~14년 중 540억 유로 규모의 지원이 이루어질 것으로 전망됨.
- 한편 지금까지의 조치가 근본적인 해결책이 아닌 미봉책이라는 지적에 따라 재정위기가 지속적으로 각국의 경제에 큰 위협으로 작용할 전망이다.
- 그리스의 경제성장률과 차환을 통한 자금수요의 압박, 낮은 수출경쟁력 등을 감안할 때 현재의 채무상태는 지속불가능하며, 결국 ① 획기적인 채무재조정 또는 ② 유로화 포기의 두 방법에 의해서만 근본적인 문제해결이 가능하다는 것이 대부분의 의견임.
- 그러나 큰 폭의 채무재조정이 시행될 경우 유로지역 은행들의 채무건전성 악화와 시장의 패닉 현상 등이 우려되며, 유로화를 포기하는 것 또한 현실적으로 어려운 선택임.
- 그리스, 아일랜드, 포르투갈 등 구제금융 대상국의 국채수익률(10년물)은 10~18%선에 이르고 있어 정상적인

국채차환이 불가능하며 경제기반이 비교적 튼튼한 스페인과 이탈리아의 국채수익률도 급등하는 현상이 나타나고 있음.

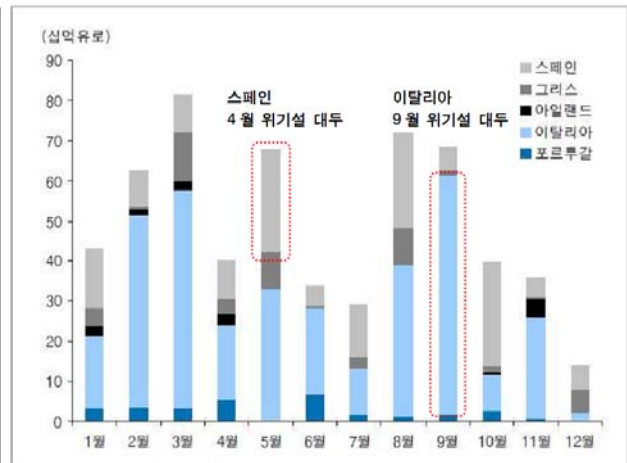
- 유로지역 국가들은 GDP 대비 국가채무 비중이 높아도(2011년 87.7%) 국채수익률이 낮게 유지되는 한 재정이 지속될 수 있는 것이 특징이며, 이탈리아가 대표적인 경우임.
- 따라서 국채수익률이 급등하는 경우 구제금융 대상국에 비해 상대적으로 건실한 경제여건에도 불구하고 재정위기가 급부상하는 취약점이 있음.
- 특히 대규모의 국채만기가 돌아오는 시점에서 재정위기설이 주기적으로 부각되는 상황이 재현되고 있음.

그림 3. 2011년 포르투갈의 국채만기 일정과
구제금융 신청



자료: 포르투갈 재무부.

그림 4. 2011년 스페인과 이탈리아의 국채만기 일정과
위기설 대두



자료: Bloomberg; 신한증권.

■ 현재의 재정위기를 근본적으로 해결할 수 있는 방안으로 유로지역 회원국의 공동채권, 일명 유로본드가 거론되고 있음.¹⁾

- 유로본드의 도입은 현 유로화 체제의 운영원칙과 각국의 입장을 고려할 때 단기간에 현실화되기는 어려운 제안이나 최근 독일-프랑스 정상회담에서 의제로 논의된 바 있으며, 이에 대해 유럽의회도 긍정적인 반응을 보이고 있어 중장기적으로 고려될 가능성이 있음.
- 단기적으로는 유로본드의 역할을 부분적으로나마 담당할 다른 지원책이 마련될 것으로 보이나 유로본드에 관한 논의는 장기적으로 계속될 것으로 전망됨.

1) 유로본드(Eurobond)는 본래 통화국 외에서 발행되는 통화국 화폐 표시의 채권을 뜻하며, 대부분 유럽지역에서 발행되므로 이런 이름이 붙여지게 되었음. 엄밀히 말해 본고에서 논의되는 유로지역 국가들의 공동채권은 범유로지역 채권(pan-European bond) 또는 유로지역 공동채권(eurozone common bond) 등으로 쓰여야 하나 언론 및 학계에서 유로본드(eurobond)로 불리고 있어 본고에서는 유로본드라고 지칭함.

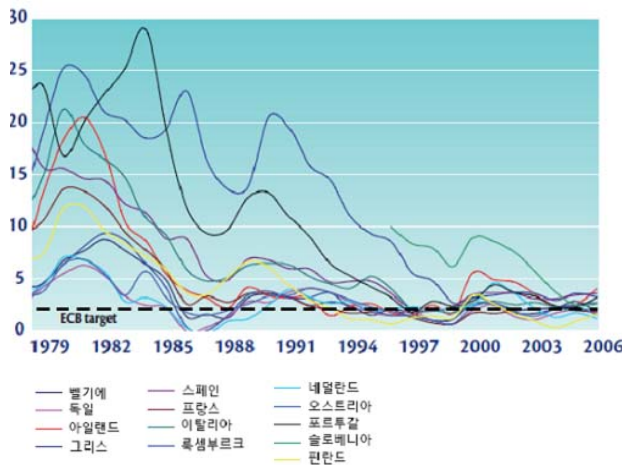
2. 유로본드 논의의 등장배경과 쟁점

가. 유로본드 논의의 등장배경

- 1999년 유로화 도입을 전후하여 EU 채권시장의 통합을 위해 유로화 사용국 간 공동국채 발행이 논의되었으나 각국 간의 국채금리가 수렴현상을 보임에 따라 논의의 필요성이 감소한 바 있음.
- 유로화 도입을 전후하여 유럽 각국 간 국채금리 차이가 상이하여 유럽 내의 채권시장이 분절되어 있다는 지적에 따라 유로화 사용국의 공동국채 발행이 논의되기 시작함.
- 공동국채를 발행함으로써 세계 최대 규모의 국채시장을 형성할 수 있으며, 경제규모가 작은 국가의 경우 국채시장의 유동성을 강화시켜 국채금리를 인하시킬 수 있다는 것이 논의의 주된 배경임.
- ※ EU의 금융시장 통합 관련 자문그룹인 Giovannini Group은 2000년 유로지역 공동채권 발행을 권고하는 보고서를 발표함.²⁾

그림 5. 유로존 국가의 연평균 소비자 물가상승률

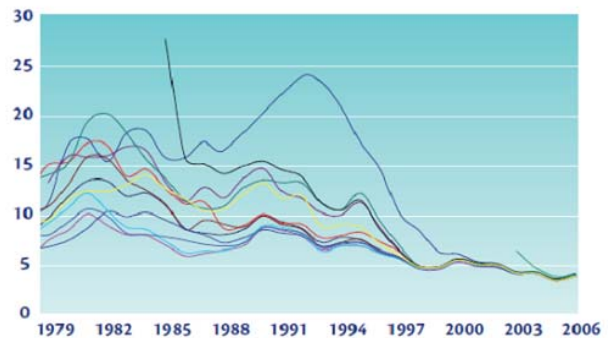
(단위: %)



자료: EU 집행위원회.

그림 6. 국채금리(10년 만기) 변화추이

(단위: %)



자료: EU 집행위원회

- 그러나 유로화 도입 이후 신용도가 개선되어 각국의 국채금리가 독일 국채(Bund) 금리에 대해 빠른 수렴현상을 보인 후 상호간 동조화 현상을 보이자 공동국채 발행의 필요성이 낮아짐.
- 유로화 도입으로 인해 환위험 감소, 물가안정, 국가신용도 개선이 이루어지자 유로화 사용국의 국채금리가 수렴현상을 보여 실질적으로 공동국채를 발행하는 것과 유사한 효과를 누림(그림 5 및 그림 6 참고).

2) Report of the Giovannini Group. 2000. Co-ordinated Public Debt Issuance in the Euro Area, Report of the Giovannini Group. November.

- 그러나 2010년 남유럽 재정위기 발생 이후 국가간 국채금리 차이가 현저하게 확대되고, 구제금융 및 유럽중앙은행(ECB)의 채권시장 개입이 미봉책에 불과하다는 인식이 확산되면서 유로본드 도입에 관한 주장이 다시 부상함.
- 2010년 12월 EU 정상회의에서 룩셈부르크의 융커(Jean Claude Junker) 총리는 유로본드 발행을 공식적으로 제안한 바 있으며, 유럽의회 또한 내부 보고서³⁾를 통해 유로본드 도입여부에 대한 득실을 검토함.
- 독일은 유로본드 도입을 강력하게 반대하고 있어 이에 대해 공식적으로 논의한 적은 없으나 스페인과 이탈리아 같은 유로지역 중심국의 구제금융설이 부각되면서 재정위기에 대한 궁극적인 해결방안의 하나로써 유로본드 도입 가능성이 타진되기 시작함.
- 유로본드 도입에 대해 각국의 입장차이가 매우 크나 각국의 싱크탱크와 금융기관을 중심으로 도입 가능성과 방법이 집중적으로 논의되고 있음.

나. 유로본드 발행 지지의 근거

- 유로본드에 대해 찬성하는 입장은 유로본드 도입이 현재의 재정위기를 해결할 수 있는 가장 확실한 방법이며, 은행위기 확산을 방지하고 국제금융시장에서 유로지역의 위상제고에 기여할 수 있다고 주장함.

1) 구조개혁에 필요한 시간 확보가 가능

- 재정위기를 극복하기 위해서는 증세 또는 재정긴축이 필요하나 경기침체와 더불어에 대한 우려로 인해 단기간에 재정건전성을 회복하는 것은 사실상 어려움.
- 특히 마이너스 성장을 겪고 있는 구제금융국의 경우, 대규모의 재정감축을 단기간에 시도할 경우 정치·사회적 저항에 직면하게 되어 개혁시도가 좌초될 가능성이 높음(예: 그리스).
- 재정, 금융, 노동, 연금, 산업 분야의 다각적인 구조개혁은 중장기적으로 추진될 수밖에 없으며, 유로본드 발행은 재원조달을 용이하게 하여 개혁 추진에 필요한 시간을 확보해줄 수 있음.

2) 국채금리를 낮춰 재정조달 비용이 감소

- 현재 유로화 사용국의 국채시장은 분절되어 있으며, 이탈리아, 독일, 프랑스 등 거대 경제국을 제외하고는 국채시장이 협소하여 유동성 문제가 빚어질 수 있는 가능성이 있음.
- 경제규모가 작은 국가(핀란드, 네덜란드 등)의 재정지표 및 경제 펀더멘털을 고려할 때 재정건전성이 양호함에도 불구하고 유동성에 대한 우려로 거대 경제국에 비해 국채금리가 높게 형성되는 현상이 발생함.
- 유로본드를 발행할 경우 적용금리가 독일 국채금리 수준으로 낮아질 것으로 예상되어 개별 국가의 국채금리보다 낮게 형성될 전망이다.
- 낮은 국채발행 금리는 유로화 사용국의 국채에 대한 이자지급을 줄여 재정건전성 확보에 기여함.

3) European Parliament, 2011. Eurobonds: Concepts and implications. March.

3) 유동성 높은 유로 국채시장 발달에 기여

- 현재 유로지역 내에서 가장 신용도가 높은 독일 국채도 미국 국채에 비해서는 유동성이 낮아 유동성 프리미엄을 지불하고 있는 상황임.
- o 안전자산 및 유동성에 대한 선호현상은 경기침체 시 더 두드러지게 나타나 작은 국가의 국채금리가 경제 펀더멘털 보다 상승하는 원인이 되며, 연기금 같은 대규모 투자기금의 투자대상이 되는 데 불이익이 존재함.
- o 이러한 현상은 유로지역 국채 간의 스프레드를 확대시켜 최근의 경기침체 우려에도 불구하고 독일 국채금리는 최저수준으로 하락하는 기현상이 발생함.
- ※ 2011년 7월 초부터 독일 DAX 주가는 30% 이상 하락을 기록(2007년 1월: 7419.44 → 5072.33)하였으나 독일 국채(Bund 10년물)금리는 3%에서 2%대 초반으로 하락함.
- 유로본드를 사용할 경우 10조 3천억 달러에 이르는 거대 국채시장을 형성하게 되어 유동성 높은 안전자산으로 평가받을 수 있으며, 작은 국가들이 지불해오던 유동성 프리미엄이 사라질 것으로 예상됨.
- o 유로본드 시장은 미국 국채시장(13조 5천억 달러 규모)에 버금가는 국채시장으로 도약 가능할 것으로 기대됨.

4) 유로화의 위상강화

- 유로화는 세계 외환보유고에서 제2위의 위치를 지키고 있으나 미 달러화의 위상에 못 미치는 상태임.
- o 유로본드가 등장할 경우 각국이 유로본드를 안전 외환자산으로 확보할 것으로 보여 외환보유고로서 유로화의 위상 제고를 기대할 수 있음.
- 유로본드가 발행될 경우 유로화가 보다 폭넓게 유통될 수 있는 계기가 되어 기존의 달러화가 독점적으로 누리던 국제적 세노리지 효과를 기대할 수 있음.

5) 은행위기 방지

- 유로지역 은행들의 채무관계는 상호간 교차되어 있어 일부 국가 국채에 대해 큰 규모의 상각이 이루어질 경우 은행위기가 발생할 수 있음.
- o 특히 은행의 만기보유계정(Banking book)에 포함된 국채는 예치금을 준비해놓지 않는 경우가 대부분이어서 해당 국채에 대한 지급 불이행이 나타날 경우 은행위기가 확산될 가능성이 높음.
- 유로본드를 발행할 경우 채무불이행 가능성이 불식되므로 금융위기에 직면한 회원국의 신용 리스크를 감소시켜 일종의 보험적 기능을 발휘하게 됨.

다. 유로본드 발행 반대의 근거

- 현재 유로본드 도입에 반대하는 입장도 매우 강한 상황이며, 특히 도덕적 해이로 인한 재정규율 준수 의지 약화와 일부 국가의 재정부담 증가가 반대의 원인임.

1) 재정규율 준수여지의 약화

- 유로본드를 도입할 경우 국채금리가 독일 국채금리 수준까지 하락하여 재정위기국의 자금조달이 수월해질 것
이나 도덕적 해이로 인해 재정적자와 국가채무가 다시 증가할 수 있음.
 - 유로화 도입 이후 국채금리 하락으로 저금리 자금조달이 가능해지자 남유럽 국가들의 대외채무가 크게 증가한 바
있음.
 - 저금리 자금조달은 유로화 사용의 편익이었으나, 이 자금이 효율적으로 사용되지 않고 공공지출의 지나친 증가와
부동산 과열현상으로 이어져 현재의 재정위기에 이르게 되었다는 것이 지배적인 평가임.
 - 따라서 유로본드가 도입될 경우 유로화 도입 때와 같이 신용도가 개선되어 저금리 자금조달이 가능해질 것으로 보
이나, 한편으로는 도덕적 해이로 인해 각국의 채무가 다시 증가할 수 있다는 우려가 있음.
- 유로본드가 도입될 경우 현재 개별 국가들의 국채발행 규모를 훨씬 상회하는 수준의 국채발행이 가능할 것으
로 보여 재정규율 준수여지가 약화될 수 있음.
 - 현재 재정위기의 원인 중 하나로 ‘안정·성장협약(Stability and Growth Pact)’의 실효성 부족이 지적되는바,
유로본드 도입은 채무증가를 통해 제2의 재정위기를 불러오는 원인이 될 수 있음.

2) 신용도가 높은 국가의 재정부담 증가

- 유로본드를 도입할 경우 적어도 도입 초기에는 신용도가 제일 높은 독일의 국채금리보다 다소 높게 형성될 것
으로 보여 독일의 국채발행 비용이 증가할 수밖에 없음.
 - 유로본드가 현재의 독일 국채와 같은 AAA 등급을 부여받더라도 신용도가 낮은 국가와 공동으로 발행되는 채권이
므로 금리는 독일 국채금리보다 높게 형성될 전망이다.
 - ※ 유로지역 회원국 간의 쿼터별 연대보증으로 이루어진 EFSF의 경우에도 신용도가 낮은 국가들의 참여로
인해 AAA 등급을 부여받기 위해서는 채권발행 이후 일부를 현금으로 보유해야 하는 현상이 발생함.
- 이 경우 독일 등 신용도가 높은 국가에서는 비용증가로 인해 유로본드에 대한 회의론이 등장할 가능성이 높음.

3) 현 EU 운영원칙에 불합치

- 현재의 EU 기능조약(Treaty on the Functioning of the EU) 125조는 유로화 사용국의 공공채무에 대해 EU
공동체 차원에서 재정지원을 금지하고 있음.
 - 일명 지급불능조항(no bailout clause)이라고 불리는 이 조항은 ① 재정정책은 결국 개별 회원국의 주권분야이며,
EU 공동체 소관이 아니라는 점과 ② 회원국의 도덕적 해이를 방지하기 위한 것임.
 - 독일은 회원국의 재정규율 강화를 주장하며 지급불능조항을 철저히 지킬 것을 주장함.
- 따라서 유로본드를 발행할 경우 선결조건으로 EU 조약 자체의 개정이 불가피할 것으로 보이나 조약 개정을
위해서는 회원국의 동의가 필요하며, 각국에서 국민투표 시행 시 난항이 예상됨.
 - 유로본드 발행은 그리스, 포르투갈 등 재정취약국의 채무를 독일 등 경제대국이 보증해주는 것을 의미하므로 재정
통합으로 획기적인 진전을 의미하며, 이 경우 원칙적으로는 EU 조약 자체의 개정이 불가피함.
 - 일부 국가에서 국민투표를 통해 반대가 표출될 경우, EU 헌법조약이 부결된 사례처럼 난항을 겪을 가능성이 높음.
 - ※ EU 헌법조약은 2005년에 프랑스와 네덜란드의 국민투표에서 부결된 바 있으며, 2009년 아일랜드의 국민
투표에서도 부결된 바 있음.

3. 주요국의 입장

■ 지난 7월 21일 유로지역 정상회담 이후 EFSF의 규모확대와 함께 그동안 수면 아래 있던 유로본드 발행에 대한 논의가 가속화되고 있음.

- 지난 8월 16일 독일·프랑스 정상회담에서는 유로본드에 관한 논의가 공식적으로 이루어짐.
- 양국 정상은 유로본드 도입에 대해 반대를 명확히 하였으나 그동안 금기시된 유로본드에 대한 논의가 ‘공식적’으로 이루어졌다는 점에서는 의의가 있음.
- EU 집행위원회는 오는 10월경 유로본드를 포함한 경제 거버넌스(Economic governance)에 관한 녹색(Green paper)⁴⁾을 발표할 예정이므로 향후 유로본드에 관한 논의가 보다 공식적으로 이루어질 가능성이 커짐.

■ 독일과 프랑스는 재정적 부담을 우려하여 유로본드 발행에 대해 반대 의사를 표하고 있으나 이탈리아를 비롯한 구제금융 수혜국들을 중심으로 유로본드 발행 찬성 의견이 형성되는 등 각국의 입장이 엇갈리고 있음.

- 독일은 재정부담을 우려하여 전반적으로 유로본드 도입을 반대하고 있으나, 야당을 비롯해 재계에서는 EU 경제의 ‘독일책임론’ 등을 이유로 독일정부의 보다 적극적인 행동을 촉구하고 있음.
- 메르켈(Angela Merkel) 독일 총리는 “EU는 안정성을 추구하기 위한 공동체이며, 채무를 공동 부담하기 위한 공동체가 아님”을 언급(8월 21일)함으로써 유로본드 발행에 대한 반대 입장을 시사했으며, 집권연정인 기민/기사당(CDU/CSU)과 자민당(FDP) 측에서도 유로본드에 대해 반대하는 입장임.
- 기민당의 슈툼겐(Michael Stueben) 의원은 유로본드를 ‘달콤한 독약’이라고 표현하고, 자민당의 뢰슬러(Philipp Rösler) 대표는 유로본드가 과대채무국에 대한 지원을 통해 독일기업에 반(反)경쟁적인 효과를 갖게 될 것이라고 경고함.
- 반면에 사민당의 가브리엘(Gulis Gabriel) 의원은 재정위기가 심화되기 전에 독일정부의 보다 적극적인 지원이 필요함을 주장하고 있으며, 독일수출협회 또한 유로본드 도입이 향후 새로운 위기를 방지할 수 있는 유일한 수단이라고 강조하고 있어 야당과 재계를 중심으로 유로본드에 대한 찬성론이 대두됨.
- 사르코지(Nicolas Sarkozy) 프랑스 대통령 역시 수차례에 걸쳐 유로본드 도입에 반대를 표시한 바 있으며, 집권여당인 대중운동연합(UMP)도 그와 같은 입장이나 야당인 사회당(PS)은 유로본드 도입에 대해 긍정적인 입장을 밝히고 있음.
- FT에 따르면 한 프랑스 고위관료는 “유로본드가 재정정책의 통합 강화를 요구하고 있어 장기적 프로젝트는 될 수 있으나 유로본드와 국가 재정경제정책을 동시에 운영할 수는 없다”고 일축함.⁵⁾
- 사르코지 대통령에 대한 지지도 하락이 여당인 UMP에 대한 지지도 하락과 사회당(PS)에 대한 지지도 상승으로 이어지고 있는 가운데, 사회당이 유로본드에 대해 긍정적인 반응을 보이고 있는 상황이 연출되고 있음.

4) 녹색(Green paper)는 특정 입안에 대한 공공자문 및 의견수렴, 토론축진을 목적으로 EU 집행위원회가 발간하는 토의용 보고서(Discussion paper)임. 이후에 작성되는 백서(White paper)는 보다 구체적인 내용을 담고 집행위원회가 공식적인 입법제안을 추진하는 기본 틀이 됨.

5) Financial Times(2011), “Germany and France Rule out Eurobonds.” (8월 14일)

- 독일의 유로본드 반대에 대한 입장을 지지하는 네덜란드의 드재거(Jan Kees de Jager) 재무장관은 “부채로 인한 위기를 새로운 형태의 부채(유로본드)를 도입함으로써 해결할 수는 없을 것”이라고 지적했으며, 판롬퓌이(Herman Van Rompuy) EU 상임의장도 “현재 시점에서의 유로본드의 발행은 적절하지 않다”고 언급함.
- 한편 이탈리아의 트레몬티(Giulio Tremonti) 재무장관은 유로본드만이 유럽의 재정위기를 해결할 수 있는 최선의 해결책이라고 주장하고, 유로존에 속하지 않은 영국정부 역시 EU의 재정통합과 유로본드 발행에 대해 찬성 의사를 표시한 바 있음.

■ 유로본드 도입을 반대하고 있는 독일과 프랑스 양국 정상은 유로존 내 공동경제정부(Common Economic Government) 형성을 제안했으며, 유로본드가 발행되지 않는다는 조건하에서 EFSF의 확대에 대해 찬성하고 있음.

- 독일 메르켈 총리와 프랑스 사르코지 대통령은 지난 8월 7일과 16일 독일·프랑스 정상회담을 통해 비록 유로본드 발행에 대해서는 반대하는 입장을 취하고 있으나 유로본드 발행가능성을 완전히 배제하지는 않고 있으며, ‘진정한 유럽의 경제정부’로서의 공동경제정부 형성에 대해 상호합의를 이끌어냄.
- 공동경제정부에서는 판롬퓌이 EU 상임의장이 공동경제정부의 의장직을 수행하고 유로존 17개 회원국 정상들이 연 2회 이상 회동하도록 하여 재정 및 경제정책의 조화를 논의하고자 함.
- 두 정상은 유로본드 미발행 시 현재 4,400억 유로 규모인 EFSF에 추가적인 규모확대가 이루어지는 것에 대해 동의하고 있으나 EFSF의 규모확대를 위해서는 모든 17개 유로존 회원국의 의회 승인 및 회원국 정상의 서명이 이루어져야 하는바, 모든 회원국의 의회를 통과할 수 있을지 여부가 불투명하여 추가적인 EFSF 규모확대는 쉽지 않을 것으로 예상되고 있음.
- 메르켈 총리와 사르코지 대통령은 EFSF가 향후 유럽통화기금(EMF: European Monetary Fund)의 역할을 할 것으로 보고 있음.
- 지난 9월 8일 프랑스 상원이 EU 회원국 중 처음으로 1,600억 유로 규모의 그리스 구제금융 지원안을 통과시켜 EFSF 규모확대를 지원하기로 결정함.
- 독일의 경우, 오는 9월 29일 독일 하원(Bundestag)에서 EFSF의 기금규모 추가확대안이 통과되어야 하나 다수 의원들의 반대 또는 기권이 예상되고 있어 메르켈 총리가 “유로의 실패는 유럽의 실패로 이어질 것”이며, “장기적으로 유럽의 성공 없이는 독일의 성공이 어렵다”고 강조하는 등 의원들을 설득하고 있는 상황임.

4. 향후 전망

■ 유로본드 도입은 EU 조약에 위배되고, 최대 기여국인 독일이 명확하게 반대를 표명한다는 점에서 단기간에 실현되기는 어려울 전망

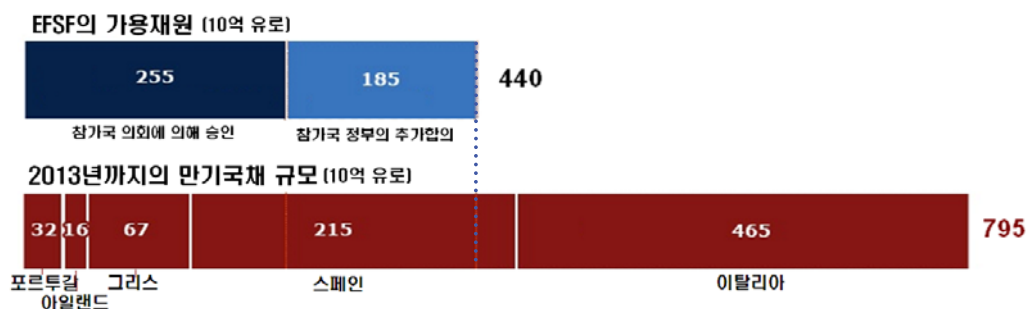
- 유로지역의 재정위기는 그리스에서 시작되어 그 다음 취약국가로 전이되는 현상이 나타나고 있는바, 재정위기가 근본적으로 해결되거나 대응 메커니즘이 구축되지 않는 한 글로벌 경기변화에 따라 지속적인 불안요인으로 작용할 것으로 보임.

- 재정위기의 근본적인 해결을 위해서는 획기적인 채무재조정이 필요하나 전 유로지역 금융시장에 미칠 수 있는 파급효과를 고려하여 점진적인 채무재조정이 진행될 수밖에 없으며, 일부 국가(예: 그리스)의 유로지역 탈퇴 또한 현실성이 낮은 선택임.
- 유로지역의 재정위기는 한 취약국가의 문제가 구제금융 실시로 인해 진정되면 일정 기간 이후 다음 취약국가로 전이되는 현상을 보이고 있으며, 이에 대한 원인으로 유럽 은행들의 채무관계가 서로 얽혀 있는 점을 지적할 수 있음.
- 유로본드의 도입은 발행 시 ① 단기적으로는 재정위기로 불거진 불안요인을 해소할 수 있고 ② 중장기적으로 유로지역의 국채시장 발전에 기여한다는 점에서 지속적으로 논의될 것으로 보이나, 앞서 언급한 것처럼 현실적 제약으로 인해 단기간에 실현되기는 어려울 전망
- 그동안 금기시되었던 유로본드 발행에 대한 언급이 보다 광범위한 계층(학계, 정계, 금융계)에서 논의되기 시작했다는 점을 미루어볼 때 그동안 전통적인 갈등구조인 ‘재정통합’과 ‘개별책임론’ 간의 대립에서 장기적인 해결방향이 재정통합 쪽으로 기울기 시작했다는 견해도 있음.
- 그러나 독일정부는 “재정규율(fiscal discipline) 없이 재정통합(fiscal union)은 있을 수 없다”는 기본입장을 취하고 있고, 재정지원 시 강도 높은 구조조정 및 경제개혁을 요구하고 있어 향후 재정통합과 개별 국가의 재정책임 의무가 동시에 강화될 것으로 예상됨.

■ 현재로서는 EFSF의 가용재원이 확대되는 방향으로 개혁이 추진될 것으로 예상되며, 장기적으로 EFSF와 유럽안정메커니즘(ESM)이 EMF로 발전할 것으로 예상 가능.

- 현재의 지원체제로는 스페인이나 이탈리아 같은 경제대국을 지원할 수 없으므로 향후 EFSF의 가용재원 규모가 확대되는 방향으로 개혁이 진행될 것으로 예상됨.

그림 7. EFSF의 가용재원 및 PIIGS 국가들의 만기국채 규모



주: 포르투갈, 아일랜드, 이탈리아, 그리스, 스페인(PIIGS) 5개국의 국채 중 2013년까지 만기가 도래하는 국채는 7,950억 유로 규모임.
자료: Thomson Reuter Datastream(2011. 8), Spiegel에서 발췌.

- 지난 7월 21일 정상회의에서는 예방적 차원에서 EFSF와 향후 신설될 ESM이 유통시장에서 비구제금융 국가의 국채를 매입할 수 있도록 허용하는 데 합의함.
- EFSF가 유통시장에서 국채를 매입할 경우 국채발행 금리를 인하시키는 효과가 있을 것으로 전망됨.
- 이러한 결정은 EFSF와 ESM이 ‘유럽판 IMF’라 할 수 있는 EMF로 발전할 수 있다는 것을 의미하며, 유로지역의 재정위기를 해결하기 위해서 ‘재정통합’의 방향으로 한 걸음 더 전진하는 것을 의미함.

부록: 유로본드 발행 방법에 관한 논의

- 유로본드 발행 방법에 대해서는 학계와 정계에서 다양한 방안이 제시되고 있으며, 지금까지 가장 구체적으로 제시된 방법은 다음과 같다.

제안자	유로본드 발행 방법
De Grauwe and Moesen ⁶⁾	- 유로화 사용국은 유럽개발은행(EIB: European Investment Bank)의 지분비중에 따라 공동국채를 발행하며, 각 참가국은 공동국채의 금리산정에 적용된 기존 자국의 국채금리에 준하는 이자를 지불하게 됨. ○ 공동채권의 쿠폰 금리는 참여비중에 따라 발행 직전 참여국의 국채금리를 가중 평균하여 계산됨. ○ 채권발행으로 확보된 자금(proceeds)은 각 참가국에 참여비중에 따라 분배되며, 각 참가국은 공동채권 발행 시 적용되었던 국채금리만큼의 이자를 지불하게 됨. ※ 예를 들어 2009년 5월 1일 기준의 국채금리(10년물)에 대한 가중평균으로 공동채권이 발행될 경우 독일은 3.17%, 그리스는 5.32%의 금리를 기준으로 이자를 지불함. - 이 제도의 장점은 참가국이 서로 다른 이자를 지급하게 함으로써 무임승차(free riding)에 따른 도덕적 해이의 소지를 줄일 수 있으며, 독일 등 재정건전국에 대한 추가적인 재원부담이 발생하지 않는 점임. - 실행과정에서의 문제점으로는 ① 채무변제 시 공동책임에 위한 메커니즘 구축이 선행되어야 한다는 점, ② 공동채권의 금리가 참가국 국채금리의 가중평균을 통해 정해지더라도 향후 발행과정에서 변할 수 있다는 점임.
Delpia and von Weizsäcker ⁷⁾	- 유로화 사용국의 국채를 우량채권(일명 블루채권, blue)과 비우량채권(레드채권, red)으로 구분하여 우량채권에 대해 선순위의 채무변제권을 부여함으로써 차별화된 금리적용을 유도 ○ 블루채권은 GDP의 60% 이내에 해당하는 채무이며, 레드채권은 그 이상을 초과하는 부분으로 구성하고 채무불이행 시 블루채권에 레드채권보다 선순위의 채무변제권을 부여함. ○ 이 경우 블루채권과 레드채권이 갖는 금리가 차별화되어 블루채권의 경우 금리하락이 기대되며, 이로 인해 GDP 대비 60%의 국가채무에 대한 이자비용 부담이 감소하게 됨. ○ 반면에 레드채권의 금리는 채무불이행 가능성과 유동성 프리미엄을 반영하여 상승하게 되며, 이는 채권발행국이 채무를 줄이게 되는 동기로 작용함. - 이 제안에 참여하는 국가들은 블루채권을 공동화하여 공동채권 형식으로 발행할 수 있으며, 이 경우 유로지역 전체 GDP의 60% 수준(5조 6천억 유로)까지 발행 가능할 것으로 보여, 미 국채시장에 필적하는 유로 국채시장 형성이 가능함. - 이 제안의 장점은 공동국채 발행을 통해 재정조달 비용을 줄임과 동시에 과대채무국에 대해서 재정건전화 노력을 유도함으로써 유로지역 내의 재정규율을 강화시킬 수 있다는 데 있음.
Juncker and Tremonti	- 룩셈부르크의 용커 총리와 이탈리아의 트리몬티 재무부 장관은 현재의 EFSF를 대신할 수 있는 유럽 채무관리청(EDA: European Debt Agency)의 창설을 제안함(2010. 12). ○ 이 제안에 따르면 EDA는 유럽공동국채(European Sovereign Bond) 발행을 담당하며 각 참가국 GDP의 40% 이내에서 참가국의 신규 국채수요의 50%까지 국채를 발행함(예외적인 경우에는 100%까지 발행). ○ 기발행 국채의 경우 EDA가 유통시장에서 공동국채와 할인가격으로 교환함으로써 국채수익률 안정을 제고함. - 이 제안은 실질적인 재정통합을 의미하여 독일이 다른 참가국의 채무를 떠안는 결과를 초래할 수 있다는 점에서 독일의 반대가 심한 상황임.

부록 계속

제안자	유로본드 발행 방법
Collignon ⁸⁾	- 민간자본 주도하에 특별기금(trust)을 조성, 유통시장에서 유로화 사용국의 국채를 매입한 후 이를 담보자산으로 공동채권(Union Bond)을 발행. ○ 특별기금을 통해 발행된 채권은 유로화 사용국 국채로 구성된 포트폴리오를 형성하게 되는 셈이며, 각국 국채의 비중은 EIB의 출자비중에 의거함. ○ 특별기금은 민간자본 주도하에 구성될 수 있으나, 유로화 사용국이 공공재원을 통해 지원할 경우 시장으로부터 추가적인 신뢰를 획득하는 것이 가능함. - 정부의 개입을 최소화하면서 실질적으로 공동 채권시장을 형성하는 것과 유사한 효과를 가질 수 있으나, 민간자본을 끌어들이는 방법과 특정 국채의 디폴트 선언 시 이에 대한 해결방법 등에서 선결과제가 있음. ○ 민간자본을 통해 특별기금을 조성하기 위해서는 인센티브를 제공할 수 있는 메커니즘을 구축해야 하나 민간투자자들이 리스크에 민감해진 현 상황에서는 메커니즘 구축과 실효성 확보에 어려움이 예상됨. ○ 특정 국채(예: 그리스)에 대한 채무불이행 가능성이 남아 있는 한 공동채권은 독일국채보다 높은 금리를 지불할 수밖에 없어 공동채권으로서의 입지가 줄어들 수밖에 없음.

6) De Grauwe, Paul and Wim Moesen(2009), "Gains for All: A proposal for a common Eurobond." CEPS. Commentary and Intereconomics. (3 April)

7) Delpa, Jacques. Jacob von Weizsäcker(2011), "The Bule Bond Proposal." Bruegel. (11 May)

8) Collignon, Stefan(2011), "Eurobonds: The Financial Equivalent of the Single Currency." European Parliament Breifing note. (March)