

현안과 과제

| 헤지펀드發 이탈리아 재정위기 고조
- PIGS 5개국의 재정위기 악순환 형성

□ 헤지펀드發 이탈리아 재정위기 고조 - PIIGS 5개국의 재정위기 악순환 형성

■ 이탈리아 재정위기 우려 확산

글로벌 헤지펀드가 이탈리아 국채를 공격하면서 유럽 재정위기가 이탈리아로 확산될 우려가 커지고 있다. 이탈리아 국채금리(10년물)가 7월 1일 4.87%에서 12월 5.62%로 0.75%p 급등하였고, 신용부도스왑(CDS) 프리미엄도 175bp에서 292bp로 치솟았다. 세계 증시가 동반 하락하였고, 한국에서도 주가가 급락하고 환율이 급등하는 등 금융시장의 불안정성이 커지고 있다.

G7 선진국인 이탈리아가 재정위기 가능성에 노출되면서, 유럽 재정위기가 예전의 그리스, 아일랜드, 포르투갈과는 전혀 다른 새로운 국면으로 접어들었다. 그리스의 위기가 이탈리아의 위기를 키우고, 다시 PIIGS 5개국(포르투갈, 아일랜드, 이탈리아, 그리스, 스페인)의 위기로 확산되는 악순환 구조가 형성된 것이다. PIIGS 5개국의 위기 전염 강도(強度)가 커지면서 유럽 재정위기의 해결책을 찾기가 더욱 힘들게 되었으며, 세계 경기 회복이 지연될 것으로 우려된다.

■ 헤지펀드發 이탈리아 재정위기 우려 고조

(헤지펀드의 이탈리아 국채 공격) 다른 PIGS 국가들에 비해 이탈리아는 상대적으로 재정위기 가능성이 낮은 것으로 평가되어 왔다. 하지만 글로벌 헤지펀드가 이탈리아 국채의 대규모 만기 도래(7~9월), 제2차 스트레스 테스트 결과 발표(11월 15일), 정치권 갈등이 겹치는 시점을 노려 공격함으로써 이탈리아 재정위기 우려가 고조되고 있다.

이탈리아의 경제사회적 취약성이 단기간 내에 해소되기 어렵다는 측면에서 앞으로 제2, 제3의 헤지펀드 공격 가능성을 배제할 수 없다. 즉 과도한 정부부채와 대규모 만기 도래, 은행 부실 우려, PIIGS 5개국의 재정위기 악순환 구조 형성 정치 불안 등이 헤지펀드의 공격 빌미를 제공하고 있기 때문이다.

(대규모 만기도래) 이탈리아 정부부채 규모는 GDP의 119%로 유럽연합 평균치인 79.5%는 물론 이미 구제금융을 신청한 아일랜드의 96%, 포르투갈의 83%보다 높은 수준이다. 하반기 만기 도래하는 국채 규모가 1,604억 달러에 달하며 특히 7월 132억 달러, 8월 353억 달러, 9월 694억 달러 규모의 만기 도래를 앞두고 있어 글로벌 헤지펀드의 공격 대상이 되고 있다.

(은행 부실 우려) 오는 15일 발표되는 유럽 은행감독청 (EBA)의 스트레스 테스트에서 이탈리아 은행 중 일부가 테스트를 통과하지 못할 것이라는 우려가 존재한다. 테스트를 통과하지 못한 은행들은 자본건전성을 확보하기 위해 이탈리아 국채를 대량 매각하거나 차환(rollover)에 참여하지 않을 것으로 예상된다.

(PIIGS 국가간 위기 전염) 포르투갈이 구제금융을 신청한 지난 4월이나 그리스 2차 구제금융이 논의되던 6월에도, 이탈리아는 비교적 안전한 것으로 여겨졌다. 하지만 이탈리아가 재정위기에 노출됨에 따라, PIIGS 5개국의 위기가 서로 전염되는 강도가 강해졌다. 이탈리아가 헤지펀드 공격 차단, 2차 스트레스 테스트 통과, 긴급 재정안 국회 통과로 일시적으로 위기를 넘긴다 하더라도, 현재 가시화되고 있는 그리스의 '부분적 디폴트(selective default)' 문제가 이탈리아의 재정위기 우려를 다시 부각시킬 것으로 예측된다. PIIGS 국가 중 하나의 신용등급이 강등되거나 대규모 만기가 도래할 때 5개국으로 위기가 전파될 수 있다.

(정치 불안) 이탈리아 정치권의 불협화음이 헤지펀드 공격의 빌미를 제공하고 있다. 재정위기 우려가 커짐에 따라 긴급 재정안이 국회를 통과할 가능성이 커졌으나, 재정 축소를 반대하는 국민 여론으로 정치권 갈등은 지속될 전망이다.

■ 시사점과 과제

(시사점) 그리스 경제규모의 7배에 달하는 이탈리아가 재정위기에 빠질 경우 세계 금융시장이 마비되고 세계 경기 회복이 지연될 가능성이 크며, 한국에서도 유럽 투자자금의 급격한 유출, 對유럽 수출 감소가 우려된다.

(과제) 유럽 재정위기 확대가 한국에서 외국자본의 급격한 유출로 이어지지 않도록 관리하고, 외환위기 방지책을 마련해야 한다. 주요국 중앙은행과 통화스왑 체결, 적절한 외환보유고 관리, 거시건전성 부담금 등을 통한 단기유동자금 관리 등 외환시장 안정화를 위한 다양한 수단을 강구해야 한다. 그리고 유럽 경기 위축에 따른 對 유럽 수출 감소에 대비하여 수출시장 다변화 전략을 지속적으로 추구해야 한다. 또한 재정준칙 도입 등 재정건전성 향상을 통해 국내 경제의 신뢰도를 제고하고, 글로벌 금융안전망 구축에도 적극 참여해야 한다.

1. 이탈리아 재정위기 우려 확산

- 글로벌 헤지펀드가 이탈리아 국채를 공격하면서 유럽 재정위기가 이탈리아로 확산될 것이라는 우려가 커지고 있음
 - 이탈리아 국채금리(10년물)가 7월 1일 4.87%에서 12일 5.62%로 0.75%p 급등하고, 신용부도스왑(CDS)¹⁾ 프리미엄도 175bp에서 292bp로 치솟음
 - G7 국가인 이탈리아의 재정위기가 가시권에 진입함에 따라 한국을 포함한 세계 금융시장이 충격에 휩싸임
 - 세계 증시 변동성 확대 : 이탈리아 FTSE Mib 지수는 11일 3.96% 하락한 1만8295로, 뉴욕증권거래소(NYSE) 지수는 1.2% 하락한 12505.76으로 마감하였으며, 유로화 가치도 1.8% 급락하면서 달러/유로 환율이 1.4012를 기록
 - 한국 금융시장 불확실성 증대 : 코스피(KOSPI)는 11일 2.2% 내린 2,109.73에 마감하였고, 환율은 8.70원 오른 1,066.50원에 마감
- G7 선진국인 이탈리아가 재정위기 가능성에 노출되면서, 유럽 재정위기가 예전의 그리스, 아일랜드, 포르투갈과는 전혀 다른 새로운 국면으로 접어들
 - 그리스의 위기가 이탈리아의 위기를 키우고, 다시 PIIGS 5개국의 위기로 확산되는 악순환 구조가 형성됨
 - PIIGS 5개국의 위기 전염 강도(強度)가 강해지면서 유럽 재정위기의 해결책을 찾기가 더욱 어렵게 되었으며, 세계 경기 회복이 지연될 것으로 우려됨

< 이탈리아 CDS와 국채금리 추이 >

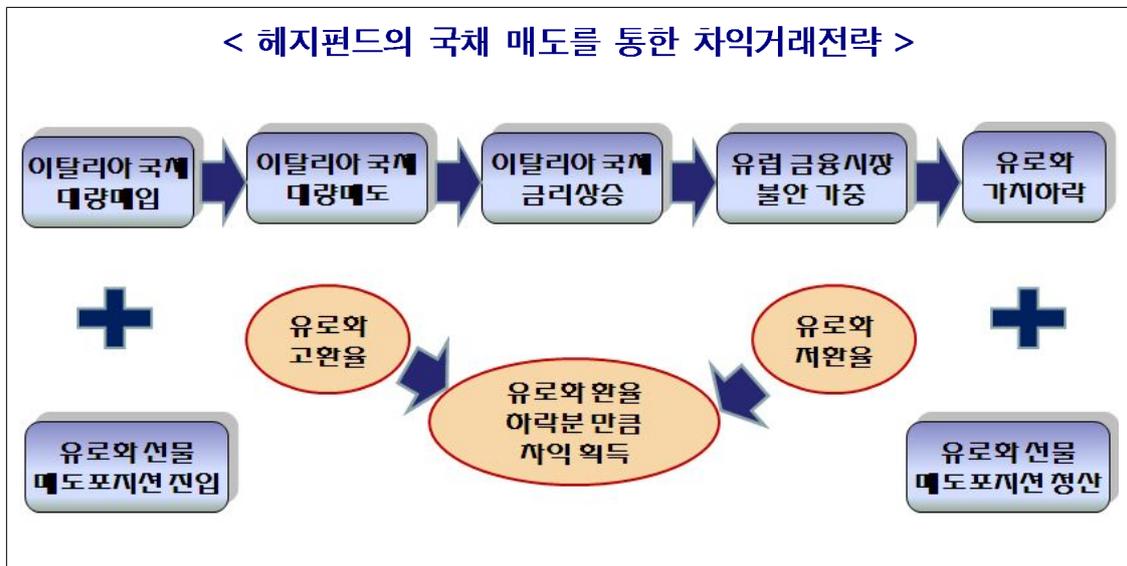


1) CDS(Credit Default Swap)란 기업이나 국가의 파산 위험을 사고파는 신용파생상품으로서, CDS 프리미엄 상승은 파산 위험이 커짐을 뜻함

2. 헤지펀드發 이탈리아 재정위기 고조

- (헤지펀드의 이탈리아 국채 공격) 다른 PIGS 국가들에 비해 이탈리아는 상대적으로 재정위기 가능성이 낮은 것으로 평가되었으나, 헤지펀드의 이탈리아 국채 공격으로 재정위기 가능성 고조
 - 이탈리아는 다른 PIGS 국가들에 비해 재정적자 수준이 낮고 저축률이 높아 재정위기 가능성이 낮은 것으로 평가되어 왔음
 - 2010년 재정적자 규모는 GDP의 4.6% 수준으로, 그리스의 10.5%, 아일랜드의 32.4%, 포르투갈의 9.1%, 스페인의 9.2%보다 낮음
 - 또한 향후 4년간 540억 유로 규모의 재정 감축안을 마련하여 국회 의결을 앞두고 있음
 - 국내총저축도 GDP의 16.0%로서 그리스의 2.8%, 포르투갈의 9.2%에 비해 높은 수준임
 - 그런데 글로벌 헤지펀드가 이탈리아의 취약성을 노리고 공격을 감행하면서 이탈리아 재정위기 가능성이 고조되고 있음
 - 이탈리아 국채의 대규모 만기 도래(7~9월), 제2차 스트레스 테스트 결과 발표(7월 15일), 정치권 갈등이 겹치는 시점을 앞두고, 글로벌 헤지펀드가 6월부터 이탈리아 국채 매도포지션과 유로화 매도포지션 비중을 높임
 - 헤지펀드가 7월 들어 공매도(空賣渡)에 나서면서 국채금리가 0.75%p 급등하고 유로화 가치가 1.8% 폭락함
 - 금융시장 불안정성이 커지자 일반투자자들도 이탈리아 국채 및 유로화 매도에 나서면서 금리 상승폭과 유로화 가치 하락폭이 커졌고, 이에 따라 헤지펀드가 막대한 차익을 실현할 것으로 예상됨
 - 글로벌 헤지펀드는 이미 2010년 상반기 그리스 국채를 공격하여 그리스를 구제금융으로 내모는 단초를 제공한 바 있음
 - 2010년 초 유로화 고점에서 그리스 국채 매도포지션 및 유로화 매도포지션 비중을 높인 후, 2010년 4~5월 그리스국채를 대량 매도하여 차익 실현
 - 국채금리가 4월 들어 급등하였고, 결국 그리스는 4월 23일 구제금융을 신청

- 헤지펀드가 이탈리아 국채를 공격할 수 있었던 것은 이탈리아의 경제사회적 취약성이 내재하고 있었기 때문임
- 즉 과도한 정부부채와 대규모 만기 도래, 은행 부실 우려, PIIGS 5개국의 재정위기 악순환 구조 형성, 정치 불안 등이 헤지펀드의 공격 빌미를 제공한 것임
- 이탈리아의 경제사회적 취약성이 단시간 내에 해소되기 어렵다는 측면에서 제2, 제3의 헤지펀드 공격 가능성을 배제할 수 없음



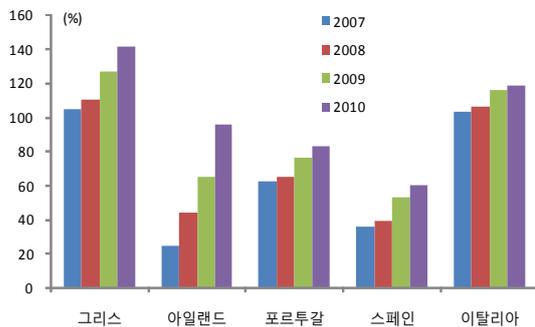
[용어설명]

- **매도 포지션 (賣渡포지션; Short Position)** : 장래의 정해진 날에 정해진 가격으로 상품을 매도하기로 약속하는 계약
- 예를 들어 유로화의 정해진 가격이 1.5달러/유로이고 실제 가격이 1.4달러/유로일 경우, 유로화 매도 포지션 보유자는 실제 가격(1.4달러/유로)보다 비싼 가격(1.5달러/유로)으로 유로화를 매각할 수 있으므로, 그 차액인 0.1달러/유로만큼 차익 실현
- 글로벌 헤지펀드는 이탈리아 국채를 대량 공매도(空賣渡)하여 실제 유로화 가격을 떨어뜨림으로써 차익 실현

① (대규모 만기도래) 이탈리아 정부부채가 GDP의 119%를 상회하는 가운데, 대규모로 만기가 도래하면서 재정위기 우려 확산

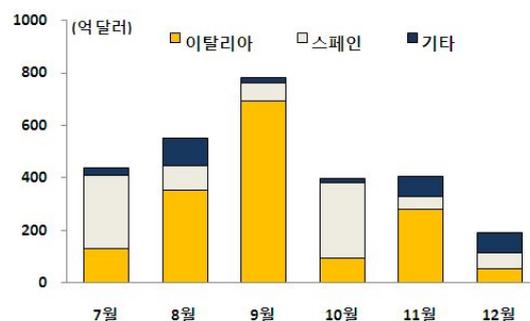
- 이탈리아의 정부부채 문제는 구제금융을 신청한 아일랜드나 포르투갈보다 심각
 - 최근 10년간 연평균 GDP 증가율이 0.3%에 불과한 가운데 정부지출이 증가함에 따라 정부부채가 GDP 대비 119.0%로 급증
 - 이는 유럽 평균치인 79.5%는 물론 이미 구제금융을 신청한 아일랜드의 96%, 포르투갈의 83%보다 높은 수준
- 대규모 만기 도래를 앞두고 국채금리가 상승함에 따라 차환(rollover)에 어려움을 겪을 것으로 우려됨
 - 올 하반기 만기가 도래하는 부채규모가 1,604억 달러에 이르며, 특히 7월 132억 달러, 8월 353억 달러, 9월 694억 달러 규모의 만기 도래를 앞두고 있어 글로벌 헤지펀드의 공격 대상이 됨
 - 이탈리아 국채금리(10년물)가 열흘 새 0.75%p 급등함에 따라 자금조달 비용이 급증하고 있으며, 국채금리가 계속 상승할 것이라는 기대가 형성됨에 따라 비용부담이 더욱 커질 것으로 예상됨

<PIIGS 국가의 정부부채 추이>



자료 : IMF
주 : GDP 대비 국가부채 추이

<PIIGS 국채의 만기 도래 현황>



자료 : Bloomberg
주 : 기타는 그리스, 아일랜드, 포르투갈

② (은행 부실 우려) 15일 발표되는 스트레스 테스트에서 이탈리아 은행들이 통과하지 못할 것이라는 우려 존재

- 지금까지 이탈리아 은행들은 상대적으로 건전한 것으로 평가되어 왔음
 - 스페인, 아일랜드와는 달리 주택버블 붕괴를 경험하지 않았고, 그리스 국채 보유비중도 높지 않은 편임(그리스 국채의 4.5% 수준)
- 하지만 15일 발표되는 유럽 은행감독청(EBA)의 스트레스 테스트에서 이탈리아 은행들이 통과하지 못할 것이라는 우려 존재
 - 유럽 은행감독청(EBA)은 오는 15일 유럽연합(EU) 내 91개 은행에 대한 제2차 스트레스 테스트²⁾ 결과를 발표하며, 그 내용에는 각 은행이 보유하고 있는 EU 회원국의 국채 현황과 만기구조까지 포함될 것으로 알려짐
 - 10~26개의 은행이 테스트를 통과하지 못할 것으로 예상되는 가운데, 테스트 대상인 5개 이탈리아 은행 중 1~2개가 포함될 가능성을 배제하지 못함
 - 실제로 이탈리아 최대 은행인 유니크레딧의 주가가 11일 5.92% 떨어졌고, 인테사 산파올로의 주가도 7.01% 하락
- 스트레스 테스트를 통과하지 못한 은행들은 자본건전성을 확보하기 위해 이탈리아 국채를 대량 매각하거나 차환(rollover)에 참여하지 않을 것으로 예상

③ (정치 불안) 이탈리아 정치권의 불협화음이 헤지펀드 공격의 빌미를 제공

- 금리정책과 환율정책³⁾이 불가능한 상황에서 긴축재정을 통해 재정적자 폭을 줄여야 하는데, 정치권 갈등으로 어려움 존재
 - 베를루스코니 총리는 세금인하를 우선시하는 반면 트레몬티 재무장관은 세금인하를 우선시하면서 갈등을 빚고 있음
 - 국채금리 급등으로 긴축 재정안이 국회를 통과할 가능성이 커졌으나, 재정 축소를 반대하는 국민 여론으로 정치권 갈등은 지속될 전망
- 한편 11~12일 이탈리아 문제 해결을 위해 EU 고위관계자 회의를 열었으나 별다른 대책을 내놓지 못하는 등 EU 리더십 부재도 심각

2) GDP 증가율, 실업률, 주택가격 등 경제상황에 대한 부정적 시나리오를 상정한 후, 이를 극복할 수 있는지 테스트하는 것임. 2010년 1차 스트레스 테스트에서는 부정적 시나리오 기준이 너무 느슨하다는 지적에도 불구하고 91개 은행 중 7개(스페인 5개, 독일 1개, 그리스 1개)가 테스트를 통과하지 못함

3) 기준금리는 유럽중앙은행(ECB)이 결정하며, 유로화라는 단일화폐를 사용하고 있으므로 환율정책도 불가능함

④ (PIIGS 국가간 위기 전염) 이탈리아의 재정위기 가능성이 커지면서 PIIGS 국가간 위기 전염 강도가 커짐. 이탈리아가 일시적으로 위기를 넘긴다 하더라도, 그리스나 아일랜드, 포르투갈의 위기가 이탈리아 위기 우려를 다시 부각시킬 것으로 예측됨

- 유로존 국가 간 대외채무가 그물망처럼 얽혀 있어 그리스, 아일랜드, 포르투갈의 위기가 이탈리아로 전파될 가능성 상존
- 예를 들어 PIIGS 국가에 1조 7,990억 달러(PIIGS 총 대외채무의 60.4%)를 투자하고 있는 독·프·영이 신용경색을 우려하여 자금의 일부를 회수할 경우, PIIGS 국가 전체가 재정위기에 빠질 수 있음
- 최근 신용등급이 하락한 프랑스 은행들이 이탈리아로부터 투자금의 일부를 회수할 경우, 이탈리아 재정위기 가능성이 급등할 것임 (이탈리아 총 대외채무 10,966억 달러 중 3,891억 달러(35.5%)를 프랑스가 차지)

< 유럽 주요국 대외투자자금 현황 >

(단위 : 억 달러, %)

		채권국				대외채무 총액
		이탈리아	독일	프랑스	영국	
채 무 국	그리스	42 (2.6)	340 (21.1)	530 (32.9)	131 (8.1)	1,609(100.0)
	아일랜드	142 (2.2)	1,182 (18.2)	368 (5.7)	1,524 (23.4)	6,502(100.0)
	포르투갈	41 (1.8)	364 (16.1)	270 (12.0)	244 (10.8)	2,255(100.0)
	스페인	299 (3.5)	1,819 (21.5)	1,415 (16.7)	1,121 (13.2)	8,464(100.0)
	이탈리아	-	1,623 (14.8)	3,891 (35.5)	667 (6.1)	10,966(100.0)
총 대외투자자금		8,970	29,984	31,382	39,422	-

자료 : BIS Quarterly review, June 2011

주 : 2010년 4/4분기 기준, 괄호안은 채무국의 대외채무총액 대비 비율
대외채무총액(total foreign claims)란 BIS 회원국 은행간 지급의무 총액임

- 그물망처럼 얽혀 있는 유로존 국가 간 교역도 위기 전파의 통로로 작용
 - 재정위기가 그리스, 아일랜드, 포르투갈을 넘어 이탈리아로 전염될 경우 유럽경제 위축은 불가피하며, 이에 따른 수출 감소는 '재정적자-경기침체' 악순환을 심화시킬 것임

<유럽 주요국 역내 무역 현황 (2010)>

(단위: 백만 유로)

		수입국						역내 총수출액
		그리스	아일랜드	포르투갈	스페인	이탈리아	기타	
수출국	그리스	-	26	109	385	1,732	13,591	15,843
	아일랜드	298	-	404	3,390	2,707	80,775	87,574
	포르투갈	100	99	-	9,429	1,318	25,678	36,624
	스페인	1,633	726	16,638	-	16,353	150,409	185,759
	이탈리아	5,375	879	3,385	19,337	-	308,069	337,045
	기타	30,877	43,199	35,993	205,035	340,242	-	
역내 총수입액		38,283	44,929	56,529	237,576	227,145		

자료: 한국무역협회

- 그리스, 아일랜드, 포르투갈에 이어 경제규모가 큰 이탈리아까지 재정위기의 가시권에 진입함에 따라 PIIGS 5개국에 번갈아 위기를 확산시키는 악순환 구조 형성
 - 이탈리아가 헤지펀드의 공격을 막아내고 2차 스트레스 테스트를 통과하여 일시적으로 위기를 넘긴다 하더라도, 현재 가시화되고 있는 그리스의 '부분적 디폴트(selective default)' 문제가 이탈리아의 재정위기 우려를 다시 현실화시킬 것임
 - 신용평가회사가 PIIGS 국가의 신용등급을 강등시키거나 정치 불안이 커질 경우 위기가 확산될 수 있음
 - 또한 PIIGS 국채의 대규모 만기 도래(스페인 7월 276억 달러, 10월 289억 달러; 이탈리아 8월 353억 달러, 9월 694억 달러; 그리스 8월 88억 달러, 12월 75억 달러; 아일랜드 11월 59억 달러 등) 시점에서 헤지펀드의 공격이 재현될 가능성 존재

3. 시사점과 과제

- (시사점) 그리스 경제규모의 7배에 달하는 이탈리아가 재정위기에 빠질 경우, 세계 금융시장이 마비되고 세계 경기 회복이 더욱 지연될 가능성이 크며, 한국에서도 유럽 투자자금의 급격한 유출, 對유럽 수출 감소 등이 우려됨
 - 경제규모가 큰 이탈리아가 위기에 처할 경우 독일, 프랑스, 영국 등 유럽 선진국들은 신용경색을 우려하여 對한국 투자자금을 회수할 가능성 높음
 - 2010년 12월 기준 우리나라의 전체 외채는 3,396억 달러이며, 그중 48.6%인 1,656억 달러를 유럽으로부터 차입
 - 유럽 경기회복 지연으로 인한 수출 감소 우려
 - 2010년 말 기준으로 한국의 對유럽 수출비중은 15% 수준
- (과제) 유럽 재정위기 및 세계 금융시장 불안정성 확대가 한국에서 외국 자본의 급격한 유출로 이어지지 않도록 관리하고 외환위기 방지책 마련
 - 주요국 중앙은행과 통화스왑 체결, 적절한 외환보유고 관리, 거시건전성 부담금 등을 통한 단기유동자금 관리 등 외환시장 안정화를 위한 모든 수단 강구
 - 또한 정부 및 민간은 대외 투자금의 위험관리 및 유동성 관리에 철저
 - 원달러 환율, CDS 프리미엄 등 주요지표의 안정화를 통해 대외불안 요인의 국내 전이를 사전에 차단
 - 유럽 경기 위축에 따른 한국 수출시장 감소에 대비하여 수출시장 다변화 전략을 지속적으로 추구
 - 신흥국 시장진출 확대 등 수출지역 다각화를 통해 수출 감소로 인한 리스크 최소화
 - 재정준칙 도입 등 재정건전성 향상을 통해 한국경제의 신뢰도 제고
 - 재정준칙 도입을 통해 세출증가율을 세입증가율보다 2~3%p 낮게 유지하고, 국가채무 상한선 등 분야별 재정지출 목표 설정
 - 글로벌 금융안전망 구축에도 적극 참여

이준협 연구위원 (2072-6219, sododuk1@hri.co.kr)

김천구 연구원 (2072-6211, ck1009@hri.co.kr)