

현안과 과제

■ 유로존 장기 불황에 빠지나?

< 요약 >

■ 유로존 경제 재침체

유로존 경제는 2014년 들어 GDP 성장률이 2분기 연속 하락하고 소비자물가 상승률도 11개월 연속 1%를 하회하면서 디플레이션 우려가 고조되고 있다. 이에 최근 유로존 경제 하강의 원인을 살펴보고 장기 불황에 빠질 가능성을 진단해 보고자 한다.

■ 유로존 경제 하강의 원인

최근 유로존 경제의 하강 원인은 첫째, 시중자금 경색의 악순환이 지속되고 있다. 2014년에도 유럽 중소형 은행들의 부실 문제가 재부각되고 재정위기국가들의 부실채권이 계속 늘어나는 등 금융시장 불확실성은 여전히 높다. 이에 금융기관들이 부실 발생의 우려로 가계와 기업에 대한 대출을 줄이면서 시중자금 경색의 악순환이 지속되고 있다.

둘째, ECB의 금융완화 정책 효과도 미미하다. ECB의 기준금리 인하, 통화 공급 확대에도 유로존의 M3/M1 통화배율(신용의 창출 정도를 가늠하기 위해 본 보고서에서 사용한 대리변수)이 2012년 초 1.97배에서 2014년 8월 1.78배로 꾸준히 하락하였다. 특히, 유로존의 기대인플레이션도 2014년 3/4분기 기준 1년후 1.2%, 2년후 1.5%로 ECB 물가 목표치인 2%보다 낮아 금융완화 정책의 효과가 제약될 수 있다.

셋째, 경기 회복 지연으로 총수요도 재차 위축되고 있다. 위기 이후 유로존 대부분 국가의 주택 가격 하락세가 지속되고 가계부채도 높아 소비 여력이 취약한데 경기 회복이 지연되면서 회복세를 보이던 소비 심리, 생산, 투자가 재차 위축되고 있다.

넷째, 고용 시장의 구조는 더욱 악화되었다. 유로존의 실업률은 소폭 하락했지만 일자리 창출력은 여전히 낮다. 또한, 장기 실업률, 불완전 취업 등의 상승하고 있어 고용 시장의 구조적 악화는 지속되고 있다.

다섯째, 러시아 사태 등도 경제 불안을 가중시키고 있다. 지난 3월 러시아의 크림반도 합병 이후 EU의 對 러시아 경제 제재가 시작되면서 러시아로의 수출은 2분기 연속 10%이상 급감했다. 또한, 러시아가 유럽 국가에 대한 천연가스 수출 공급량을 줄이면서 에너지 수급에 대한 우려로 유로존 경기 하락폭이 확대되고 있다.

■ 평가와 시사점

(디플레이션 리스크 평가) 최근 유로존은 소비자물가 상승률이 물가목표치를 크게 하회하고 저성장과 고실업이 지속되는 등 디플레이션 리스크는 높지만 ECB의 적극적 금융완화, 러시아 사태 종료 등이 디플레이션 압력을 완화시킬 수도 있다.

(시사점) 유로존이 광범위한 디플레이션에 빠질 위험은 낮지만 경제 성장률이 2015년에도 1%대에 그치고 물가상승률도 상당 기간 낮게 유지되는 등 본격적인 경기 회복은 지연될 것으로 전망된다. 이에 유로존의 경기 회복 지연에 대응하여 첫째, 對 유럽 맞춤형 수출 전략을 마련해야 한다. 둘째, 유로존 경제 모니터링 강화로 위기 재발 가능성에 대비해야 한다. 셋째, ECB의 팽창적 금융정책 등으로 유발되는 원화 환율 변동 리스크 관리도 강화해야 한다.

1. 유로존 경제 재침체

○ 최근 유로존 경제는 GDP성장률과 물가가 하락하면서 재침체하고 있음

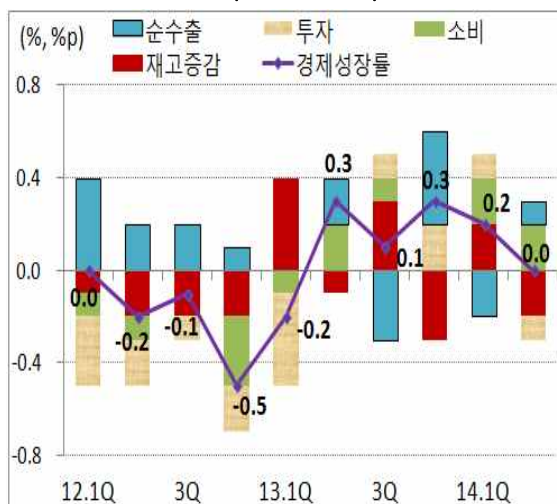
- (경제성장률 재하락) 유로존의 경제성장률이 2014년 들어 2분기 연속 하락
 · 유로존 경제성장률이 2014년 들어 1/4분기 전기대비 0.2%, 2/4분기 0.0%로 연속 하락하며 경제가 재침체되고 있음. 국가별로는 독일과 이탈리아의 성장률이 2014년 2/4분기 -0.2%로 기록하면서 유로존 성장폭을 낮췄음

- (물가 하락세 지속) 유로존의 소비자물가 상승률이 11개월 연속 1%를 하회하면서 디플레이션에 대한 우려도 고조

- 유로존의 소비자 물가상승률은 2013년 10월 0.7%로 떨어진 이후 11개월 연속 1%를 하회하였고 2014년 8월에도 0.4%로 디플레이션에 대한 우려가 확대
- 품목별로는 에너지 가격이 1년 연속 하락했고 식품 가격도 마이너스대로 떨어지면서 전체 소비자물가 상승폭을 낮추고 있음
- 한편, 그리스, 포르투갈의 소비자 물가가 수개월 연속 마이너스를 기록하고 있고 독일, 프랑스 등 주요국들도 물가 상승폭이 낮아지고 있음

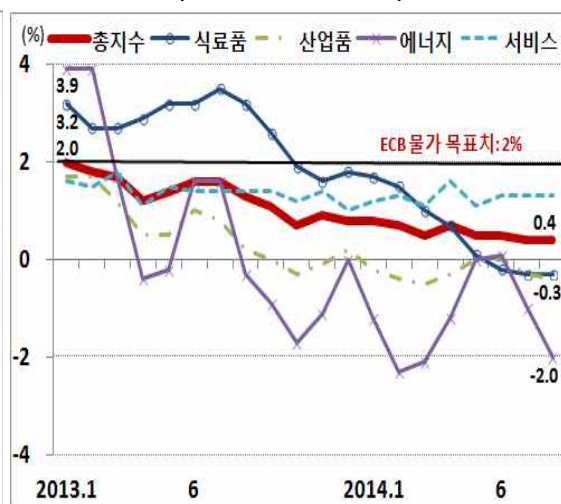
○ 이에 최근 유로존 경제 하강의 원인을 살펴보고 장기 불황에 빠질 가능성을 진단해 보고자 함

< 유로존 수요부문별 경제성장(전기대비) 기여도 >



자료 : Eurostat.

< 유로존의 품목별 소비자 물가 증가(전기대비 연율) 추이 >



자료 : Eurostat.

2. 유로존 경제 하강의 원인

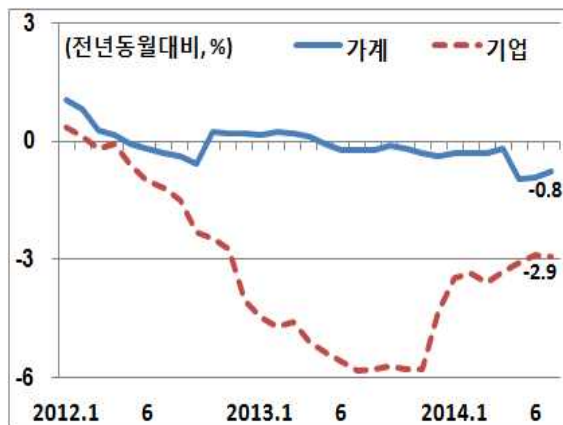
○ (시중자금 경색의 악순환) 유럽 중소형 금융기관의 부실이 계속 확대되면서 가계와 기업에 대한 대출 경색으로 이어지는 악순환이 지속

- (금융위기 전이 가능성) 유럽 중소형 은행들의 부실 문제가 재부각되고 재정위기국가들의 은행 부실도 꾸준히 확대되는 등 금융 시장 불안이 지속
 - 지난 6월 무디스가 부실 문제를 들어 오스트리아 은행의 신용등급 전망을 대거 강등시켰고, 7월에는 포르투갈의 방코 에스피리토 산토(BES) 부실이 알려지면서 국제 금융시장의 불안이 재발
 - 그리스의 은행 부실채권비율이 2010년 9.1%에서 2014년 1/4분기 33.5%로 3배 이상 증가했고, 이탈리아, 포르투갈 등도 상승하며 위협 요인으로 작용
- (가계·기업 대출 감소세 지속) ECB의 마이너스 예금 금리, T-LTRO¹⁾ 등 민간 대출 확대 노력에도 부실에 대한 우려로 대출 감소세는 지속
 - 유로존 내 금융기관들이 부실 우려로 가계와 기업에 대한 대출을 계속 줄이면서 부실이 확대되는 악순환이 지속. 2014년 7월 기준 가계 대출(잔액 기준)은 전년동월대비 -0.8%, 기업 대출도 -2.9% 하락함
 - 특히, 기업대출 잔액은 재정위기 이전인 2009년 1월 4조 5,109억 유로에서 2014년 7월 3조 9,792억 유로로 5,317억 유로 줄어듦

< 유로존 주요국의 은행 부실채권비율 > < 유로존의 가계·기업 대출 증가율 추이 >
(%, 무수의 채권/총 채권)

	2010	2012	2013	2014.1Q
이탈리아	10.0	13.7	16.5	-
스페인	4.7	7.6	9.4	-
포르투갈	5.2	9.8	10.6	10.8
그리스	9.1	23.3	31.9	33.5

자료 : IMF FSI.
주 : 2014년은 1분기 기준임.



자료 : ECB.

1) ECB가 민간 대출 확대를 위해 유로존 은행들이 비금융분야 기업에 대출을 할 때만 그 재원을 빌려주는 방식.

○ (ECB의 금융완화 효과 미미) ECB의 통화 공급 확대에도 불구하고 통화 신용창출도 정체되고 기대인플레이션도 낮음

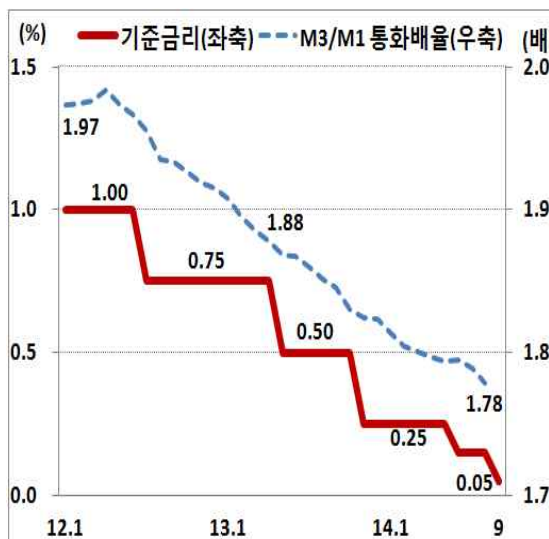
- (ECB의 통화 공급 확대에도 신용창출은 정체) ECB가 기준금리 인하, 통화 공급 확대 등을 지속하고 있지만 유로존의 M3/M1 통화배율은 하락

- ECB는 2012년 7월 기준금리를 0.75%로 1% 이하로 낮췄고 2014년 6월 0.15%에 이어 9월에도 0.05%로 인하. 또한, 은행간 초단기 예금금리는 2014년 6월 이후 마이너스를 유지하고 있음
- 그러나 ECB의 꾸준한 통화 확대에도 불구하고 유로존의 M3/M1 통화배율²⁾은 2012년 초 1.97배에서 2014년 8월 1.78배로 낮아짐

- (유로존의 기대인플레이션은 2년 후에도 이전 평균을 하회) 유로존의 기대인플레이션도 낮아 금융완화 정책의 효과는 제약될 수 있음

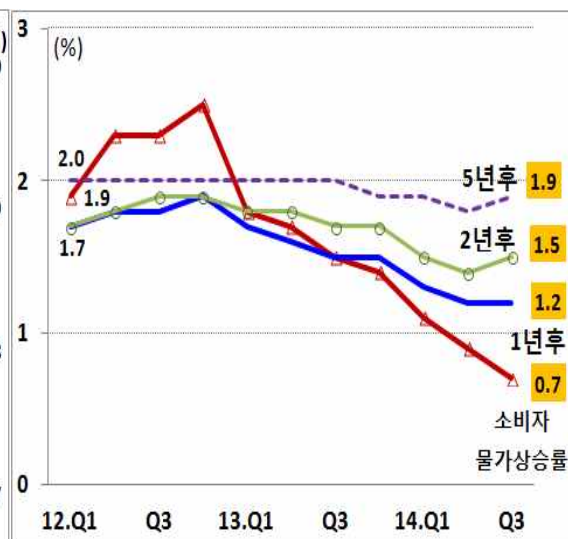
- 유로존의 소비자 물가 상승률은 2013년 4/4분기 1.4%에서 2014년 3/4분기 0.7%로 급락했고 기대인플레이션도 2014년 3/4분기 기준 1년 후 1.2%, 2년 후에도 1.5%로 2012~13년 기간 평균인 1.7%, 1.8%를 각각 하회
- 또한, 유로존의 GDP갭도 2014년 현재 -2%대에 머물러 있어 유로존 물가는 상당 기간 낮게 유지될 것으로 보임

< ECB 기준 금리와 통화배율 추이 >



자료 : ECB, 현대경제연구원.

< 유로존 기대인플레이션 추이 >



자료 : ECB SPF.

2) 유로존의 신용 창출 정도를 가늠하기 위해 본 보고서에서 사용한 대리 변수.

○ (경기 회복 지연으로 총수요 위축) 주택가격 하락세 지속 등으로 소비 여력이 낮은 상황에서 경기 회복 지연으로 총수요가 재차 위축

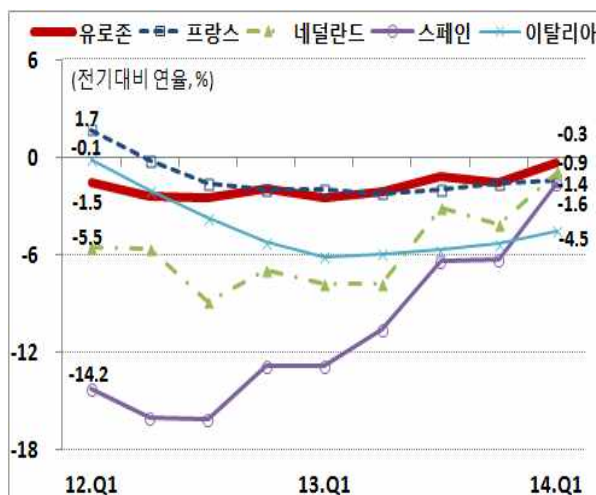
- (부채디플레이션 지속) 유로존 대부분 국가의 주택가격 하락세가 지속되고 가계 부채는 높게 유지되면서 소비 여력이 약화

- 유로존의 주택가격지수 증가율은 2012년 1/4분기 -1.5%에서 2014년 1/4분기 -0.9%로 하락폭을 줄어들었지만 9분기 연속 주택가격 하락세가 지속. 특히, 프랑스, 이탈리아 등의 주택가격 하락폭이 커지고 있음
- 유로존 주요국의 가계부채도 네덜란드가 2012년말 GDP의 219%, 스페인 195%, 포르투갈 218%(2013년말) 등 유로존 권고 기준인 GDP의 160% 수준을 크게 상회

- (총수요 재차 하락) 소비 여력이 약한 상황에서 경기 회복이 지연되면서 회복세를 보이던 소비 심리, 생산, 투자가 재차 위축

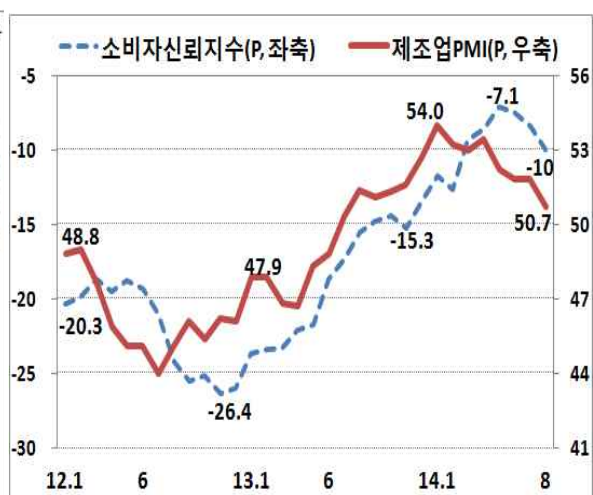
- 유로존의 소비자신뢰지수는 2014년 5월 -7.1로 개선세를 보였지만 이후 3개월 연속 하락하며 8월에는 -10.0을 기록하는 등 소비 심리가 다시 냉각
- 제조업 PMI도 2013년 8월 이후 기준치 50보다 높지만 2014년 1월 54.0에서 지속적으로 하락하면서 8월에는 50.7을 기록
- 투자도 설비 부문은 2분기 연속 상승세를 이어갔지만 건설투자는 2014년 2/4분기 -0.6로 재차 하락

< 유로존과 주요국의 주택가격지수 증가율 추이 >



자료 : Eurostat.

< 유로존 소비자신뢰지수와 제조업 PMI 추이 >



자료 : EC, Bloomberg.

○ (고용 시장의 구조 악화) 유로존의 경기 회복이 지연되면서 장기 실업률이 상승하는 등 고용 시장의 구조는 더욱 악화

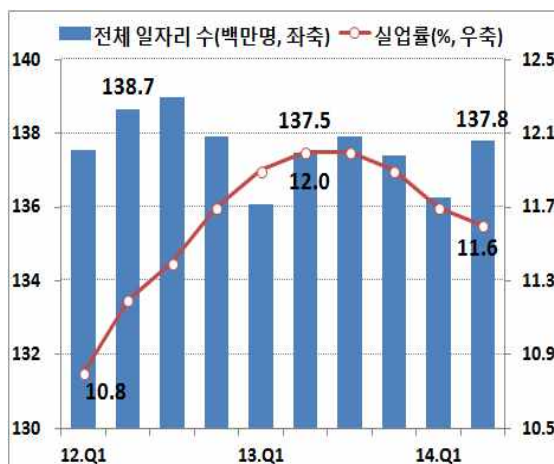
- (유로존 일자리 창출력은 여전히 저조) 실업률은 소폭 하락하고 있지만 일자리 수는 늘어나지 않고 있음

- 유로존의 실업률은 2013년 4/4분기 12.0%에서 2014년 1/4분기 11.7%, 2/4분기 11.6%로 소폭이나마 하락하고 있음
- 그러나 유로존의 전체 일자리는 2014년 2/4분기 1억 3,780만 명으로 전년동기대비 약 30만개 늘었지만 2012년에 비해서는 여전히 87만개 감소

- (고용 시장의 구조적 악화는 지속) 장기 실업률, 불완전 취업 등의 상승세가 지속되고 국가별로도 고용 시장의 개선은 차별적임

- 유로존 실업률은 소폭 하락했지만 1년 이상 일자리를 구하지 못하고 있는 장기 실업률은 2013년 6.0%에서 2014년 1/4분기 6.3%로 오히려 상승
- 또한, 불완전 취업률이 2013년 4.3%에서 2014년 1/4분기 4.4%로 상승했고 구직 단념자도 동기간 4.0%에서 4.4%로 늘어나 고용 시장의 구조적 개선은 지연
- 국가별로도 독일 실업률은 2014년 2/4분기 5.0%에 불과하지만 그리스, 스페인 등은 20% 중반대의 높은 실업률이 유지되는 등 차이가 큼

< 유로존 일자리 수와 실업률 추이 >



자료 : Eurostat.
주 : 일자리 수는 15~64세 기준임.

< 유로존의 고용 보조 지표 >

(%/경제활동인구)

	2012	2013	2014	
			1Q	2Q
실업률	11.3	12.0	11.8	11.7
청년	23.1	24.0	23.7	23.3
장기	5.3	6.0	6.3	-
불완전 취업률	3.9	4.3	4.4	-
구직 단념자	3.8	4.0	4.4	-

자료 : Eurostat.

○ (러시아 사태 등도 경제 불안을 가중) 유로존의 對러 경제 제재 강화 등으로 러시아로의 수출과 에너지 공급 불안이 커지면서 경기 하락폭이 확대

- (러시아와의 대립 장기화) 크림반도 합병으로 촉발된 러시아와의 대립이 경제 제재로 연결
 - 지난 3월 러시아가 크림반도를 합병하면서 EU와 미국의 러시아에 대한 경제 제재가 시작됐고, 지난 7월 말레이시아 여객기가 우크라이나 친러 세력에 의해 격추되면서 7월말에는 금융·에너지·군사부문까지 경제 제재가 추가적으로 확대
- (러시아 수출 급감으로 성장 저하) 對 러시아에 대한 경제 제재로 수출이 10%이상 급감하면서 유로존 경제에 악영향
 - 러시아는 유로존의 6위 역외 수출국이자 4위의 역외 수입국이나 우크라이나 사태 이후 유로존의 對 러시아 수출은 2014년 1/4분기에 이어 2/4분기에도 10% 이상 급감
 - OECD에 따르면, 2013년 EU의 대 러시아 수출은 GDP의 0.59%p 증대시켰는데 수출이 10% 감소할 경우 GDP 0.06%p 감소할 것으로 전망함
- (에너지 수급에 대한 불안도 고조) 러시아가 유럽 국가에 대한 천연가스 수출을 계약 공급량의 최저 수준으로 낮추면서 에너지 수급에 대한 우려도 고조
 - 유로존의 러시아 에너지에 대한 수입 의존도는 원유 26.3%(2012년 기준), 천연가스 25.6%임. 핀란드, 불가리아 등은 천연가스 수입의 100%를 러시아에 의존

< 유로존의 지역별 수출 증가율 >

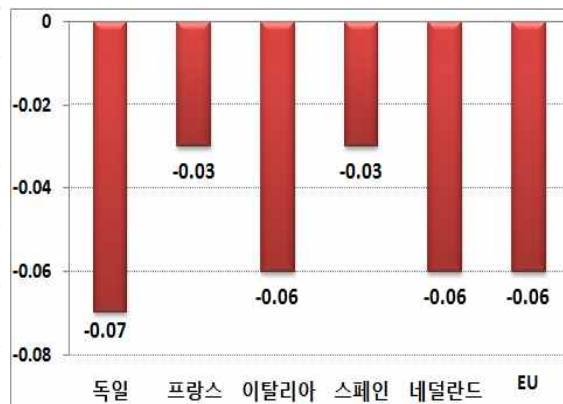
(전년동기대비, %)

수출 지역	2012	2013	2014	
			1Q	2Q
세 계	7.5	1.1	1.3	0.6
영국(1)	7.7	3.9	9.6	5.6
미국(2)	11.6	-1.2	4.4	7.6
중국(3)	4.1	1.4	8.1	7.5
러시아(6)	12.8	-3.8	-12.4	-16.0

자료 : Eurostat.

주 : 세계는 유로존 17개국 이외 수출이며, ()내는 유로존의 역외 수출 순위임.

< 對 러시아 수출 10% 감소시 GDP 증가율에 미치는 영향(%GDP) >



자료 : OECD.

3. 평가와 시사점

1) 유로존 디플레이션 리스크 평가

○ 최근 유로존의 경기 하강은 시중자금 경색, 총수요 위축 등 다수의 구조적 요인들에 기인하고 디플레이션 리스크도 높지만 ECB의 적극적 금융완화 등이 디플레이션 압력을 완화시킬 수도 있음

- 최근 유로존은 소비자물가 상승률이 물가목표치를 크게 하락하고 저성장과 고실업이 지속되는 등 디플레이션 리스크는 높음

- 유로존의 평균 소비자물가 상승률은 기존 디플레이션 발생 국가들처럼 마이너스대로 하락하지는 않았지만 GDP 성장률과 실업률 지표는 더 나쁜 상황임
- 특히, 그리스, 포르투갈, 스페인 등 재정위기 국가들의 소비자물가는 마이너스를 지속하고 있고 실업률도 20%대로 높음

- 그러나 ECB의 적극적인 금융완화, 금융동맹 및 러시아 사태의 종료 가시화 등이 유로존의 디플레이션을 완화시킬 가능성도 있음

- ECB는 유로존 경기 방어를 위해 양적완화 실시 등을 언급하고 있고 우크라이나 내전도 휴전에 합의하면서 對 러 수출 등도 회복될 것임
- 또한, ECB의 금융완화로 유로화가 평가절하 되면 물가 상승 요인으로 작용

< 1990년대 이후 디플레이션 국가와 유로존 간 주요지표 비교(기간 평균) >

	기간	원인	GDP 성장률	소비자 물가	실업률	중앙은행 물가 목표치
일본	1995~2013	- 자산 가격 거품 붕괴 - 소비 침체, 엔고 지속	0.9%	0.0%	4.3%	0~2%
미국	2008~2009	- 글로벌 금융위기 - 신용 공급 감소	-2.8%	-0.8%	9.0%	1.7~2%
홍콩	1999~2004	- 외환위기로 인한 환율 절상 등에 따른 경기 하락	4.0%	-2.6%	6.4%	-
아일랜드	2009~2010	- 금융위기, 재정위기 - 부동산 가격 급락	-3.7%	-2.7%	13.0%	2%
유로존	2013. 10~	- 유럽 재정위기 - 금융부실, 신용공급 감소	0.8%	0.6%	11.7%	2%

자료 : OECD, IMF 외 데이터를 바탕으로 현대경제연구원 정리.

- 주 : 1) 일본 중앙은행의 물가목표치는 2012년까지 플러스 물기였고 2013년에 2%로 목표 상향
- 2) 기간 중 미국은 명시적 물가 목표치는 없었으나 FOMC에서 1.7~2%의 범위를 언급.
- 3) 홍콩 중앙은행은 환율 안정 목표만을 설정하고 있음.
- 4) 유로존의 GDP 성장률은 OECD 9월 수정전망의 2014년 전망치임.

2) 시사점

- 유로존이 광범위한 디플레이션에 빠질 위험은 낮지만 경제 성장률이 2015년에도 1%대 그치고 물가 상승률도 상당 기간 낮게 유지되는 등 본격적인 경기 회복은 지연될 것으로 전망됨
 - 유로존 경제는 2014년 하반기에도 우크라이나 사태에 따른 수출 부진 지속, 시중 자금 경색, 수요 부진 등으로 경제가 1% 미만 성장하고 2015년에도 재정위기국가들의 구조 개혁이 지속되면서 1%대의 저성장³⁾을 이어갈 것임
 - 또한, 유로존의 2년후 기대인플레이션도 물가 목표치보다 낮은 만큼 2016년까지 유로존의 물가 상승률은 낮게 유지될 수 있음
- 유로존의 경제 회복이 상당 기간 지연될 것으로 보여 對 유럽 수출 부진으로 연결되지 않도록 맞춤형 수출 전략 마련, 유로존 경제 모니터링 강화, 환율 변동성 확대에 대한 대비 등이 필요함

첫째, 유로존 회원국의 경기 격차를 감안한 맞춤형 수출 전략이 필요하다.

- 유로존 내에서도 국가 간 성장 회복의 차별화가 큰 만큼 독일, 스페인 등 경기 회복이 가시화되고 있는 국가들을 중심으로 마케팅을 강화해야 함
- 경기 회복이 더딘 회원국들은 해당국의 경제 상황, 경제 정책 변화 및 금융시장 여건 등을 종합적으로 분석하여 신중하게 수출 시장에 접근할 필요가 있음

둘째, 유로존의 경제 상황 및 금융 시장에 대한 모니터링 강화를 통해 위기 재발 가능성에 대비해야 한다.

3) ECB가 최근 유로존 경제성장률 전망치를 2014년 0.9%, 2015년 1.6%로 각각 0.1%p씩 낮췄고 OECD도 9월 수정전망을 통해 2014년 0.8%, 2015년 1.1%로 각각 0.4%p, 0.6%p 하향 조정하였음.

- 금융부실 확대 지속, 디플레이션 리스크 등이 유로존 경제의 불확실성을 높이고 또 다른 위기로 확대될 수 있는 만큼 유로존 금융 시장과 위기 국가 등에 대한 지속적인 모니터링이 필요함

셋째, ECB의 팽창적 금융정책 등으로 유발되는 원화 환율 변동 리스크 관리를 강화해야 한다.

- 미국, 일본에 이어 ECB도 금융완화 정책을 강화하면서 원화 가치 상승 요인으로 작용할 수 있어 정부는 환율 변동성을 완화할 수 있도록 정책을 보완
- 국내 수출기업들도 원화 환율 하락에 따른 채산성 악화에 대비하여 제품·서비스 고도화, 비용 절감 등을 통해 가격 경쟁력 확보 방안을 강구해야 함

조호정 선임연구원 (2072-6217, chjss@hri.co.kr)