

## I. 유러貨 誕生과 向後 日程

- (유러화의 탄생) 유럽통화통합의 3번째 단계이자 마지막 단계인 단일 통화(euro)가 1999년 1월 1일부터 전자 거래상으로 유통되게 되었음
- (환율 고정) 1999년 1월 1일부터 EMU가 정식으로 출범하게 되는데 Euro화와 참가국 통화간 환율은 1998년 12월말 시세로 고정되며 Euro화와 非참가국 통화간에는 신환율조절장치(ERM II)를 도입하여 환율 안정을 도모하기로 결정되었음
- 2002년 6월말까지는 Euro화 지폐 및 주화를 발행 통용시킬 계획으로 있음

- 유럽통화통합의 3번째 단계이자 마지막 단계인 단일 통화(euro)가 1999년 1월 1일부터 전자 거래상으로 유통되게 되었음
- 99년 1월 출범할 EMU 참가국은 벨기에, 독일, 스페인, 프랑스, 아일랜드, 이탈리아, 룩셈부르크, 네덜란드, 오스트리아, 포르투갈, 핀란드 등 11개국으로 확정됨
  - 애당초 EU의 15개 회원국 모두가 참여할 것이라고 예상되었으나 영국, 덴마크, 스웨덴은 정치적 이유로, 그리스는 마스트리히트 조약상의 경제수렴조건의 불충족으로 인해 최초 회원국에서는 배제됨

### <마스트리히트 조약상 경제 수렴조건의 내용>

수렴조건	수렴조건의 구체적 내용
물가안정	· 가장 좋은 물가안정 실적을 보이는 3개 회원국의 평균 인플레이션 수준보다 1.5% 이상 초과해서는 안됨
환율 안정	· 적어도 2년간은 환율조정 메커니즘 하에서 다른 회원국 통화에 대한 인위적인 평가절하 없이 일정정도의 변동폭을 준수해야 함
금리안정	· 장기이자율이 금리안정 면에서 가장 좋은 실적을 보이는 3개 회원국의 평균 금리수준보다 2% 이상 초과해서는 안됨
재정건전성 유지	· 재정적자는 특별히 예외적인 상황을 제외하고는 총GDP의 3%선을 유지해야 함
공공부채 비율	· 공공부채의 GDP에 대한 비중이 60%를 초과해서는 안됨

- 
- 1999년 1월 1일부터 EMU가 정식으로 출범하게 되는데 Euro화와 참가국 통화간 환율은 1998년 12월말 시세로 고정되며 Euro화와 비참가국 통화간에는 신환율조절장치(ERM II)를 도입하여 환율 안정을 도모하기로 결정되었음
  - ECB와 참가국 중앙은행으로 구성된 유럽중앙은행협의체(ESCB)가 단일통화정책의 수립과 수행을 전담하게 되기 때문에 앞으로 참가국의 통화주권을 ESCB로 이관하여야 하는 절차가 남아 있음

### < EMU 11개국 현황 >



- 통화가 단일화되면 국공채 발행과 공공거래 및 은행간 거래는 Euro화 표시로 의무화됨. Euro화는 당분간 기존 참가국 통화와 병용되다가 점차 교환·확대되며, 2002년 7월부터는 참가국 통화의 법적 효력이 상실되게 됨
  - 이러한 과정을 통해 늦어도 2002년 6월말까지는 Euro화 지폐 및 주화를 발행 통용시킬 계획으로 있음. EMU 완성으로 경제적으로는 미국과 같은 사실상의
-

연방제 단일국가로 이행됨을 의미함

<향후 EMU 추진 일정>

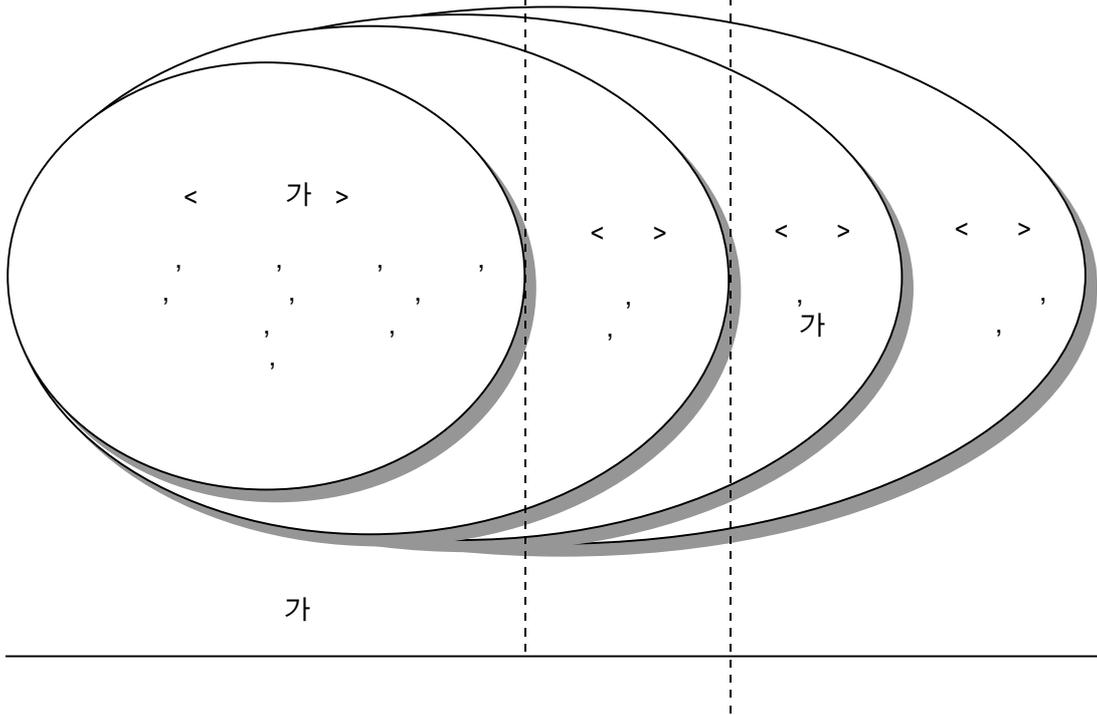
시 기	내 용
1998. 5 - 12	- 참가국 통화간 환율 안정 노력
1999. 1. 1	EMU 정식 출범 - 유러화 도입 - ESCB에 의한 단일통화정책 수행 - 유러화와 참가국 통화간 환율 고정 - 유러화와 非참가국 통화간 新ERM 운용 - 공공거래 및 은행간 거래에서 유러화 통용
2002. 6. 30까지	- 유러 지폐 및 주화의 실물 발행 및 통용
2002. 7. 1	- 참가국 통화의 법적 효력 정지

○ EMU 회원국 통화간 교환 비율

- Euro화가 참가국통화와 혼용될 2002년 6월말까지 참가국통화와 Euro화간의 교환비율은 1998년 12월 31일 시장환율에 의해 결정되며 여기서 결정된 비율은 기간 내내 고정될 것임
- 참가국통화간 환율은 현 EU 환율조절장치(ERM)의 중심환율<sup>1)</sup>(bilateral central rate)을 적용하기로 참가국간 합의하였으나 현행 ECU와 동등한 가치(1ECU= 1Euro)를 갖게 되는 Euro화와 참가국통화간 교환비율은 ECU의 대미달러 시장환율이 결정되는 98년말에 가서 확정됨
- 금년말 ECU의 대미달러 환율은 ECU 통화바스켓<sup>2)</sup>을 구성하는 12개국 통화의 對美 달러 환율에 의해 결정되는데 참가 11개국 통화간에는 환율이 이미 고정되어 있어 참가국 중앙은행이 당일 집중 개입하여 동 고정비율대로 대미달러 시장환율이 결정될 수 있도록 할 계획임
- ECU 통화바스켓을 구성하는 12개국 통화중 EMU 미참가국인 영국, 덴마크, 그리스 통화의 대미달러 환율은 금년말 시장실세환율을 적용함
- 참가국통화간 교환은 이미 확정된 양국통화간 중심환율이 아닌 Euro화를 매개(triangulation)로 재정(arbitration)됨
- 예를 들어 독일마르크화를 이탈리아 리라화로 교환하는 경우 마르크와 리라의 환율을 적용하는 것이 아니라 금년말 결정될 마르크와 유러의 비율로 마르크화를 Euro화로 환산한 뒤 그 환산액을 유러와 리라의 비율로 재환산함

---

EMU 가 가



## II. 유통의 意義 및 波及 效果

### 1. EMU 출범의 의의

#### ○ 유통화 출범의 의의

- (세계 최대 경제권) EMU 11개국의 경제규모를 GDP 기준으로 산정하였을 때 그 크기는 미국에 이어 세계 2위이며, 15개국 모두 참여할 경우에는 세계 최대의 단일 통화권이 됨
- (시장 단일화 및 환 거래 비용 절감) EMU 참가국간 단일통화 도입은 EU내 상품 서비스, 자본, 노동 등 각종 시장의 투명성을 더욱 높여줌으로써 시장의 단일화를 가속화할 것임
- (외환 관련 비용 절감) 유통화 도입은 아직 통화가치가 검증되지 않은 문서상의 통화이지만, 환위험 제거, 환거래 비용의 절감 등 많은 이점을 보유하고 있음
- (세계 무역의 활성화) 역내 교역과 역외기업의 투자확대가 세계교역 활성화에 기여하게 되고, 환거래 비용감소와 환리스크 제거도 교역량을 증가시킴
- (세계 경제 성장에 기여) EMU 참가국들이 정부지출 억제와 노동시장 개혁을 지속적으로 추진할 경우 세계 경제 성장에 크게 기여할 것으로 보임

#### (1) EMU의 경제적 위상

#### ○ (세계 최대 경제권) 99년 EMU의 출범은 세계 경제의 각 부문에 다양한 효과를 야기하게 될 것임

- 현재 가입되어 있는 EMU 11개국의 경제규모를 GDP 기준으로 산정하였을 때 그 크기는 미국에 이어 세계 2위이며, 15개국 모두 참여할 경우에는 세계 최대의 단일통화권이 됨. 또한 무역규모는 세계 전체의 31.9%를 차지하여 실질적인 세계 최대의 경제권으로 부상하게 될 것임

<EMU 국가의 경제규모 및 인구 비교(96년 기준)>

	EMU 11개국	미 국	일 본
경상GDP(10억 달러)	6,879(24.2)	7,636(26.8)	4,578(16.1)
인 구(백만명)	289( 5.4)	265( 5.0)	126( 2.4)
무역규모(10억 달러)	3,253(31.9)	1,378(13.5)	760( 7.5)

주: ( )내는 세계 전체에서 차지하는 비중, 무역 규모는 EMU 국가간 무역 포함  
자료: World Economic Outlook, WEFA, 1998. 4

---

## (2) 역내 시장의 단일화 가속 및 환거래 비용 절감

- (시장 단일화 및 환거래 비용 절감) EMU 참가국간 단일통화 도입은 EU내 상품, 서비스, 자본, 노동 등 각종 시장의 투명성을 더욱 높여줌으로써 시장의 단일화를 가속화할 것임
  - 이는 환거래 비용이 경감되어 역내 지역간 동질상품의 가격차가 줄어들 수 있는데다 환율변동으로 인한 가격왜곡 현상도 시정이 가능하기 때문임
  - 지금까지 역내무역에 있어서 최대 장애물의 하나였던 통화장벽이 제거됨으로써 유럽국가간 교역도 대폭 활성화될 것으로 보임
  
- (외환 관련 비용 절감) 유러화 도입은 아직 통화가치가 검증되지 않은 문서상의 통화이지만, 환위험 제거, 환거래 비용의 절감 등 많은 이점을 보유하고 있음
  - 이에 따라 각국의 통화가 법적 지위를 소멸하는 시점인 2002년 이전에 대부분의 비현금거래가 유러화로 결제될 전망이다
  - 유러화가 국제통화로 사용됨으로써 유럽 각국은 많은 경제적 혜택을 향유할 수 있게 됨. 먼저 현재 EU GDP의 0.5%에 달하고 있는 연간 300억 달러의 외환거래 비용이 절감될 수 있음
  - 그렇지만 유러화 발행에 따라 유러경제권이 누리게 될 국제적 세노리지 (seigniorage)<sup>1)</sup>는 이러한 거래 비용 절감보다 더욱 중요한 경제적 혜택임

## (3) 세계경제에 미치는 파급효과

- (달러화 비중 잠식) EMU의 출범이 국제 금융시장에 미칠 가장 큰 영향은 바로 외환시장내 유러화의 등장으로 인한 달러화의 비중 잠식을 들 수 있음
  - 95년말 현재 세계 외환시장에서 결제 수단으로써 각국 화폐의 비중은 미 달러 42%, 독일 마르크 19%, 일본 엔 12%로 달러의 영향력이 막강하나 EMU와 EU 국가인 영국의 파운드를 합치면 EU 화폐의 비중은 30%대로 높아져 유러화 등장 이후 유럽 화폐의 영향력 증대가 예상됨

---

1) 세노리지는 국제통화를 발행하고 있는 국가가 누리는 경제적 이익을 말하는데, 한 예로 달러를 발행하고 있는 미국은 경상수지 적자에도 불구하고 외국으로부터 돈을 빌려서 이자를 지급할 필요가 없으며 이를 發券으로 해결할 수 있다는 것 등임

---

- Deutsche Bank는 EMU 출범후 수년내 전세계 중앙은행 외환보유액중 유러화 구성비가 25-30%(1995년말 현재 EMU 참가국 통화는 16.6%, EU 회원국 전체 통화는 20.1%)에 달할 것으로 전망하고 있음
- 이 경우 전세계 외화자산중 약 5,000억~1조 달러 상당이 유러화로 전환될 가능성이 있으며 전환될 외화자산의 대부분은 美달러화가 될 것으로 예상됨
- 국제 무역에 있어서 유러화 결제 비중도 증가하게 될 것임
- 유럽 전체의 교역액(3.3조 달러)이 미국(1.4조)보다 훨씬 많기 때문에 유러화가 결제수단으로 빠르게 정착될 것이라는 전망도 가능함
- 세계 경제 전체적으로도 무역거래 및 금융거래에서 유러화 사용이 증대됨에 따라 非EMU 국가의 공적보유액에서 유러화의 비중이 증가하게 될 것으로 보이는데 이러한 현상은 공적보유액의 대부분을 美달러화로 보유하고 있는 개발도상국에서 두드러지게 나타날 것으로 예상됨

<주요 결제통화별 비중>

	1980 (%)	1987 (%)	1992					
			전세계		EU 지역내		EU 외지역	
			US\$	%	US\$	%	US\$	%
US\$	56	48	1,741	48	141	4	1,599	59
주요 EU 통화	31	34	1,225	34	627	17	598	22
Mark	14	16	559	15	297	8	263	10
Franc	6	7	230	6	117	3	114	4
Sterling	7	6	208	6	103	3	105	4
Lira	2	3	124	3	62	2	62	2
Guilder	3	3	102	3	48	1	54	2
Yen	2	4	176	5	4	0	171	6
전세계 교역	100	100	3,656	100	-	-	2,693	100

**<전세계 공적보유고의 통화별 구성 추이>**

(단위: %)

	1985년 말	1995년 말
미 달러화*	64.9	61.5
엔 화	8.0	7.4
스위스 프랑	2.3	0.5
E U 통화	20.1	20.1
(마 르 크)	15.2	14.9
(프랑스 프랑)	0.9	1.9
(네덜란드 길더)	1.0	0.5
(영국 파운드)	3.0	3.5
기 타 통 화	4.7	10.5

\* Ecu-달러간 스왑 포함  
 자료: IMF, Annual Report, 각호

**○ (세계 무역의 활성화) 유럽의 경제통합이 진전되면 세계교역에 플러스 효과를 가져오게 됨**

- 먼저 유럽국가간 교역과 역외기업의 투자확대가 세계교역 활성화에 기여하게 되고 환거래 비용감소와 환리스크 제거가 비용을 줄여주어 교역량을 증가시킴
- IMF의 전망에 따르면 향후 10년 동안 최소 670억 달러의 교역량이 증가할 것으로 추정하고 있음
- 유럽 단일통화권 11개국은 2억 9천만명의 인구와 전세계 GDP의 19.4%, 세계 교역량의 18.6%를 차지하는 거대 단일통화권으로 발족됨
- 또한 Deutsche Bank는 EMU 출범후 중기적 관점에서 유러화가 전세계 수출입 결제통화(world trade invoicing)의 약 35%를 점유할 것으로 추정됨(최근 EU 각 회원국 통화표시에 의한 무역결제 비중은 20-25% 정도에 불과함)

**<주요국별 수출입 규모 비교(1995년 실적)>**

(단위: 10억 달러, %)

	경상GDP(A)	수출입규모(B)	수출입비중(B/A)
미 국	6,955	1,353	19.4
일 본	5,114	779	15.2
EU 15 개국	8,421	1,482	17.6
독 일	2,413	953	39.5
프랑스	1,538	561	36.5

\*역내교역 제외, 자료: Deutsche Bank, EMU Watch No.33, 1997.6

- (세계 경제 성장에 기여) EMU는 성공여부에 따라 세계경제에 상당히 대조적인 영향을 미칠 것으로 보임
- EMU가 성공할 경우 EU경제는 물론 세계경제의 성장에 기여하겠지만, 실패할 경우 EU는 물론 세계경제의 성장에 상당한 부담을 줄 것으로 전망됨
  - IMF의 시나리오별 추정에 따르면, EMU참가국들이 정부지출 억제와 노동시장 개혁을 지속적으로 추진할 경우(시나리오 I), EU경제는 2000~2010년 동안 2.9% 추가성장, 물가 -1.9% 하락, 실업률 2.0% 감소, 금리 -0.4% 하락 등 상당한 혜택을 누릴 것으로 전망됨
  - 그러나 만약 구조개혁이 지연되거나 노력이 기대에 미치지 못할 경우(시나리오 II) 같은 기간 동안 -2.5%의 성장 둔화, 물가 2.3% 상승, 실업률 2.0% 증가, 금리 0.5% 상승 등 EU경제는 상당한 타격을 입을 것으로 예상됨
  - 또한 EMU는 세계경제에도 많은 영향을 줄 것으로 예상되는데, 특히 EU경제에 대한 의존도가 큰 개도국은 2000년 이후 선진국보다 상대적으로 더 많은 영향을 받을 것으로 보임

< EMU 시나리오별 경제적 효과 >

			2000	2001	2002	2003	2010
시나리오 I	EMU	실질 GDP	0.2	0.9	1.0	1.1	2.9
		물가	-0.3	-0.7	-1.1	-1.4	-1.9
		금리	0.1	-0.1	-0.3	-0.4	-
		실업률	-0.2	-0.4	-0.6	-0.8	-2.0
시나리오 II	기타G7	실질 GDP	-0.1	-	-	0.1	0.1
	기타선진국	실질 GDP	-0.1	-	-	0.1	0.1
	개도국 (체제전환국제외)	실질 GDP	-	0.1	0.2	0.2	0.3
시나리오 II	EMU	실질 GDP	0.1	-0.3	-0.6	-0.9	-2.5
		물가	0.1	0.3	0.6	0.9	2.3
		금리	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
		실업률	0.2	0.4	0.7	0.9	2.0
	기타G7	실질 GDP	-0.1	-	-	0.1	0.1
	기타선진국	실질 GDP	-	-0.1	-	-	0.1
	개도국 (체제전환국제외)	실질 GDP	-	-	-	-0.1	-0.2

자료: World Economic Outlook, IMF, 1997.10

---

## 2. 유럽 금융시장의 확대

### ○ 금융시장에 미칠 영향

- (주식시장) 먼저 EMU 출범은 증시 통합 가속, 저금리, 국가간 주식투자 활성화, 막대한 연기금의 증시 유입 등을 야기하여 유럽 주식시장에 호재로 작용할 것임
- (채권시장) 유럽 채권시장은 99년 단일통화 도입이후에는 대규모, 광역의 대단히 투명한 시장이 될 것으로 보임. 거래, 금융, 투자의 단일 매개수단으로서의 유려화가 유럽시장을 대단히 유동성이 높은 시장으로 탈바꿈하게 할 것임

### ○ 유려화 출범으로 가장 빠르고 큰 변화를 맞게 될 부문은 유럽 금융시장임

- EMU 출범 이후 유럽의 주식시장 및 채권시장은 성장을 거듭하여 미국에 버금가는 거대 금융시장으로 탄생하게 됨

#### (1) 주식시장

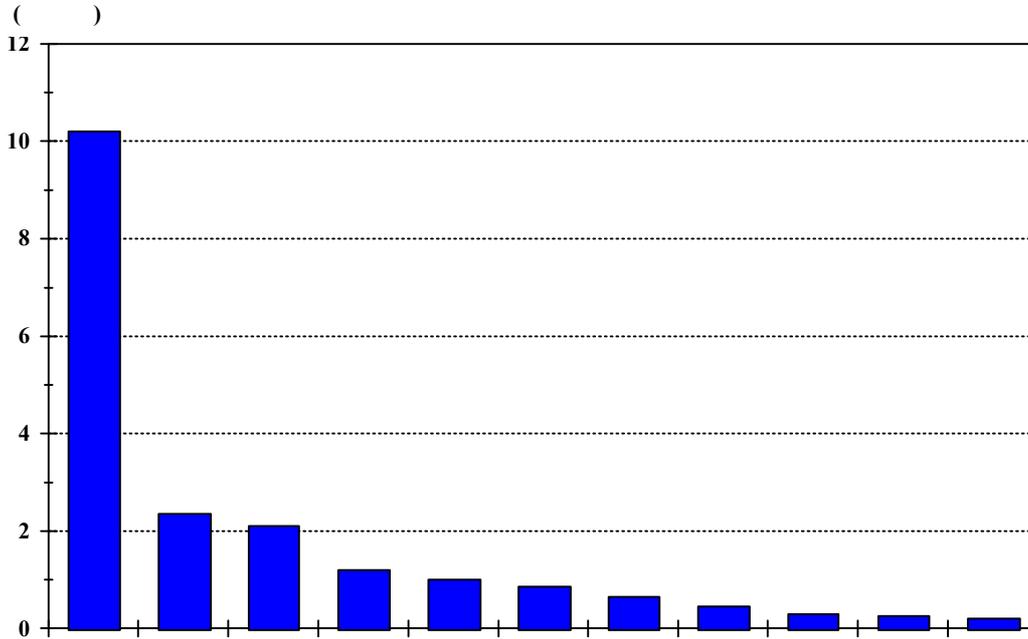
### ○ 먼저 EMU 출범은 증시 통합 가속, 저금리, 국가간 주식투자 활성화, 막대한 연기금의 증시 유입 등을 야기하여 유럽 증시에 호재로 작용하게 될 것임

- 이미 유럽 8개 증권거래소 대표들은 유럽의 단일증권시장 창설을 추진하기 위한 증권동맹위원회를 구성했음
  - 단일 증시 창설을 추진키로 한 8개 증권거래소는 파리, 런던, 프랑크푸르트, 취리히, 암스테르담, 밀라노, 마드리드, 브뤼셀 등임
  - 우선 독일과 영국, 프랑스 3대 거래소의 통합작업을 추진할 회사가 빠르면 내년 초에 설립될 수 있을 것임

### ○ 범유럽 단일증시의 규모는 주식 시가 총액을 기준으로 약 7-8조 달러에 달하게 되며, 98년 현재 미국 뉴욕증권거래소(NYSE)의 시가 총액은 약 10.2조 달러임

- 아직까지 유럽국가들은 주식발행에 의한 자본조달보다는 은행차입에 많이 의존하고 있음. 11개국의 증시 시가총액은 98년 11월 현재, GDP의 58%에 불과하나 미국은 GDP대비 120%에 이룸
-

<주요 증시 시가 총액 규모 비교>



- 국가간 세율의 차이는 남아있지만, 역내 통화간 환위험의 완전한 제거로 인해 역내 다른 국가 주식에 투자하는 것이 훨씬 용이해졌음
  - 이미 유럽연합 집행위원회는 유러화 출범에 맞추어 역내 금융기관에 대한 자본 적정성 기준을 마련해 놓았고, 투자사들은 역내 어느 곳에서도 수익증권을 판매할 수 있음
  - 영란은행(Bank of England)에 따르면, 96년에는 유럽내 연기금(pension fund) 규모가 6,300억 달러에 불과했으나 2001년까지 1조 8,000억 달러에 이르게 될 것이며, 보험사가 갖고 있는 연금자산 규모는 96년 2조 6,000억 달러에서 2001년 6조 3,000억 달러로 급증할 전망이다
    - 그간 연기금과 보험업계의 투자에 대해 규제를 가해왔던 이른바 "80:20"규정은 자산중 80%는 부채를 구성하는 통화로 매치시켜야 한다는 것임
    - 이 규정에 따라 프랑스 보험사의 자산 80%는 프랑화로 되어 있었으나, 99년부터는 이 80%가 유러화로 표시되어야 하므로 이 프랑스 보험사는 이론상 투자 총액을 독일이나 이탈리아의 주식과 채권으로 전환할 수 있게 됨
    - 따라서 막대한 연기금의 증시유입은 앞으로 대단히 활발해질 전망이다

- 또한 경기부양을 위해 각국 新좌파 정부가 대대적인 금리인하를 단행해왔고 12월 초순에도 기준금리를 또 한차례 인하하는 등 저금리 추세가 지속되고 있어 유럽 증시발전에는 더욱 호재로 작용하고 있음

**<유럽 증시 통합의 장애물>**

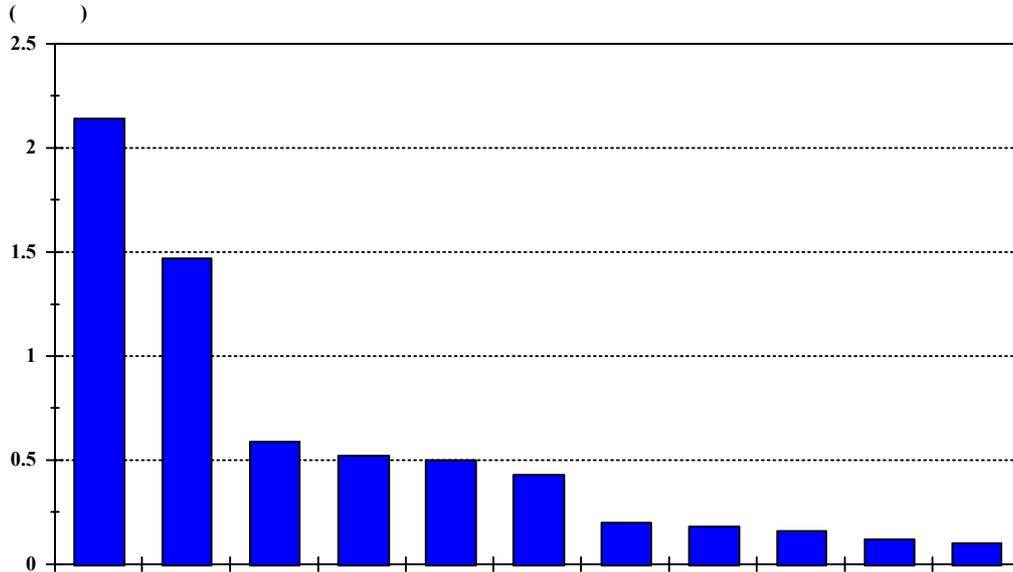
- 유럽 증시 통합의 가장 큰 장애물은 역시 프랑스, 영국, 독일의 3자간 주도권 경쟁인데, 유럽의 증권거래소들은 86년 런던증시의 빅뱅 이후 치열한 선두다툼을 벌여왔음
  - 런던과 프랑크푸르트는 거래량 등 시장규모가 큰 것이 강점이며, 파리는 유럽의 중심에 위치해 있다는 지리적 이점이 강점임
- 실무적으로도 유럽 각국은 기업 공개 요건, 상장 제도, 거래 중개 방식, 금융기관의 증권업 영업 범위 등에서 상당한 차이를 갖고 있음. 증권사들의 거래 수수료 수준이나 투자자들의 투자성향 등도 다름
  - 각국 기업들의 재무제표 작성 기준도 다르고 주요 공기업의 민영화 상태나 외국인 투자한도 등도 달라 이 모든 항목들에서 통합적인 기준을 마련한다는 것은 어려운 일임
- 따라서 주식매매에 따른 결제방식과 증권거래수수료 등 시행상의 기준부터 통일한 다음, 점차 시장 자체를 통합하는 방향으로 논의를 진행할 가능성이 큼
  - 예정대로 내년 초 유럽 단일증시가 발족되면 각국 기업들의 주식이 9개 증권거래소에 동시 상장되어 9개 나라에서 거래됨

**(2) 채권시장**

○ 유럽 채권시장 현황

- 유럽 채권시장은 99년 단일통화 도입이후에는 대규모, 광역의 대단히 투명한 시장이 될 것으로 보임. 거래, 금융, 투자의 단일매개수단으로서의 유러화가 유럽 시장을 대단히 유동성이 높은 시장으로 탈바꿈하게 할 것임
- 유러랜드의 채권시장은 전세계 달러표시 채권의 63%에 달하는 6조 달러 규모의 시장을 형성할 것이고 엔화표시채권에 있어서도 세계 2위의 시장이 될 것임
  - 유러표시 정부채 시장규모도 현재 1.8조 Ecu에 달하고 있어 향후 미국 T-Bond 시장과 그 규모 면에서 어깨를 나란히 하게 됨
  - 수요측면에서도 투자자는 국내시장에 머무르지 않고 다양한 금융상품에 광범위한 투자를 행할 수 있게 됨

### <주요 정부채 시장 규모 비교>



#### ○ 기업 금융의 변화 예상

- 기업 채무담당자들은 이러한 추세를 반기고 있음. 거대시장의 창출로 더 많은 투자자가 기업의 주식을 구매하려 하고 기업들의 起債를 유치하려는 투자은행들의 경쟁이 치열해질 것이기 때문임
- 단일통화가 이루어지면 더 넓은 투자기회를 갖게 되는데 벨기에 투자자에게는 16배의 시장을, 아일랜드 투자자에게는 200배 이상의 시장을 열어주는 셈이 됨

#### ○ 투자전략 변화의 가능성

- 외환시장은 공격적인 투자자가 큰 수익을 얻는 기회였는데 통화통합은 환율변동으로 인한 수익기회를 감소시킬 것이고 이에 대한 투자자의 대응전략은 두 가지로 요약됨
  - 첫째, 신용위험을 무릅쓰고 고위험, 고수익의 채권에 투자하는 것
  - 둘째, EMU블록 밖에서 투자하여 추가적인 환위험을 부담하는 것
- 두 번째 선택의 경우, 유럽 투자자들은 규제에 의해 유로존에 제약되고 달러, 엔, 파운드에 대한 투자는 지나친 환위험에 노출됨. 전반적인 추세는 고위험 채권에 투자하는 것임

---

## ○ 유럽 회사채 시장의 실정

- 기업 측에서 볼 때, 유럽의 회사채 시장은 거의 발달되어 있지 않음
  - 독일의 경우 금융기관을 제외한 기업들은 채권 시장의 1%미만을 차지할 뿐(영국 4%, 오스트리아 4%)이며, 미국 채권시장은 20%를 기업이 발행한 채권이 차지함
- 전통적으로 유럽에서는 기업들은 은행에서 차입하고 은행은 시장으로부터 차입하는 구도가 형성되어 왔음
  - 채권을 발행해도 유럽기업들은 역외 유로채권 시장에서 발행해왔으며, 그나마 신용등급이 높은 기업만이 가능한 일일 뿐 중간등급의 기업들은 매우 어려운 실정임
  - 실제로 AA나 AAA등급의 기업이 미국 회사채 발행의 25%를 차지하는 반면 유럽의 경우는 그 비중이 절반에 미치지 못하고 있음

## ○ 정크본드 시장의 활성화

- 이같은 상황에서는 정크본드 시장이 활성화될 것임. 낮은 정부채 이자율과 낮은 환율변동성 때문에 유럽투자자들은 자연히 정크본드 시장으로 눈을 돌릴 것이기 때문임
  - 파riba 은행의 조사에 의하면 채권투자로부터 얻는 수익률은 5년전 12%에서 5%대로 급감하였으며, 이러한 환경은 정크 시장으로의 진출을 부추기고 있음
- 현재 정크본드에 대한 관심은 높아지고 있으나 98년까지 6개의 유럽기업들만이 정크본드를 발행했고 그 규모는 겨우 6억 7천만 달러에 미치고 있음
  - 향후 5년 이상이 지나야 그 규모나 시장의 깊이 면에서 심화될 것으로 전망됨

### <참고: 유러 표시 채권의 정체성 문제>

- (긍정론) 예를 들어 벨기에가 유러로 차입할 경우, 이론상으로는 유럽자체의 신용도를 업게 되어 파산위험이 거의 없고 값싸게 자본을 조달할 수 있는 AAA의 등급을 얻을 수 있을 것. 이러한 유인은 유러채의 전망을 밝게 하고 있음
  - (부정론) ECB의 독립에 따라 회원국은 자국 마음대로 유러를 찍어낼 수 없고 통화정책을 통해 외채문제를 해결하기 어렵게 됨
    - 미국은 재무성이 발행자이지만 유러채는 11개의 공식 발행자가 있게 되어 혼란 발생 가능성이 상존하고 있으며, 또한 미국 재무성 증권처럼 어떤 것이 무위험이자율의 역할을 할 수 있을 지도 불투명함
-

○ 향후 전망

- 그럼에도 불구하고 유럽 자본시장의 질적 발전과 더불어 그 규모가 커짐에 따라 장기적으로는 미국시장에 버금가는 채권시장이 형성될 것임
  - 채권시장은 유럽 기업들이 유럽 금융시장 전체를 상대로 저렴한 자금조달이 가능한 회사채를 발행할 수 있게 됨으로써 급속히 성장할 가능성이 농후함
- 향후 채권 시장의 성장을 전망하는데는 단일 통화 유통으로 인한 환위험 제거로 risk premium이 하락하는 것이 한 요인이 될 수 있음
  - 투자자들은 이전까지 이자율은 높고 통화는 약세인 나라의 채권을 집중 매입하는 대신 낮은 이자율의 통화강국 상품을 매각해 왔으나 단일 통화 도입, ECB의 통화정책 수행에 따라 99년이면 이러한 현상도 사라질 것임
- 유러화 출범으로 유럽 전역에 걸쳐 대소 기업과 산업 분야를 평가하는 능력이 필수적이 되므로, 투자자들은 전 유럽에 걸쳐 전문가들을 보유하고 각 기업들과 오랜 친분이 있는 자문업체들이 필요하게 됨
  - 이런 능력을 갖춘 자문업체만이 고객들로 하여금 유러랜드가 갖고 있는 잠재력을 최대한 활용해 고수익을 올릴 수 있게 해 줄 것임

<유럽 금융시장의 향후 전망>

(단위: 억 달러)

		EMU 이전	EMU 이후	증가
주식시장		25,000	75,000	3배
채권 시장	국채	20,000	25,000	1.25배
	회사채	1,600	8,000	5배

자료: 비즈니스위크 98.4.

---

### 3. 실물시장의 변화

#### ○ 실물시장에 미칠 영향

- (역내 성장) Euro화가 성공적으로 도입되면 저금리와 물가안정, 통화장벽 제거 등이 선순환의 원천으로 작용할 수 있어 전반적인 유려 경제권은 성장률이 높아지고 고용이 증가하는 효과를 기대할 수 있음
- (가격 투명성 제고) 문화적 차이에 따른 가격차는 여전히 강하게 남아있을 것이니 유러화의 출범으로 지역간 가격투명성(price transparency)이 혁신적으로 제고될 것임

#### (1) 경제 성장 및 고용 증가

- Euro화가 성공적으로 도입되면 저금리와 물가안정, 통화장벽 제거 등이 선순환의 원천으로 작용할 수 있어 전반적인 유려 경제권은 성장률이 높아지고 고용이 증가하는 효과를 기대할 수 있음
  - IMF의 최근 보고서는 EMU의 출범에 의해 EU 경제는 오는 2010년까지 연간 0.3%p 추가성장과, 2.0%p 실업률 감소 효과가 발생할 것이라고 분석하고 있음
  - 특히 지중해 연안의 라틴계 국가들과 아일랜드가 상당 기간 경제성장의 혜택을 누릴 것으로 전망하였음. 이들 국가는 EMU 참가에 따라 국가신용도가 상승하고 금리가 하락하며, 부동산 시장 및 증시가 호조를 보이는 등 밀월 효과(honeymoon effect)를 향유할 수 있기 때문임

#### (2) 상품의 가격 비교

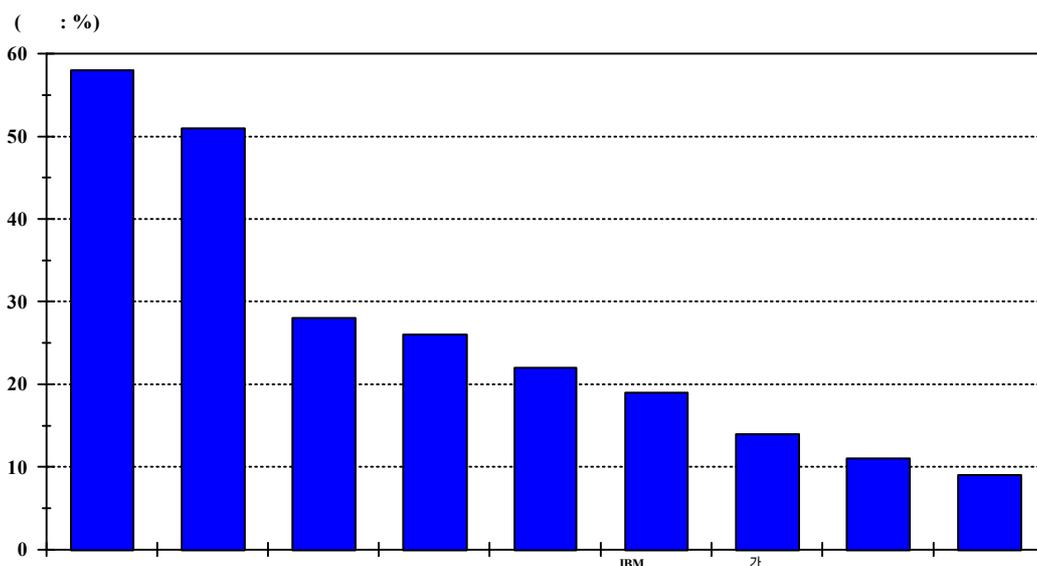
- 유러화의 출범으로 지역간 가격투명성(price transparency)이 혁신적으로 제고될 것임
    - 현재까지는 유럽지역에서는 같은 상품에 대한 가격이 다양하게 매겨져 있는데, 이는 각국이 다른 통화를 사용하기 때문임
    - 예를 들어 포드 자동차의 몬데오(Mondeo)의 경우 스페인에서보다 독일에서 약 50% 정도 가격이 높음. 빅맥(Big Mac)은 벨기에에서 109 벨기에 프랑인 반면 스페인에서는 375 페세타로 달러로 환산할 때 벨기에의 빅맥 가격이 스페인보다 20%가량 높음
    - 이러한 현상은 볼베어링과 같은 단순 산업재부터 첨단 자본장비까지 50~50%
-

의 지역간 가격차가 있는 것은 보편적인 현상임. 특히 약품과 같이 각국 정부의 가격통제를 받는 상품은 300%이상의 가격차가 발생하기도 함

○ 최근 리먼 브러더스(Lehman Brothers)의 연구결과에 따르면, 유러랜드의 5개 동질적인 상품이 평균적으로 24%의 가격차가 있는 것으로 나타났음

- 이러한 가격차는 미국내 지역간 가격차보다 2배 이상임
- 이러한 가격차의 일부는 국가간 조세제도의 차이에 기인한 것임. 예를 들어 핀란드의 부가가치세는 20%인 반면, 벨기에는 부가가치세가 없음
- 운송비의 경우에도 지역간 차이가 두드러지고 이는 특히 중장비 가격차에 큰 영향을 미침
- 유러화의 도입은 이러한 가격차의 상당부분을 줄이게 될 것임
- 국가간 소비세율 조정 작업이 이미 진행되고 있고 국경간 쉽게 거래될 수 없는 금융서비스도 통합작업이 이루어지고 있음
- 또한 다른 통화로 표시되었을 때 느끼지 못했던 가격차가 단일통화로 표시됨에 따라 한눈에 다가오게 되므로, 소비자가 상품가격을 직접 비교하게 됨에 따라 상품가격은 하락압력을 받게 됨
- 99년부터 2002년까지의 이행기간에는 유러와 각국 통화가 병행 표기되는 이중가격제(dual pricing)가 시행될 것이나 위와 같은 경향은 빠르게 나타날 전망이다

### <품목별 지역간 최대 가격차의 사례>



<참고: 유러화 도입과 상품 가격 차이>

○ 유러화 도입으로 단일 통화 대비 가격 비교가 가능하다 하여도 가격차가 일순간에 사라지는 것은 아님

- 단일 통화 도입으로 국가간 가격차는 줄어들게 되겠지만 업체들은 이미 같은 통화를 사용하고 있던 동일 지역내 다른 장소에서 가격차를 발생시킬 것임
- 또한 지역간 기호차이도 가격차를 발생시킬 수 있음
  - 요구르트의 경우 네덜란드 소비자들은 아일랜드 소비자들보다 9배나 많은 양을 소비하므로, 네덜란드의 소비자가는 아일랜드보다 약  $\frac{1}{3}$  정도 낮을 수 있음
  - 여행과 교육의 확대로 대륙내 동일 기호의 전파 속도는 빨라지겠지만, 지역간 차이는 여전히 강하게 남아 있을 것임
- 따라서 마케팅 지역은 이전보다는 국가간 경계와는 덜 연계되겠지만, 대신 유통구조의 지역의 기호와 문화에 더욱 의존하게 될 것임
  - 프랑스 북동부는 프랑스 남서부보다는 프랑스어를 사용하는 남부 벨기에와 문화 및 기호 측면에서 유사한 반면 프랑스 남서부는 인접한 스페인 북부의 바스크 지역과 공통점을 많이 갖고 있음
- 이러한 양상이 시사하는 바는 각국 통화가 존재할 때에는 통화 차이로 인해 문화적 특성보다는 국가별 마케팅이 이루어졌으나, 단일통화 사용으로 인해 국경보다는 지역별 문화 차이에 따른 마케팅 전략이 절실했다는 것임

○ 정도의 차이는 있겠지만, 지역간 가격차가 낮아지는 것은 통합에 따른 대세이므로 이에 대한 기업의 대비도 필요함

- 가격이 역내 최저가 쪽으로 수렴함에 따라 기업의 수익성에 미치는 영향은 큼
  - 자동차의 경우 1%의 가격하락은 10~12%의 이윤감소를 불러 일으키는데, 프랑스의 푸조와 르노 자동차는 각각 12%, 9%의 이윤감소를 예상하고 있음
  - 이러한 이윤감소를 피하기 위해 기업입장에서는 판매량이 줄더라도 동종 제품을 역내 최저가로 판매하던 지역에서 가격을 인상시키는 것이 현명한 전략임

---

### Ⅲ. 安定的인 유러貨 定着的 問題點

#### 1. 基軸 통화로서의 유러화

- (기축통화론) 유러화는 향후 유러랜드 이외에서도 기축 통화로서의 역할을 할 수 있을 것이라는 주장이 제기되고 있음
  - 단기적으로는 동유럽 지역을 제외하고는 기축 통화(anchor currency)로서의 기능은 미미할 것으로 여겨짐
  - 장기적으로 유러화의 안정성과 유동성이 검증되면 美달러화에 대한 대체 통화(substitute currency)로 활용될 것이나 단기적으로는 환율 불안정에 대한 우려 및 관망세로 인해 자국 통화에 대한 유러화의 연계가 미흡할 것임

- 유러화는 향후 유러랜드 이외에서도 기축 통화로서의 역할을 할 수 있을 것이라는 주장이 제기되고 있음
  - 유러화와 연계하여 일부 통화가 운영된다면, 결제 통화로서 유러화 유통이 증가되고, 개인 및 정부의 자산 운영 또한 유러화로 이루어지게 될 것임
  - 따라서 본 장에서는 각 지역별로 유러화가 어느 정도 사용될 것인지를 살펴볼 것임

- 단기적으로는 동유럽 지역을 제외하고는 Anchor currency로서의 기능은 미미할 것으로 여겨짐
  - 장기적으로 유러화의 안정성과 유동성이 검증되면 美달러화에 대한 대체 통화(substitute currency)로 활용될 것이나 단기적으로는 환율 불안정에 대한 우려 및 관망세로 인해 자국 통화에 대한 유러화의 연계가 미흡할 것임

#### □ 동유럽

- 동유럽의 대부분의 국가들의 환율은 유러화로 연계될 가능성이 높음
    - 헝가리 forint, 체코 korona, 그리고 폴란드 zloty화 등은 달러화에 대한 변화가 독일 마르크화와 크게 연동하고 있음
    - 이들 동구 국가들은 외환 보유고와 외채 중 50% 정도가 마르크화로 되어 있음
    - 결국, 교역과 자본 투자의 관계를 고려하면 유러화가 이들 통화의 Anchor 통화
-

로 작용할 것임

- 이들 동구 국가들은 향후 EU 가입의 가능성이 높아 ERM II를 받아들일 것으로 판단됨
  - 체코는 유러화에 환율을 고정시킬 것으로 발표하였고, 불가리아는 마르크화에 환율을 고정시키고 있음
  - 이는 이들 국가의 통화가 유러랜드의 잡종(hybrid) 통화가 될 가능성이 높음을 시사함

<동유럽 국가들의 환율 제도 및 정책>

국가	환율 제도	통화 바스켓	변동폭	안전성
불가리아	통화위원회 (currency board)	독일 마르크	-	1997년 7월 1일 이후 시행
체코 공화국	관리변동제	독일 마르크	없음	1997년 5월 peg에 대해 환공격을 받음
헝가리	crawling peg	30% US\$, 70% 독일 마르크	상하 2.25%	95년 이후 점진적인 환율 절하 시행
폴란드	crawling peg	45% US\$, 35% 독일 마르크, 10% 영국 파운드, 5% 프랑스 프랑, 5% 스위스 프랑	상하 7%	1991년 이후 환율 절하 시행
슬로바키아	고정환율제	60% 독일 마르크, 40% US\$	상하 5%	1993년 10%의 평가절하 이후 안정세 유지
슬로베니아	관리변동제	-	-	1995년과 96년 사이 ECU에 대해 9% 절하

□ 러시아 및 舊소련 연방

- 러시아 및 舊소련 연방은 지리적으로 동구 및 유럽과 밀접한 관계에 있으나 이들 국가들의 아시아 및 미국과의 교역 관계를 감안하면 유러화에 연계되기보다는 달러화와의 연계가 확대될 것임
  - 이미 많은 규모의 달러화가 러시아에 유통되고 있고, 아시아와 미국에 대한 교역이 대부분 달러화로 결제되고 있음

---

또한 이들 국가의 주요 수출 품목인 원자재들의 국제 결제 통화가 달러화라는 감안할 때 달러화에 대한 연계성이 높음

#### □ 중동 및 북아프리카

- 일부 중동 및 북아프리카 국가들은 유러화에 대해 환율 연계를 시도할 것임
  - 이스라엘, 터키, 그리고 모로코 등은 유럽 통화와에 대한 비중이 높음, 특히 터키와 모로코는 EU 가입을 고려중임
  - 사우디 아라비아를 비롯한 석유생산국은 달러화 의존도가 높을 것임

#### □ 중남미

- 대부분의 중남미 국가들의 통화는 달러화에 대한 연계성이 높아질 것임
  - 이는 1997년 달러화 강세에도 불구하고 달러화의 상대적인 수입 가격이 크게 떨어지지 않았던 점을 감안할 때, 향후 통화 바스켓에서 달러화의 비중을 높일 것으로 여겨짐
  - 한편 칠레 페소화의 경우 통화 바스켓상의 달러화 비중이 50% 미만이었으나 1999년에는 달러화 비중을 높일 것으로 알려지고 있음

#### □ 아시아

- 아시아 통화에 대한 달러화 연계의 변화 가능성이 매우 높아지고 있음
    - 최근 아시아 통화들은 달러화에 대한 고정 정도가 매우 약해지고 있음
    - 이는 일본 엔화가 기축 통화로서의 기능이 높아지고 있음을 암시하고 있음. 그러나 아직도 아시아 통화에 대한 엔화의 공행성은 낮은 수준임
    - 아시아 국가 중 대만만이 엔화의 공적 외환보유고 비중을 높였음
  - 특히, 아시아 위기 이후의 아시아 통화들에 대한 달러 연계성에 많은 문제점들이 지적되고 있음
    - 1995년 이후 엔화에 대한 달러화의 가치가 높아지면서 아시아 국가들의 수출 가격 경쟁력이 떨어지게 되었음
-

**<개도국의 외환 보유고 현황>**

(단위: 십억 US \$)

통화	개도국		동유럽	총액	전세계
		대만			
US \$	531.9 (71.5%)	50.6 (57%)	34.1 (51%)	566.0 (69.8%)	1,041.5 (68.6%)
Japanese Yen	60.8 (8.2%)	13.0 (15%)	0	60.8 (7.5%)	105.3 (6.9%)
Core EU currencies	101.0 (13.6%)	20.3 (23%)	31.2 (46.7%)	132.2 (16.3%)	303.6 (20%)
Pound	36.4 (4.9)	0	0.9 (1.3%)	37.3 (4.6%)	52.1 (3.4%)
Swiss Franc	13.9 (1.9%)	4.0 (4.6%)	0.7 (1.1%)	14.6 (1.8%)	15.4 (1.0%)
Total	744.0	88	67	810.9	1,517.8

주: 1996년말 기준

**2. ECB의 정책 운용과 정체성 문제**

- (정책 목표 설정) EMU의 출범과 관련하여 가장 중요한 이슈였던 역내 통화정책의 선정문제는 M3를 정책 기준으로 삼는 통화타게팅 기초에 인플레이션 타게팅을 가미하는 형태로 결정되었음
- (신뢰성) 분데스방크가 조직 구성 체계나 정책면에서 ECB의 벤치마크가 되고 있으나 ECB가 그와 같은 완전한 역할 모델을 구축하기는 어려울 것임
- (독립성) 특히 어떤 정치적 외압에도 굴복하지 않는 분데스방크의 독립성이 ECB에 적용될지가 의문시됨

- (정책 목표 설정) EMU의 출범과 관련하여 가장 중요한 이슈였던 역내 통화정책의 선정문제는 M3를 정책 기준으로 삼는 통화타게팅 기초에 인플레이션 타게팅을 가미하는 형태<sup>2)</sup>로 결정되었음

2) ECB는 통화정책의 최종목표인 물가 안정이 달성된 물가상황을 소비자물가 기준 연율 2% 이내로 정의하고 이를 달성하기로 결정함

- 기준 소비자물가는 EMU 참가국의 조화평균물가지수(HICP; Harmonized Index of Consumer Price)를 통해 측정함
- 안정된 물가상황에 부응하는 통화증가율의 목표를 설정(98년말 공표)하고 통화를 그 목표치(또는 범위)로부터 괴리되지 않도록 관리함
  - 다만 기계적으로 통화증가율 목표를 달성하지 않고 금융 및 경제상황을 보아 신축적으로 운용 하되 그 배경을 일반에 자세히 설명하기로 함
  - 물가는 중기적 관점에서 안정여부를 평가하며 장래의 물가전망을 위해 다양한 지표(예: 실업률, 금리, 환율, 원자재가격 동향 등)를 관찰함
  - 이와 동시에 ECB는 Euro 통화권의 통화, 경제 및 금융상황에 대한 평가 및 정책결정의 배경을

- 통화총량 타게팅(monetary targeting)은 논란의 여지가 있지만 상대적으로 투명성이 높음
  - 통화총량 타게팅<sup>3)</sup>하에서는 중앙은행이 M3와 같은 통화총량지표를 일정수준으로 유지하는 것을 정책목표로 삼는 것임. 이는 통화증가가 시차를 두고 인플레이션을 야기한다는 통화론자들의 견해에 따르는 정책방향임
  - 통화총량(monetary aggregates)이 타겟구간을 넘어서면 금융시장 참여자들은 정책적 개입을 쉽게 예상할 수 있음
- 그러나 ECB의 정책 신뢰도가 검증되지 않은 상태에서는 통화총량 타게팅만으로는 불충분하며, 명시적인 인플레이션 타게팅(inflation targeting)도 병행되어 사용되어야 한다는 견해가 많았고 ECB도 이를 따르기로 했음
  - 하지만 이러한 이중타게팅(dual targeting)은 투명성이 낮으므로 ECB가 경제주체와의 효과적인 커뮤니케이션을 제고하기 위해 취할 조치에 귀추가 주목됨

○ (신뢰성) 분데스뱅크가 조직 구성 체계나 정책면에서 ECB의 벤치마크가 되고 있으나 ECB가 그와 같은 완전한 역할 모델을 구축하기는 어려울 것임

- 뒤젠베르크 총재는 ECB가 분데스뱅크가 남긴 강력한 신뢰도를 차용하기 원하고 있으나 이에 회의적인 사람들은 ECB는 분데스뱅크가 독일에서 가졌던 만큼의 신뢰도와 정부지원을 얻는데 한계가 있다고 지적함
  - 사실 ECB는 다양한 기구와 일을 추진해야 하는 어려움이 있고 이런 환경에서는 강력한 정책이 필요할 때도 미온적이고 뒤늦은 정책대응을 할 우려가 있음
- ECB는 총재가 위원장이 되는 통화운영위원회, 이 운영위원회 위원들과 각국 중앙은행 총재들로 구성된 정책결정 기구를 설립할 것으로 알려져 궁극적으로 분

- 
- 정기적으로 자세히 공개함으로써 통화정책의 유효성을 높이고 일반의 신뢰를 확보하기로 함
- 3) 통화 타게팅은 이미 여러 나라에서 실패를 겪은 바 있음
- 특히 영국과 미국에서는 금융시장의 규제가 대폭 완화되면서 금융시장이 급속도로 팽창하고 자본의 이동이 빨라지면서 각 금융변수들을 교란시켜 통화타게팅은 실패할 수밖에 없었음
  - 반면 독일과 같이 금융시장에서 단기자본이동이 비교적 적은 국가에서는 통화 총량 타게팅이 성공적이었음
  - 이러한 한계로 인해 인플레이션 타게팅에 관한 논의가 활발해졌음
    - 이는 중앙은행이 정부가 정한 일정수준의 물가상승률을 목표수준으로 정하여 통화정책을 운용하는 것임. 이러한 방식은 영국, 스웨덴, 핀란드, 뉴질랜드 등에서 이용되고 있음
  - 유럽 금융시장 통합이 이루어지면서 통화공급과 인플레이션 사이의 관계 자체가 불안정해지고 화폐수요함수도 불안정해질 수 있으므로 통화 타게팅을 단일하게 사용하면, 크나큰 정책 실패를 야기할 수 있을 것임
  - 통화 타게팅이 독일에서 성공한 것은 독일 연방은행의 전통적인 신뢰도 때문이지 통화 타게팅이 성공하여 연방은행이 신뢰도를 구축한 것은 아니라고 판단됨
-

---

데스뱅크와 비슷한 조직체계를 따르는 것으로 보임

- 문제는 이 기구가 얼마나 투명하게 운영되는가가 중요하며 회의에서 결정된 사안을 월별로 공개하고 각 위원의 표결결과를 공개하는 등의 조치가 필요함
- ECB 역시 이러한 수준에 이르게 되려면 경제주체들에게 ECB의 행동양식을 알게 할 커뮤니케이션 방식을 체화해야 함. 특히 이는 ECB의 정책방향이 불투명한 출범초기에 중요한 사안임

○ (독립성) 특히 어떤 정치적 외압에도 굴복하지 않는 분데스뱅크의 독립성이 ECB에 적용될지가 의문시됨

- 독일에서 사민당이 집권한 이후 경기부양을 위한 금리인하 압력이 높았고 결국 ECB도 12월 3일 금리인하에 동의하였음
- 분데스뱅크를 비롯하여 ECB관계자들도 계속 금리인하에 반대해왔으나 EU재무 장관 회의에서 금리인하 문제가 계속 제기되자 당초의 입장에서 후퇴한 것임
- 뒤젠베르크 총재는 이번 금리인하의 전제가 생산, 고용, 소비 세 측면에서 모두 약세를 보이는 상황에서는 금리를 인하할 수 있다고 표현했으나, 향후 그 독립성 지위가 약화될 수 있음
- 특히 완전고용을 목표로 하는 좌파정부가 유럽에 많은 지금, 향후 고실업 해소를 위해 각국정부가 또다시 방만한 통화정책을 요구할 경우, 이를 거부할 실질적인 권한과 능력이 있는지가 의심스러움

### 3. 실업 문제

- (고용 증가 요인) EMU 출범은 노동력의 이동성을 증가시켜 다기화된 유럽의 노동 시장 통합을 가속화시키면서 고용을 증대시킬 것임
- (고용 감소 요인) 대부분의 회원국들은 EMU의 최종수렴조건을 충족하기 위해서는 공공지출을 더욱 줄여야 하므로 고용불안정이 더욱 악화될 수 있음
- (근로욕 저하) 근본적인 문제는 유럽의 높은 실업급여와 국민들의 근로욕 저하가 고실업을 더욱 가중시키고 있으며 이의 해결이 없이는 EMU체제의 원만한 성공을 기대하기 어려움

○ (고용 증가 요인) EMU 출범은 다기화된 유럽의 노동시장 통합을 가속화시킬 것임

- 앞으로는 기본노동조건 개선 뿐만 아니라 노동력의 이동성이 크게 증가할 것임
-

- 
- 이렇게 되면 임금설정방식이 더욱 현실적인 방향으로 이루어지고 생산성증가율이 향상되며 총노동비용도 절감됨
  - 단일통화가 안정적으로 유지될 경우에도 고용을 증가시킬 것임
- (고용 감소 요인) 그러나 이러한 긍정적인 논거에 대해서는 경제학자들 뿐만 아니라 노조에서도 인정하지 않고 있음
- 노조측은 EMU로의 이행이 고용에 악영향을 미칠 수 있다는 점을 알고 있었으나 마스트리히트의 경제 수렴조건 충족에 반대하지는 않았음
  - 현재로서도 대부분의 회원국들은 공공지출을 더욱 줄이지 않고서는 EMU의 최종수렴조건을 충족할 수 없음
    - 이는 저성장, 복지지출 감소, 가처분소득 감소, 고용불안정 등을 용인하고서라도 긴축의 고삐를 늦출 수 없다는 것임
  - 노조측도 엄격한 예산 집행에 근거한 디플레이션이 오래 지속되는 것은 바라지 않음. 이는 곧 대량실업을 야기할 수 있기 때문임
- (유연성 증가) 실제로 경제학자들은 유럽 평균수준의 이자율과 고정환율이 유지되면 EMU 내의 저노동비용 경제에서 투자가 촉진될 것이라고 전망함
- 현재로서는 EMU와 같은 외부적 충격이 유럽 노동시장의 유연성을 높일 것이라는 점에 대해서는 이견이 없음
    - 앞으로 경쟁력 없는 산업에서 고용창출을 강요하는 각종 사회적 규제를 가하거나 실업자들을 희생시켜 기존 노동자들에게 과잉임금을 지불하기는 더욱 어려워질 것임
  - 프랑스, 이탈리아, 스페인, 포르투갈과 같이 노동비용이 상대적으로 저렴한 나라들에서는 직접투자유입이 임금을 상승시킬 것이고, 노동비용이 높은 다른 국가들에서는 직업보호의 대가로 노동비용의 삭감이 강요될 것임
    - 특히 남부유럽의 낮은 이자율은 임금상승, 소비, 투자증진을 촉진시킬 것임
  - 노동시장 재편에 대한 EU의 접근법은 교육훈련의 강화를 통해 노동자들의 경쟁력을 강화시켜준다는데 그 초점이 있음. 그리고 중소기업에 대한 세제지원도 EMU의 국제경쟁력 향상을 위해 꼭 필요한 조치로 인식되고 있음
- (고용 정책 수렴) 현재 유럽의 고용정책은 국가간 수렴되는 양상을 보이고 있음
-

- 벨기에의 경우 “경쟁력 강화와 고용촉진을 위한 법률”을 통해 임금계약을 벨기에의 주요 3대 교역국인 독일, 프랑스, 네덜란드의 평균 임금상승률에 근거해서 협상하도록 명시함
  - 최근 독일 노르트라인-베스트팔렌 지역 철강노동자들의 임금교섭은 네덜란드의 동종업종 종사자들과 비교하는 방식으로 이루어졌음
- 현재 EMU내에서는 국가가 임금이나 노동시간에 있어 타국과 높은 수렴도를 보여주는 국가적 일괄 노사협정이 자연스럽게 싹트는 것처럼 보임. 그러나 이것이 유럽 전체의 산업관계 시스템이 구축된다는 것을 의미하지는 않음
  - EMU가 노동시장 현대화나 실업감소 등에 집중화된 이니셔티브를 가지려는 움직임은 없음. 前 EU 집행위원장 자크 들로르의 93년 EU 고용백서에도 성장과 경쟁력 배가는 장기적인 고용확대에 가장 강한 추동체임을 밝히긴 했으나 고용확대를 위한 EMU의 주도적인 노력에 대해서는 구체적으로 언급하지 않았음
  - 97년 암스테르담 조약에 의해 각국 정부들은 공통된 고용정책을 갖되 각국의 정책 자율권을 인정받았음. 즉 브뤼셀 당국에 의해 모니터링되기는 하지만 각국이 자체적 고용계획을 수립할 책임은 그대로 유지되고 있음

○ (궁극적인 구조개혁의 방향) 그러나 EMU로의 이행은 미래 유럽의 고용구조에 대해 많은 근본적인 질문을 야기하고 있음

- EMU가 기존의 사회시장경제질서를 개혁하고 유지할 것인지, 아니면 경쟁력 강화를 위해 노동시장 구조를 미국식으로 바꿀 것인지는 명확하지 않음
- 많은 고용주들은 EMU출범이 각국정부의 전통적인 고용안정에 대한 접근방식을 약화시켜 그들의 잃어버린 권력을 되찾을 수 있는 절호의 기회로 보고 있음
  - 물론 노조측은 이러한 접근방식에 강하게 반발할 것이고 이에 대한 대중들의 여론이 어떻게 흘러갈지는 알 수 없음

○ (국민의 disincentive) 유럽의 높은 실업급여와 국민들의 근로의욕 저하가 고 실업을 더욱 가중시키고 있으며 이의 해결이 없이는 EMU체제의 원만한 성공을 기대하기 어려움

- 유럽의 경우 실업자들이 생활에 큰 어려움을 겪지 않고도 5년 이상을 버틸 수 있을 정도로 실업급여가 풍부함
  - 하지만 문제는 실업급여가 너무 많아 경제의 생산적 부문에서 지출된 세금이 상당부분 실업급여 충당금으로 사용된다는 것임

- 
- 예를 들면, 독일의 경우 실업후 첫달은 월봉의 70%, 그 이후 60개월은 월봉의 62%를 받는 반면, 미국의 근로자들은 실업시 첫달은 월봉의 58%를 나머지 60개월은 단지 7%를 받는 정도로 추산되고 있음

○ EMU 참가국들의 재정 정책 확충의 한계성도 실업 문제 해결의 걸림돌로 작용하고 있음

- 많은 국가들이 고실업 문제를 해결하기 위해 수렴조건 충족이후 재정적자를 조금씩 늘려가고 있지만, EMU출범 이후에도 역내경제안정을 위해 회원국들은 적자재정을 일정한 범위(GDP대비 3%) 이내로 운용해야 하는 의무가 있음
  - 가장 우려되는 점은 어느 한 국가에 불황이 닥쳤을 때, 고실업을 해결하기 위한 방책으로 재정 지출을 늘리려 한다면, 이는 EMU의 수렴조건을 어기는 것이고 이는 유러의 안정성에도 상당히 부정적인 영향을 미치게 됨
- EMU 참가국이 재정적자 수렴기준을 충족시키지 못할 경우에는 경상GDP의 일정비율 해당액을 EU 집행위에 납부토록 하는 제제가 부과되고 있어 최악의 경우 해당 국가가 유러 체제를 탈퇴할 수도 있음
  - 현재 EU 15개국의 실업률 평균은 10.2%에 달하고 있으며 18-25세 사이의 청년 노동력의 실업률은 20%에 육박하고 있음
  - 따라서 노동시장의 근본적 개혁이 없다면, 고용 문제가 EMU의 결속에 있어 가장 큰 아킬레스건으로 작용할 수 있음

---

## IV. 國內 經濟 主體의 對應 方案

### 1. 政府의 公的資產 再構成

○ (정부의 공적보유고 재구성) 유러가 장기적으로는 안정될 것이나 단기적으로는 그 향배가 불투명한 것으로 보임

- 따라서 전환시점부터 유러화를 보유하기보다는 유러화의 안정국면을 좀더 지켜본 후 유러화로의 전환시점과 그 비중을 결정하는 것이 좋을 것으로 보임

○ (공적 자산 보유 비중) 유러화 출범후 우리의 외환보유고를 비롯한 공적자산 중 어느 정도를 유러화로 전환시킬 것인지에 대해 관심이 모아지고 있음

- 유러화 출범 이후 유러랜드와 경제관계가 깊고 마르크에 연동하여 currency board를 운영하고 있는 몇몇 동유럽 국가들의 경우 외환보유고의 상당부분을 유러화로 전환할 계획이지만 아직까지 여타 지역의 경우 외환보유고의 전환비율은 장기적인 전망 외에는 나온 것이 없음
- 아시아에서는 현재 중국이 20%정도의 외환보유액을 유러화로 전환하겠다는 설이 나오는 정도임
- 여기에서는 유러화가 강세가 될 경우와 유러화가 약세가 될 경우에 따라 우리가 외환보유고중 일부를 유러화로 전환하는 문제의 관건이 됨

○ 현시점에서 98년말 결정될 유러對 달러(\$/Euro) 환율은 1.15-1.17선으로 예되고 있음. 99년 상반기 1유러당 달러 환율은 1.10~1.23 사이를 오갈 것으로 전망됨

- 98년 11월말 현재의 가용외환보유고 464.7억 달러중 중국과 마찬가지로 20~30%인 93~139억 달러 정도를 유러로 전환한다면, 환율을 1.15로 계산할 경우 81억~121유러가 됨

○ 시나리오 1) 유러화가 강세를 나타낼 경우, 99년 상반기 1유러당 달러 환율은 1.20~1.23으로 전망됨

- 그렇다면 외채상환을 위해 보유한 유러를 다시 달러화로 전환한다면, 기준 환율을 1.21로 계산할 경우 98억~146억 달러가 됨
  - 이 경우 달러화로 보유하고 있었을 때의 93~139억 달러에서 유러화 보유시
-

---

98억~146억 달러로 증가하여 5~7억 달러 정도의 증식효과가 발생함

○ 시나리오 2) 반대로 유러화가 약세를 나타낼 경우 99년 상반기 1유러당 달러 환율은 1.10~1.12로 전망됨

- 그렇다면 외채상환을 위해 보유한 유러를 다시 달러화로 전환한다면, 기준 환율을 1.11로 계산할 경우 90억~133억 달러가 됨

· 이 경우 달러화로 보유하고 있었을 때의 93~139억 달러에서 유러화 보유시 90억~133억 달러로 감소하여 3~6억 달러 정도의 감소효과가 발생함

<유러 보유의 효과>

	유러 강세	유러 약세
20~30%의 외환보유고를 유러화로 전환후 달러화를 재매입하였을 경우	5~7억 달러 증식 효과	3~6억 달러 감소효과

○ 따라서 자산을 유러화로 전환하는 문제는 수억 달러에 이르는 막대한 비용의 발생문제를 야기할 수 있음

- 관건은 유러화가 과연 강세를 나타낼 것인지, 아니면 약세를 나타낼 것인지임

○ (보유 시점은 신중히 결정) 이와 같은 근거를 종합해보면 유러가 장기적으로는 안정될 것이나 단기적으로는 그 결과가 불투명하다는 것을 알 수 있음

- 따라서 전환시점부터 유러화를 보유하기보다는 유러화의 안정국면을 좀더 지켜본 후 유러화로의 전환시점과 그 비중을 결정하는 것이 좋을 것으로 보임

○ (장기 유러 환율 전망) 유러화 환율은 경제성장, 금리와 물가 등 거시경제 근본 요인과 함께 유러의 수요와 국제자본의 흐름에 따라 좌우될 전망이다

- ECB는 반인플레이션의 신뢰성을 확보하기 위해 인플레이션 기미가 보일 경우 통화긴축 정책을 취할 것이고, 참가국들은 성장 및 안정협약의 준수 의지와 재정적자 축소 노력을 대외에 보여주기 위해 긴축재정 정책을 계속 견지할 것으로 보임

---

- 그러나 긴축재정으로 인해 인플레이 우려가 크지 않은 유럽 지역의 특성상 ECB가 통화정책을 완화할 수 있는 여지는 확대될 것임
- 따라서 물가안정 → 재정긴축·통화정책 완화 → 저금리 유지 → 유러 약세 → 투자 및 수출증가 → 경제호조 → 물가상승 → 통화긴축·재정완화 → 금리인상 → 유러 강세의 사이클을 보일 전망이다
- 그러나 만약 ECB가 통화지표 타게팅(monetary targeting)에 따라 정책을 집행할 것으로 보여 물가안정에 실패할 경우, 금리인상 등 통화긴축 등으로 환율의 불안정성(volatility)이 초래될 가능성도 있음

#### ○ 유러화 강세 및 약세 요인

- **(강세 요인)** 유러화가 강세를 나타낼 수 있는 근거로는 역내무역 증가에 따른 유러화 사용 증대, 유럽의 거시경제여건이 美日에 비해 양호하다는 것과 ECB의 철저한 물가안정 정책 등이 제시되어 왔음
  - 유러화 사용에 따라 EMU 역내 무역이 증가하면서 역내 기업들의 유러화 결제 확대, 유럽 진출 다국적 기업들의 유러화 수요 증대가 예상됨
  - 또한 유러화 지역에 무역의존도가 높은 중·동구권 국가와 지중해권 국가가 결제통화로서 유러화 사용을 늘릴 전망이다
  - 자국통화를 마르크에 연동(peg)하여 통화위원회 제도(Currency Board System)를 운용하는 에스토니아, 리투아니아, 보스니아, 불가리아와 EU 가입을 희망하고 있는 폴란드, 헝가리, 체코, 슬로베니아 등도 유러화 표시 결제를 증가시킬 전망이다
  - 또한 유럽금융시장이 단일통화표시 시장으로 통합됨으로써 유동성이 증대되어 거래비용이 절감됨에 따라 외환거래에서 유러화 사용이 증가할 것으로 예상됨
- **(약세 요인)** 그러나 다음과 같은 근거로 유러화가 출범 초기 약세를 나타낼 가능성이 높음
  - 좌파정권 등장 이후 유럽에서 대대적인 경기부양책이 나올 전망이지만, 유럽의 경제상황이 수렴조건 충족이후 오히려 99년에 성장세가 둔화될 전망이다
  - 또한 ECB와 EU재무장관 들간의 정책협조가 제대로 이루어질지에 대해서는 아직까지 의심스러운 부분이 많음
  - 미국 금리인하에도 불구하고 고실업 해소 등을 위해 유럽이 공동금리인하를 단행한 바램에 미국과 유럽간 금리차는 축소되지 않고 있음
  - 또한 유러화 출범 이후에도 환율 및 금리 위험이 다른 통화보다 상대적으로 낮은 달러화를 결제통화로 사용해 온 관행은 단기간에 크게 바뀌지 않을 것임
  - 주요 원자재 교역 및 OPEC 회원국과의 교역에서도 美달러화 거래 관행이 지속될 전망이다
  - 게다가 외환시장에서 환위험을 헤지할 수 있는 수단이 잘 발달되어 있어 기존 거래통화를 변경할 필요가 크지 않음
  - 오히려 실업문제를 둘러싼 재정적자 누적으로 인한 EMU의 안정성 불안, 유러화 강세 유지시 수출기업의 상황이 더욱 악화될 수 있다는 점 등은 유러의 약세요인으로 작용할 수 있음

**<표시 통화별 대외자산 및 부채 구성비>**

(단위: %)

연도	1994	1995	1996	1997
대외자산	100.0	100.0	100.0	100.0
달러	93.2	91.9	92.8	92.7
엔	1.1	0.7	0.9	2.5
마르크	2.2	2.2	2.2	2.1
기타	3.5	5.2	4.0	2.7
대외부채	100.0	100.0	100.0	100.0
달러	85.3	85.0	91.5	93.8
엔	12.4	11.4	3.7	2.6
마르크	1.0	1.5	1.7	2.3
기타	1.3	2.1	3.1	1.3

자료: 한국은행, 외환통계연보, 1998.7.

**2. 企業의 對應**

- (총론) 향후 금융 시장 및 수출입 시장으로서의 유럽 지역의 중요성은 더욱 커진다는 것을 인식하여 이에 대한 대비가 필요함
  - (현지법인 영업 변화) 현지 법인 및 지사의 경우 현지인 채용 및 현지 조달 및 운영 등과 같은 현지영업에 있어 많은 부분 유리화 출범에 대비해야 함. 특히 유리화 전환에 따른 비용 축소와 전환 시점을 미리 파악하여 영업에 지장이 없도록 해야 함
  - (금융 부문) 무역금융, 자금 조달, 프로젝트 파이낸스 등과 같이 전반적인 금융 부문의 점검이 필요함
  - (기업 전략 및 투자 관련 사항) 유리화 출범에 따른 유럽 지역에서의 마케팅, 직접 투자 전략을 보다 현지 상황에 맞게 조정함으로써 제품 인지도 및 사업 영역의 확대를 기대할 수 있음

**(1) 총론**

- 향후 금융 시장 및 수출입 시장으로서의 유럽 지역의 중요성은 더욱 커진다는 것을 인식하여 이에 대한 대비가 필요함
  - 유럽 직접 금융시장의 확대로 인해 유럽으로부터 자금 조달이 용이해질 것임. 기업 입장에서는 이를 해외자본 조달의 새로운 기회로 이용할 수 있음
  - 또한 유럽은행으로부터의 간접 금융조달보다는 유럽 자본시장을 이용한 직접

---

금융 방식을 적극 활용하는 것이 바람직할 것임

- 단일화폐의 사용으로 인해 유럽 상품 시장이 더욱 확대되고 기업간 경쟁이 심화될 것임. 따라서 유럽지역의 무역 및 투자 계획을 단일통화출범과 연계하여 새롭게 구상하여야 할 것임
  - EMU 참가국내 기업의 경우, 환리스크 제거가 경쟁력 제고에 상당한 보탬이 될 것으로 전망되므로 이들 기업과 경쟁관계에 있는 우리나라 기업으로서는 다각적인 대응전략이 요청됨

## (2) 현지 법인 및 지사 영업

- 현지 법인 및 지사의 경우 현지인 채용 및 현지 조달 및 운영 등과 같은 현지영업에 있어 많은 부분 유러화 출범에 대비하여야 함
  - 특히 유러화 전환에 따른 비용 축소와 전환 시점을 미리 파악하여 영업에 지장이 없도록 해야 할 것임
- EMU내 실물시장이 참가국간 국경보다는 민족이나 문화적 차이에 의해 구분되는 대단위화 움직임에 대비하여 현지진출 전략을 새롭게 구성할 필요가 있음
  - 그간 직접투자 환경이 좋았던 영국이 EMU에 참여하지 않았으므로 앞으로 EMU 시장을 목표로 영국에 직접 투자할 경우 환위험 부담으로 가격경쟁력이 취약해질 가능성에 유의해야 함
  - 인프라가 정비되고 기술력이 뛰어난 독일과 그 주변지역에는 주로 첨단기술 습득에 도움이 될 합작투자·사업인수·연구소 설립 등에 주력할 필요가 있음
  - 상대적으로 저소득층이면서 소비성향이 높은 남유럽 지역에는 현지에 소비재 완제품 생산기지를 현지법인으로 설립하는 직접투자가 유리할 것으로 보임
  - 이들 지역에서 상대적으로 저렴한 인건비를 이용하여 노동비용을 절감할 경우 가격경쟁력을 높일 수 있어 현지 소비는 물론 EMU 전역과 역외 인접국(EMU 非참가 EU 회원국, 동구권 및 북아프리카 국가 등)으로도 수출이 가능할 것임

### <유러화 출범에 대비하는 기업의 사례: 유러 시스템의 선두주자 SAP>

- 독일의 소프트웨어 회사인 SAP은 유러화 탄생으로 많은 이익이 기대되고 있음
  - 이 회사의 상당 사업 부문이 1999년 1월 1일의 유러화 전환을 위한 소프트웨어 개발에 전념하고 있음
  - SAP이 개발중인 소프트웨어는 어떠한 통화를 사용하던지 유러화로 전환이 가능하도록 하는데 초점이 맞추어져 있음
  - SAP의 소프트웨어는 유러화로 기업의 주요 현금 상황을 파악하고, 세금이나 기타 지출은 독일 마르크화로도 가능하게 하고 있음
- 1970년대 초 Walldorf에 의해 세워진 SAP은 전세계적으로 유러화 유통에 적극적인 영업 전략을 추구하고 있음
  - SAP의 영업 전략은 당사의 소프트웨어를 사용함으로써 향후 유러화가 영향을 미칠 수입, 행정, 물류, 판매, 조정, 그리고 회계 및 금융 조달에 대한 선점 효과를 누릴 수 있다는 점을 강조하고 있음
  - SAP 또한 1999년 1월 1일부터 모든 회계 단위를 유러화로 정해 놓고 있음
- SAP은 유러 도입으로 유럽지역의 가격차별이 해소되면서 자사 제품 판매가 더욱 확대될 것으로 기대하고 있음
  - 유러화 도입으로 SAP의 제품이 유럽지역에서 40만 명의 사용자와 1만개의 소프트웨어 설치가 가능할 것으로 조사되었음
  - SAP은 그 동안 독일 통일에 따른 통화통합과 폴란드 화폐 개혁 등에 경험을 축적하고 있어 매우 유리한 입장에 있음
- SAP이 개발한 제품은 기존의 프로그램을 그대로 사용하면서 유러화로 전환이 가능하도록 하고 있음
  - 이는 기업의 입장에서 1999년 1월 1일 이후 당장 유러화로 전환이 필요하지 않기 때문에 발생할 수 있는 복수 통화 체제에 매우 유리할 것임
  - 이는 기업의 입장에서는 통화 전환시점의 선택과 시스템 전환에 따른 비용 절감 등의 측면에서 매우 중요한 문제임

## □ 전산 시스템 정비

### ○ 유러화 환산 및 환거래 시스템 변경을 서둘러야 함

- 유러랜드 역내 통화간 환산은 반드시 유러화를 거쳐야 한다는 것(마르크를 리라로 환산할 경우, 마르크를 유러로 환산한 다음 다시 유러를 리라로 환산)과 환산시 반올림의 경우 유러화의 소수점 3자리 이하에서 반올림 할 것, 각 통화간 환산율 표시 단위를 총 6자리로 할 것을 결정하였음

- 
- 이러한 환산 과정은 각각 문제점을 안고 있음
    - 예를 들면 마르크를 리라로 환산했다가 다시 마르크로 재환산할 경우 다른 결과가 나올 수 있고, 유러화 환산율의 소수점 3자리 또는 4자리를 사용하는데 따라서 오차가 발생함은 물론 거래별로 환산한 합계와 총액을 일괄 환산하였을 때 유러화의 금액이 서로 일치하지 않을 수가 있음
  - 따라서 각 기업과 은행에서는 이런 과정을 전산화할 때 주요 거래 은행들이 사용하는 전산 프로그램과 일치시켜 은행계정조정(reconciliation)에 있어 오차를 최소화해야 할 것임

### (3) 금융 부문

#### □ 무역 결제

- 무역금융에 있어서도 유러화 결제구좌에 관해 국내은행과의 개설협의를 거쳐야 할 것임
  - 대금지급이 99년 이후로 되어있는 기존 거래같은 경우 유러화로의 결제통화 변경을 요구받을 수 있으므로 이에 대비한 유러화 운영계획 및 견적 방식에 대한 준비가 필요함
  - 수출 신용장의 경우 2002년 실물 통화 사용 전까지는 큰 변화가 없을 것이나 1년 이상의 유전스 거래나 수출보험을 이용한 2년까지의 현지정부 및 국영업체와의 open account방식의 거래들은 99년부터 실용이 가능함에 따라 네고시에 적용 환가료율, 송금 등에 대해 국내 금융기관과의 협의를 필요함

#### □ 자금 조달

- 해외 자금 조달의 변화를 보다 면밀히 파악하여 유럽시장에서의 이점을 제고하여야 함
    - 유러화 정식 출범후 자연적으로 유로 달러 시장이 축소되고 유러화 자금시장의 활성화가 예상됨
      - 특히 우리 기업들이 유로 달러 차입시 주로 유럽계 은행들을 통해서 해왔으므로 이들이 달러화 자금조달을 자제하고 의도적으로 유러화 조달 규모를 확대할 가능성이 높음
    - 또한 EMU 지역내의 현지금융기관들은 금리 인하 및 수수료 인하 등과 같은 조
-

---

치를 통해 유러화 유통을 적극 권장할 가능성이 높음

- 따라서 유럽에 진출해 있는 금융사들의 경우 이러한 기회를 적극 활용 할 수 있도록 해야 할 것임

○ 유러달러 시장은 런던을 중심으로, 유러화 표시 금융시장은 독일을 중심으로 더욱 규모가 확대될 가능성이 높아 자금 조달 창구가 이원화될 것에 대한 대비도 필요함

- 특히 초기 유러화가 정착되기 전까지는 자산 운용이나 자금조달, 계약에 있어 유러 對 달러, 파운드 등과의 환율변동 추세를 보아가며 유리한 통화의 지정을 검토해야 함
- 우리 기업의 기존 발행, 유통되는 달러화 표시 투자자산의 비율이 전체중 70~80%이상으로 추정되므로 환위험 제거는 필수적인 사안으로 대두될 것임
- 투자 자산은 달러화 표시이고 조달은 유러화인 경우, 환위험 헤지는 선결과제로 부각될 것임

#### □ 프로젝트 파이낸스

○ 최소 3년~최장 10년 이상의 연불 금융이 요구되는 각종 플랜트, 건설 등의 경우, 향후 유러화 거래요구가 많아질 것으로 예상됨

- 따라서 견적, 수출입 은행 금융, 수출보험공사와 중장기 연불수출 보험 부보를 유러화로 하는 방안 등 다각적 검토가 필요함
- 유럽계 국제 금융기구의 재원을 바탕으로 하는 유럽, 주변국 및 개도국의 프로젝트에 있어서 유러화 결제요구가 높아질 것이므로 유럽계 금융기관들과의 Structure Financing 가능성을 모색할 필요가 있음
- 순수 project financing의 경우에도 발주처의 유러화를 근거로 한 금융 요구나 금융기관의 유러화로의 금융 제의가 증대될 것으로 예상됨

#### □ 유럽 거래은행의 재점검

○ EMU 지역 내에서의 자금 이동에 따른 비용이 줄어들게 됨에 따라 지역내 거래를 전담하는 은행 선정이 필요할 것임

- 단일 은행을 통한 무역 및 금융 거래 전담은 현금 흐름을 보다 원활히 할 수 있
-

- 으며 자금의 netting 및 pooling 보다 용이하다는 장점이 있음
- 또한 단기 금융 시장에서의 채권 발행 및 자금 조달시 보다 유리한 조건을 제공 받을 수 있을 것으로 판단됨

**<유러화 출범에 대비하는 금융기관: 도이치 뱅크(Deutsch Bank)>**

- 유러화 출범에 따라 가장 활발히 이를 대비하고 있는 독일 은행중 도이치 뱅크가 가장 발빠르게 움직이고 있음
  - 2년 전부터 단일통화 출범을 준비해온 도이치 뱅크는 유러화 도입 직후 5억 마르크 상당의 투자를 통해 선점 효과를 노리고 있음
  - 당시에는 유럽통화통합의 장래가 확실하지 않은 상태이었지만, 시스템 정비를 통한 은행의 경쟁력제고 뿐만 아니라 고객에 대한 조언 등과 같은 일반 수요에 부응하기 위한 노력을 기울여 왔음
  - 이를 위해 각종 EMU 정보를 인터넷을 통해 고객에게 전달하고 있음
- 유러화가 도입되면 도이치 뱅크는 저축성 예금 계좌를 비롯한 모든 은행 상품에 대해 마르크화나 유러화로 사용할 수 있도록 준비하고 있음
  - 도이치 뱅크는 기업에 대해서 가능한 한 빨리 유러화로의 전환을 권고하고 있는데 이는 대부분의 송장(invoice)이 유러화로 결제될 것이기 때문임
  - 현금 관리 및 재정 부문에서 빠르게 전환하면 할수록 비용절감이 극대화 될 것이라고 권고하고 있음
  - 반면 일반 소비자의 경우는 기업에 비해 상대적으로 전환시기 측면에서 서두르지 않아도 될 것임

- 유러화 거래가 늘어남에 따라 이 지역 유럽은행들이 유러화 신규 포지션 신설로 기존 포지션에 대한 축소 요구가 있을 것으로 보이며, 이에 대비하여 기존 포지션의 북미계 및 기타 지역 금융권으로의 이관이 필요함
  - 또한 유럽계, 특히 독일, 프랑스, 네덜란드계 금융기관과의 거래활성화를 위한 준비를 갖추고 비교적 교류가 적었던 이태리, 스페인계 금융기관들과의 거래 가능성 타진 노력이 요구됨
  - 아울러 북미계, 유럽계, 일본 등 아시아계의 세계 3대권 금융기관들과의 금융 exposure portfolio를 구성하여 운영할 필요성이 요구됨
- 유러화 도입으로 수익성이 낮아질 것을 예상한 非유럽계 금융기관들이 유럽 내 센터를 프랑크푸르트에서 런던으로 집중시킬 것으로 보임
  - 이들은 현지 유럽계 기관과는 달리 소매금융이 취약하여 유러화 자금조달 기반

---

이 열악하기 때문에 유럽영업의 중심을 기업금융이나 투자금융으로 변화시킬 가능성이 높음

- 위와 같은 추세변화로 기업의 영국 법인은 유로 달러·기타 통화의 자금조달 중심으로, 독일·프랑스 등 현지법인은 유러화 자금조달 중심으로 육성·운영하는 전략변화가 필요함

#### (4) 기업 전략 및 투자 관련 사항

##### □ 마케팅 전략 제정비

- 유러화 출범에 따른 유럽 지역에서의 마케팅 전략을 보다 현지 상황에 맞게 조정함으로써 제품 인지도 및 사업 영역의 확대를 기대할 수 있음
  - 상품가격차를 논하는 과정에서 설명한대로 유러의 도입으로 인해 국가간 차이보다는 문화와 기호가 비슷한 지역적 차이가 오히려 심화될 것이므로 마케팅 전략이 지역별로 차별화되어야 할 것임

##### □ 신용 평가

- 환위험 제거로 인해 기업 자금 조달시 기업이 특수성이나 자체 신용 평가가 더욱 중요해짐을 인식해야 함
  - 이는 향후 유럽지역을 해외 직접금융의 전략지역으로 삼아 주식 상장이나 단기 채권 발행을 보다 효율적으로 수행하기 위한 방안이 될 수 있음

##### □ 법적 효력 문제

- 유러화 출범으로 인해 이미 거래된 계약을 어떻게 처리할 것인가에 대한 법적 문제를 준비해야 함
    - 문제가 되는 계약은 만기가 2002년 이후인 계약, 11개국의 법정 통화로 체결된 계약, EU法 이외의 법률에 근거한 계약들임
      - 첫째와 둘째 문제의 경우 EU법에 근거한 계약이라면 유러화로 전환하는데 아무런 문제가 없음
      - 세 번째로 일본, 스위스, 미국의 캘리포니아주, 뉴욕주 등의 법령에 근거한 거
-

- 
- 래의 경우에는 이미 관련 법령을 정비하여 유러화로 전환하는데 문제가 없으나, 여타 관련 법령에 근거한 계약은 법률적 자문이 필요함
  - 계약 전환이 이루어지면 계약내용의 변경에 따른 기준 금리가 변경된다는 것을 명심해야 함
    - 개별 통화의 소멸로 지금까지의 기준 금리(유로 마르크 또는 유로 프랑 등)가 없어지고 브뤼셀에서 고시하는 EURIBOR와 영국의 유러 LIBOR가 기준금리로 사용될 것임(부록 2 참조)

## □ 對유럽 투자

- 경제 위기 이후 對유럽 투자 규모를 줄이고 있으나 장기적으로 볼 때, 유럽은 전략거점으로서의 가치가 높음
  - 유럽지역은 기술표준이 다양하고 소비자들의 기호도 대단히 다양하므로 현지진출에 있어서는 앞으로 반드시 현지사정에 정통한 로컬 파트너(local partner)와의 협력이 필수적임

## □ 유럽 통화 통합 이후 동구시장에 대한 접근

- 유럽 통화 통합이 계속 진행되면서 동유럽의 국경간 물류 장벽이 사라지고 있으므로 이 기회를 적극 이용해야 함
  - 특히 유럽의 중심지, 예를 들어 베를린을 중심 거점으로 활용하는 방안을 강구하여야 할 것임
    - 베를린을 거점으로 활용한다는 점은 또한 장래에 있을 東歐 시장에 대한 접근을 위해 EU를 활용한다는 측면을 고려한 것임
    - 현재 폴란드, 헝가리, 체코 등 中東歐 10개국에 EU 가입에 대한 신청을 해 놓은 상태이며 일정이 순조로울 경우 가입 신청국중 6개의 우선가입협상국은 2002년경 EU 가입이 가능할 것으로 전망되고 있음
    - 물론 이들 국가들은 기존 EU 회원국에 비해 인구 규모는 많지만 경제 규모는 작아 EU의 예산 운영이 어려워질 것이라는 등의 난제가 있음<sup>4)</sup>

---

4) 가입 신청을 한 중·동구 국가들의 인구는 1억으로 EU 전체 인구의 1/3에 해당하지만 이들 국가의 가입에 의해 EU의 GDP는 불과 4%만 증가하게 되며, 소비자의 구매력도 기존 EU 소비자 구매력의 1/3에 불과한 수준으로 나타나고 있음

---

- 
- 하지만 동구 시장은 우리의 현재 기술력으로도 경쟁력 있는 상품이 많이 있는데, 예를 들면 슬로베니아, 슬로바키아 등의 여성 화장품 시장의 규모는 상당한 것으로 알려져 있음

(국제금융팀: 양 두 용 yangdy@hri.co.kr ☎724-4057

양 성 수 yangs@hri.co.kr ☎724-4017

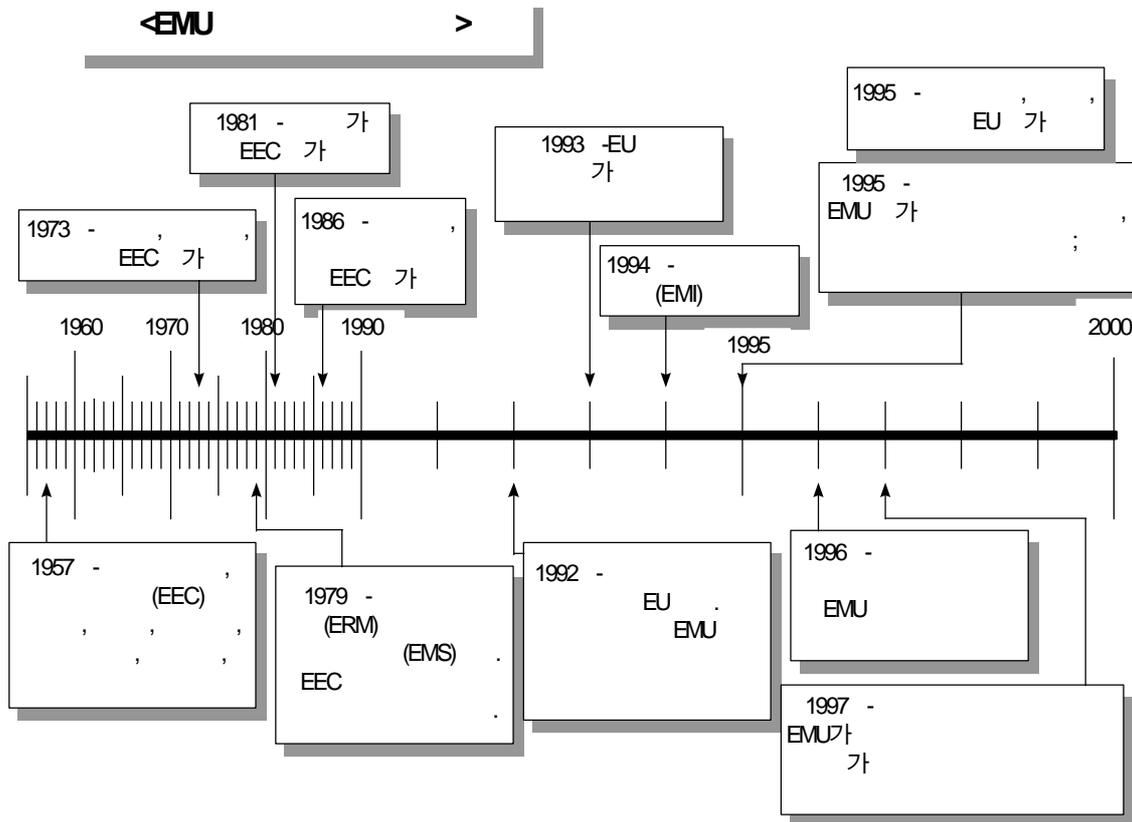
---

---

## <附錄 1: 유럽 通貨統合(EMU)의 發展過程>

- (통화통합의 시발: 들로르 보고서) EMS가 80년대 말까지 순조롭게 진척되자 89년부터 시장통합을 넘어 통화통합을 위한 구체적 방안이 제기됨
    - 89년 6월의 들로르 보고서(Delors report)는 이른바 경제통화동맹(Economic Monetary Union: EMU)구성을 3단계로 분리하여 제 1단계를 1990년 7월에 개시할 것을 주장함
    - 이 보고서는 회원국의 경제정책 수렴문제, 수렴을 촉진하기 위한 제도적, 법적 변화에 대해 기술하였음. 그러나 이 보고서에는 통화정책 문제, 통화기구 창출과 역할에 관한 충분한 논의가 없었고 EMU의 2단계와 3단계 시행일정에 대해서도 명시적으로 밝히지 않았음
  
  - (통화통합의 극적 전환점: 마스트리히트 조약) EMU의 일정과 관련하여 논란이 되었던 것들은 92년 마스트리히트 조약에 의해 전부 불식되었음
    - 마스트리히트 조약에서는 EMU 추진 일정뿐만 아니라 통화기구, 통화정책, 환율 안정에 관한 광범위한 결정이 있었으며 통화통합을 위한 각국의 경제수렴조건도 명시적으로 결정됨(아래의 표 참조)
    - 마스트리히트 조약 체결 이후 환율변동이 극심해진 92년-93년 동안 영국과 이탈리아가 ERM에서 탈퇴하는 등의 문제가 발생했으나 회원국들이 환율안정추구정책으로 위기를 넘길 수 있었음
    - 마스트리히트 조약은 영국, 스웨덴, 덴마크를 제외하고는 여타 회원국에서 국민투표로 비준되었음
  
  - (유러화 공식탄생 결정) 1998년 5월 1~3일 유럽정상회의에서는 EMU 참가국 결정, ECB 초대총재 임명, 참가국 통화간 환율 고정 등 EMU 출범을 위한 3가지 핵심사항이 처리되었음
    - 1998년 5월 1일 EU 경제재무장관 이사회는 EU 정상회담에 앞서 회원국별 경제수렴 실적을 바탕으로 EMU 참여 가능국을 추천하였음
    - 99년 1월 출범할 EMU 참가국은 벨기에, 독일, 스페인, 프랑스, 아일랜드, 이탈리아, 룩셈부르크, 네덜란드, 오스트리아, 포르투갈, 핀란드 등 11개국으로 확정됨
    - 애당초 EU의 15개 회원국 모두가 참여할 것이라고 예상되었으나 영국, 덴마크, 스웨덴은 정치적 이유로, 그리스는 마스트리히트 조약상의 경제수렴조건의 불
-

- 충족으로 인해 최초 회원국에서는 배제됨
- ECB의 초대총재에는 독일 등이 지지한 빔 뒤젠베르크 현 EMI총재가 임명되었으나 프랑스의 반대로 인해 8년으로 보장된 임기를 채우지 못하게 되었음
  - 2002년경 뒤젠베르크 총재의 사임이후 장 클로드 트리셰 프랑스 은행 총재가 그 뒤를 이어받기로 합의함
- 유러화와 각국 화폐간 교환비율은 결국 합의에 이르지 못했으나 각국 통화간 교환비율은 확정함
  - 현행 유럽 환율조정장치(ERM)내에서 현재의 상호 중심환율에 기준을 두고 유러화와 비율을 조정하기로 합의함. 이는 EU 중앙은행들간에 통용되는 현재의 ECU를 기준으로 한다는 것을 의미함



### ○ 통화간 교환 비율

- Euro화가 참가국통화와 혼용될 2002년 6월말까지 참가국통화와 Euro화간의 교환비율은 1998년 12월 31일 시장환율에 의해 결정되며 여기서 결정된 비율은 기

간 내내 고정될 것임

- 참가국통화간 환율은 현 EU 환율조절장치(ERM)의 중심환율<sup>5)</sup>(bilateral central rate)을 적용하기로 참가국간 합의하였으나 현행 ECU와 동등한 가치(1ECU=1Euro)를 갖게 되는 Euro화와 참가국통화간 교환비율은 ECU의 대미달러 시장 환율이 결정되는 98년말에 가서 확정됨
- 금년말 ECU의 대미달러 환율은 ECU 통화바스켓<sup>6)</sup>을 구성하는 12개국 통화의 對美달러 환율에 의해 결정되는데 참가 11개국 통화간에는 환율이 이미 고정되어 있어 참가국 중앙은행이 당일 집중 개입하여 동 고정비율대로 대미달러 시장환율이 결정될 수 있도록 할 계획임
- ECU 통화바스켓을 구성하는 12개국 통화중 EMU 미참가국인 영국, 덴마크, 그리스 통화의 대미달러 환율은 금년말 시장실세환율을 적용함
- 참가국통화간 교환은 이미 확정된 양국통화간 중심환율이 아닌 Euro화를 매개(triangulation)로 재정(arbitration)됨
- 예를 들어 독일마르크화를 이탈리아 리라화로 교환하는 경우 마르크와 리라의 환율을 적용하는 것이 아니라 금년말 결정될 마르크와 유러의 비율로 마르크화를 Euro화로 환산한 뒤 그 환산액을 유러와 리라의 비율로 재환산함

### <Ecu화와 각국 통화간 교환비율>

1 Ecu의 주요국 통화 가치			
오스트리아	13.9 Austrian Schillings	독일	1.98 German Marks
벨기에	40.9 Belgian Francs	아일랜드	0.78 Irish Punts
		이태리	1,956 Italian Lire
네덜란드	2.24 Dutch Guilders	룩셈부르크	40.9 Luxemburg Francs
핀란드	6.02 Finnish Marks	포르투갈	203 Portuguese Escudos
프랑스	6.62 French Francs	스페인	163 Spanish Pesetas

자료: European Commission

주 : ECU 환율은 4월 12일 기준임

5) 1998.9월말 현재 독일마르크화의 각 참가국통화에 대한 중심환율 및 시장환율

6)  $1\text{ECU} = 0.6242\text{DM} + 1.332\text{FRF} + 0.2198\text{NLG} + 3.301\text{BER} + 0.13\text{LFR}(\text{룩셈부르크 프랑}) + 151.8\text{ITL} + 0.1966\text{DKR}(\text{덴마크 크로네}) + 0.008552\text{IEP} + 0.08784\text{GBP}(\text{영국 파운드}) + 6.855\text{PTE} + 1.393\text{ESP} + 1.44\text{GRD}(\text{그리스 드라크마})$

<附錄 2: 유러랜드(Euroland) 99年 經濟 展望>

□ 동향

- (경기부양 시도) 유러랜드는 재정정책 금융정책의 확대를 통해 강력한 경기 부양을 시도하고 있음
  - 당초 유럽중앙은행(ECB)이 유럽 기준금리를 낮추는 시점은 99년 초로 예상되었으나, EU 11개국은 기준 금리(3개월 repo)를 동시에 3%선까지 낮추었음
  - 경제수렴조건 충족을 위해 경직적으로 운용해왔던 재정수지도 내수진작을 위해 팽창적으로 운영하고 있음. 특히 좌파정부의 등장으로 EMU출범과정에서 11%를 상회하게 된 실업해소를 위해 내년중 적자재정 운영 가능성이 높음
  - 인플레이율은 2% 이하에 머물고, 화폐 유통속도는 0.5~1.0% 정도 떨어질 것으로 전망됨
  - ECB는 이를 감안, 유러화 출범 첫해인 내년의 총유동성(M3)<sup>7)</sup> 증가율 잠정목표를 4.5%로 정했다고 밝혔음
  - 기업부문의 경기신뢰도는 이미 하향세이며 소비부문에서도 부정적인 징후가 나타나고 있음
  - 소비자들도 아시아 경제위기 이후 원자재를 비롯한 수입가격 하락으로 혜택을 입고 있으나 고실업이 지속되고 있어 뚜렷한 내수 회복 기미는 보이지 않고 있음

<유러랜드의 주요경제지표 전망>

(단위: %, 십억 ECU)

	1996	1997	1998(f)	1999(f)
실질GDP성장률	1.6	2.5	2.8	2.4
실업률	11.8	11.9	11.2	10.3
소비자물가상승률	2.2	1.6	1.2	1.4
경상수지	71.1	104.1	90.0	80.0
재정수지 (GDP대비 %)	-4.2	-2.6	-2.5	-2.9

7) M3는 시중 유동성을 계측하는 지표로 민간보유화폐와 시중은행 및 제2금융권의 예금, CD, 환매 채같은 금융상품 매출액 등이 포함됨

---

## □ 전망

- (성장률 둔화) 유러랜드는 수출기업 전망이 불투명한 관계로 98년 4/4분기와 99년 1/4분기의 성장률 둔화를 피할 수 없을 것으로 보임
    - 최근까지의 산출 및 고용지표 회복에도 불구하고 주요 수출시장의 경기부진으로 인해 기업들의 설비 및 건설 투자 부진이 예상됨
      - 소비자 신뢰지수는 높은 편이나 수출 의존적 산업의 영업부진이 심화될 것으로 보임. 하지만 내수지향적 업체들의 경우 역내 경기부양책 실시에 따라 혜택을 입을 전망이다
    - 또한 현재 EMU 출범으로 역내기업의 국경간 거래에 있어 환위험과 거래 수수료가 없어지면서 효율성 제고가 예상됨
      - 따라서 99년 경제성장률은 98년의 2.8%보다 소폭 둔화된 2.4%선으로 예상되며, 유러랜드의 성장률 회복을 위해서는 노동시장과 상품시장의 구조개혁이 실행되어야 함
-

---

## <附錄 3: EMU 出帆을 앞두고 主要國이 처한 狀況>

### 1. 독일의 입장

- 독일의 97년 재정적자는 GDP의 2.7%수준으로 나타나 회의론자들의 시각에도 불구하고 결국 마스트리히트 조약의 경제수렴조건(G에 3%이내) 충족에 성공했음
    - 비록 공공부채가 97년 GDP 대비 61.3%로서 수렴조건(GDP 대비 60%)을 충족시키지는 못했지만 독일의 테오 바이겔(Theo Waigel) 前재무장관은 독일이 99년 1월 1일로 예정된 유러화 체제에 주도적 역할을 하는데는 아무런 지장이 없다고 주장했다음
    - 사실 정부 부채 비율은 동독 지역으로부터 이어받은 부분 때문에 12.9%정도 상승했음. 이러한 부담과 동구의 以前 공산국가에 대한 채무 유예가 아니었다면 독일의 총부채는 GDP대비 46~47%수준이었을 것임
  
  - 그러나 독일이 수렴조건을 충족한 것이 EMU로의 체제 전환에 충분한 것인지에는 여전히 의문이 있음
    - 11월의 노동시장 통계에 의하면 독일이 구조개혁에 시달리고 있다는 것을 알 수 있음. 11월 실업률은 %에 달했음
    - 독일의 구조적 문제는 노동시장의 경직성, 방만한 사회복지 체계, 복잡한 조세체계, 과도한 행정규제와 개발되지 않은 서비스 부문, 엄청난 통일비용 등이며 이들이 신속한 개혁을 막고 있는 장애물들임
    - 지난해 독일이 90년이래 가장 큰 무역흑자를 시현하면서 회복세에 있는 것은 사실이지만 민간소비가 전년대비 0.2% 증가하는 등 침체에 빠져 있는 내수를 되살리기에는 부족함
    - 문제를 인정한 독일정부는 2년 전에 독일의 공급측 부족분을 보정하려는 프로그램을 발표했다음
      - 기업내 직업안정을 위한 탄력노동제, 사민당(SPD)의 반대로 무산된 조세개혁법안 등 약간의 진보는 있었으나 정권교체 이후 사민당의 집권으로 이러한 개혁은 무산될 처지에 놓였음
    - 많은 독일 경제학자들은 91년이래 유럽의 구조적 문제가 더욱 악화될 수 있다는 점에서 EMU 연기를 주장했던 바 있음
-

- 그들은 유럽통합의 양대 축인 독일과 프랑스가 급격한 구조변화와 통화연합 내에서의 치열해지는 경쟁을 다룰 준비가 되어있지 않다고 주장했음
- 또한 독일 노동시장은 좀더 유연화되어야 하고 재정건전화를 위해서도 더 많은 조치가 필요하다고 역설함
- 특히 독일식의 “pay as you go system”이 노동력 대비 연금수혜자의 비율이 급증하는 상황에서 EMU의 장기 발전과 양립할 수 있는가에 의문을 제기함
- 조세 체계와 사회복지 체계는 EMU 국가들의 경쟁력을 평가하는 결정인자로서 더욱 중요해질 것임
- 콜 前총리는 독일 구조개혁을 위해 EMU 출범 속도를 늦추는 것보다는 유럽통합을 구조개혁의 촉매제로서 이용해야만 한다고 주장한 바 있음
- 이미 게르하르트 슈뢰더 총리는 사회복지 정책에서 기민·기사연합 정부의 공급축소안을 철회하고 콜총리보다 훨씬 완화된 조세개혁안을 내놓기로 했으며 완전고용의 목표를 위해 대대적인 경기부양을 계획했음
- 이번 독일의 금리인하 조치도 이의 연장선상에 있다고 볼 수 있음. 그러나 독일의 사회 구조적 결함 때문에 긴장요소는 여전히 상존하고 있음

## 2. 프랑스

- 프랑스 정부는 재정적자 기준충족을 위해 다른 나라들과는 달리 유연한 정책을 사용했고 이에 따라 지난 연말에야 가까스로 마스트리히트 수렴조건을 충족했음
- 지난해 정부를 장악한 리오넬 조스팽(Lionel Jospin) 총리는 EMU 출범을 위한 시간표에 약속대로 맞추어 나갈 지를 주저했음
- 일단 EMU출범에 참여하는 것을 보증한 후 사회당 내각은 보다 시급한 경제회생을 위해 엄격한 재정집행이 어렵다는 점을 분명히 하였음
- 결과적으로 프랑스 경제당국은 약간의 내수부양조치와 더불어 예산을 삭감하는 ‘균형’을 맞추어야 했음. 이에 따라 97년초 수렴조건 기준인 GDP 대비 3%보다 약간 높은 3.1%를 재정 적자 목표로 정했음
- 하지만 관변 경제학자들은 현재의 수입과 지출구조가 유지될 경우 재정적자가 98년말 GDP대비 3.8%에 이를 것이라고 경고함. 이러한 추론을 받아들인다면 보가 강도높은 재정개혁이 필요함
- 사실이 어떻든간에 정부의 내수부양조치에 따라 수출보다는 내수활황에 의해 경

---

기회복이 이루어졌고 실제로 수출이 2.5%의 하반기 성장에서 차지하는 기여분은 0.4%에 불과했음

· 이렇게 경기회복과 기업의 순익구조가 개선됨에 따라 재정적자는 GDP대비 3.025%수준까지 하락했음

- 그러나 프랑스 텔레콤 연기금으로부터 375억 프랑이 정부채정으로 유입되었다는 점(GDP의 0.5%정도)을 고려하면 실질적인 재정적자 비율은 3.5%임. 98년 재정적자도 EU회원국 15개국 중 가장 높은 수준인 3%로 예상됨

○ 97년 국민계정에 나타난 바로는 사회보장 분야의 적자가 예상보다 400억 프랑이 줄긴 했으나 2,440억 프랑에 달하였고 정부의 적자보정조치는 효과가 별로 없었던 것으로 보임

- 그래서 프랑스정부가 EMU의 요구수준대로 재정적자를 안정적으로 유지할 수 있을 것인지에 많은 의문이 제기되고 있음
- 이미 공공부문의 임금이 예산의 40%를 점하고 있으며 3월 지방선거에서도 정부는 공무원 급여를 98년에 1.3%인상시켜 주기로 공약함. 이는 올해 1% 이내로 추정되는 인플레이션율보다도 높은 것임
- 여기에 복지지출의 수요가 증가하고 있어 이러한 추세대로라면 정부지출 증가가 3%의 경제성장으로 부터 발생하는 재정수입 증가분을 초과할 것으로 보임

○ 또다른 문제는 프랑스의 GDP대비 공공부채 비중이 계속 증가한다는 것임

- 낮은 금리에도 불구하고 정부부채는 GDP대비 58%에 이를 정도까지 늘었음. 마스트리히트 수렴조건은 충족된 것이지만 91년 정부부채가 GDP대비 36%에 불과했던 것을 생각해 보면 너무나 급격한 증가세임
- 스트라우스 칸(Dominique Strauss-Kahn) 프랑스 제정부 장관은 2000년 이후 정부부채 비율이 줄어들 것이라고 하나 이를 달성하기 위해서는 정부가 재정적자를 2000년까지 GDP대비 2%선으로 줄여야 함

### 3. 이탈리아

○ 이탈리아는 당초의 회의적인 시각에도 불구하고 강력한 긴축을 통해 제정부문의 수렴조건을 충족했고 EMU의 최초 설립멤버가 되었음

- 비록 EMU가입이 이탈리아의 공공부채를 해결하는데 진일보한 것이지만 이탈리아
-

---

아 내각은 새로운 문제에 직면하고 있음

- 새로운 유리화 질서에서 국가 경쟁력 강화를 위해 공공 부문과 민간부문의 개혁을 수행할 수 있을 것인지가 의문시되고 있음

○ 이탈리아가 직면하고 있는 문제중 첫 번째는 공공부문 개혁임

- 이탈리아의 공공부문은 유럽에서 가장 관료적이고 비효율적이라서, 공장을 설립하고자 하는 기업이나 인프라를 구축하고자 하는 지방정부에게는 최대의 장애물로 작용하고 있음
  - 기업들이 공장설립허가를 얻기 위해서는 보통 수개월이 소요되고 지방정부는 도로나 기간시설 건설에 있어 같은 문제를 겪고 있음
- 이탈리아 정부는 이점을 의식, 복잡한 행정절차와 관료적 요소들을 제거하기 위해 많은 조치를 시행중에 있음
  - 특히 상업부문에 과도규제를 없애고 공장 설립허가를 신청한 기업들에 대한 원스톱 서비스를 구축하려고 노력해 왔음
  - 또한 지역수준에서 이루어지는 공공사업에 대해 지방정부에 보다 과감한 권한 이양을 추진하고 있음
  - 그러나 이러한 조치들은 그저 입법단계를 거치고 있고 효율적으로 현실화될지의 여부는 아직도 수개월이 지나야 알 수 있음

○ 두 번째 개혁 문제는 민간부문의 경쟁력 빈곤임

- 특정부문의 경우에는 EU의 다른 나라들보다 매우 낙후되어 있음. 특히 은행부문은 그 정도가 심각함
  - 은행부문은 국영은행인 이탈리아 은행(Bank of Italy)과 민간은행인 메디오방카(Mediobanca)가 주도적인 역할을 하고 있는데 최근 민간은행들 사이에서 거센 합병바람이 불고 있음
  - 이는 유럽내 타국의 은행들과 비교한 경쟁력 강화를 위한 것이며 정부도 앞으로 더 많은 합병이 이루어져야 한다고 역설함

○ 세 번째 주요 현안은 남부 이탈리아의 개발 문제임

- 경영환경의 개선을 통한 투자유치 없이는 이 지역은 결국 긴축적인 통화정책 등 외부의 경제적 충격이 있을 경우 침체를 벗어날 길이 없음
    - 정부는 남부지역에 북부 이탈리아인과 외국기업의 투자를 촉진하기 위해 이
-

- 
- 지역의 고질적인 문제인 조직범죄와 암시장을 타파하기 위해 노력중임
- 또한 투자유치를 위해서는 절대적으로 부족한 도로망과 철도의 확충이 필요하며, 25%의 실업률을 기록하고 있는 이 지역의 경직적인 노동시장을 자유화하는 것이 제일 중요함
  - 실제로 남부노동자들은 북부지역의 필요에도 불구하고 북부의 직장으로 옮기는 것을 꺼리고 있음. 이는 북부의 생활비가 높을 뿐 아니라 대가족 사회인 남부의 가장들이 비교적 좋은 조건의 연금이나 공무원 봉급을 받고 있기 때문임
  - 이는 민간부문과는 달리 공무원의 연봉은 남부나 북부가 거의 차이가 없기 때문임. 정부는 남부지역의 공무원들이 타지역 근무를 신청하면 더 높은 연봉을 지급하는 유인책을 사용하고 있으며 이를 민간 부문에도 확산시키고 있음
  - 이러한 이탈리아 정부의 개혁은 지금이 시작일 뿐이고, 이탈리아의 잦은 정권교체로 미루어볼 때 개혁의 지속성 여부는 대단히 불투명함
-

---

#### <附錄 4: EURO LIBOR와 EURIBOR의 比較>8)

- 1999년 1월 4일부터 모든 은행간 거래가 Euro화 표시로 이루어지는 것을 계기로 Euro화 단기금융시장의 대표금리로서 EURIBOR와 EURO-LIBOR가 산되어 공표될 예정임
  - EURIBOR(Euro Interbank Offered Rate)는 EMU 역내 단기금융시장금리로서 유럽은행연합회(FBE)와 단기금융시장 및 외환딜러협회(ACI)가 엄선한 57개 대형우량은행의 제시금리(offered rate)를 기준으로 산출함
  - 57개 금융기관은 독일계은행 12<sup>9)</sup>, 프랑스계은행 10, 이탈리아계은행 7, 스페인계은행 5, 여타 7개 참가국은행 각 1-3개와 EU 역외국 금융기관의 역내 지점 또는 자회사 6개로 구성됨
  - TARGET 영업일에 57개 금융기관으로부터 브뤼셀시각 10:30까지 Bridge 통신망에 제시된 금리를 단순 평균하여 11:00에 발표함
    - 상하 양극단의 15%에 속하는 금리는 평균계산시 대상에서 제외되었음
    - 1-12개월 만기별로 소수점 이하 3자리까지 제시되고 1년 미만 기간에 대한 일할계산시는 1년을 360일(n/360)로 처리하며 이체기간은 2영업일을 기준으로 함
    - EMU 출범후 빠른 시일내 만기 1개월 미만의 초단기 EURIBOR도 제시될 예정
    - ECB는 1-12개월 만기(특히 1개월물) EUROBOR를 참고하여 단기 금융시장의 익일물 가중평균금리(EONIA; Euro Overnight Index Average)를 다음날 공표<sup>10)</sup>
  
- EURO-LIBOR는 현행 ECU-LIBOR를 대체하는 런던시장의 유러화 금리로 ECU-LIBOR 계산방법과 동일함
  - 런던시각 11:00(브뤼셀보다 통상 1시간 늦은 시각)에 영국은행협회 소속 16개 은행이 제공하는 제시금리중 상하 4개의 극단치를 제외한 8개 금리를 단순 평균함
  
- 어느 금리가 유럽 단기금융시장의 대표금리로 부상하여 선물지수 등 여타

---

8) 부록 3의 내용은 한국은행 브뤼셀 사무소의 발간자료 내용임

9) 3대 은행, 3개 저축은행 전국 및 지역중앙회(Landesbank Girozentrale), 3개 대형지방은행, 신용협동조합 전국중앙회(DG Bank)

10) EURIBOR 참가은행의 유동성사정 및 단기자금 관리전략 등 금융기관의 민감한 정보가 담겨진 자금거래액까지 파악되어야 하므로 금융기관간 이해관계에서 벗어나 중립적 입장을 견지할 수 있는 ECB가 담당

---

금융시장의 준거금리로 널리 활용될 지는 EMU 출범후 시장흐름에 좌우됨

- 현재 런던시장과 EMU 참가국시장의 거래규모 면에서는 ECU-LIBOR FIBO (Frankfurter Interbank Offered Rate) 등 각 참가국 금융시장의 은행간 금리를 통합하게 될 EURIBOR보다 일단 유리한 상황임
- 그러나 유러화권의 자금거래규모가 유럽금융시장의 통합 및 ECB의 단일통화 정책 등을 배경으로 앞으로 급신장할 가능성이 크므로 EURIBOR의 활용폭이 빠르게 확대될 전망이다
- EMU 참가국 대부분이 자국 단기금융시장의 대표금리(현행 FIBOR 등)를 EURIBOR로 대체할 계획임

	EURO LIBOR	EURIBOR
1. 정 의	유러화 표시자금에 대한 런던은행간 대출 평균금리	EURO 역내금융기관의 유러화 표시 자 금에 대한 은행간 대출 평균금리
2. 작성기관	영국은행협회 (British Bankers' Association)	유럽은행연합회 (European Banking Federation)
3. 작성대상	런던의 EURO시장에서 활동하는 16개 주요은행	단일통화가입국 은행 47개 및 기타 EURO 역내에서 활동하는 주요은행 10 개 등 57개 은행
4. 작 성 기준 시점	런던시간 AM 11:00	브뤼셀시간 AM 11:00
5. 작 성 대 상 일	모든 영업일	좌동
6. 이용시점	작성일 2일후	좌동
7. 작성 대상 기 간	1주, 1~12개월	좌동
8. 장 점	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 세계 금융시장 참가자들에 이미 친숙</li> <li>- ECU나 유럽각국통화 표시자금에 대한 LIBOR를 기준으로 이미 거래가 이루어진 경우 기준의 일관성 유지를 위하여도 EURO LIBOR 계속 이용 필요</li> <li>- 현재의 런던시장에서의 유러화 관련 자금의 거래규모가 EURO LIBOR의 유용성을 뒷받침</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 단일통화가입국 금융시장에서 크게 이 용될 가능성</li> <li>- 유러화 표시자금에 대한 초단기 기준 금리인 EURO Overnight Index Average(EONIA)와 일관성 유지 가능</li> <li>- 장기적으로는 유럽대륙 내 금융시장의 발전에 따라 세계적 이용도 면에서 EURO LIBOR를 대체할 가능성</li> </ul>
9. 한 계 점	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 런던시장에서 EURO자금 거래규모가 줄어들 경우 대표성이 약해짐</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 유럽중앙은행이 역내은행에 지준 의무 를 부과할 경우 EURIBOR수준 상승 불가피</li> </ul>

자료 : 한국은행 브뤼셀 사무소, 유럽단일통화 도입 이후의 금융거래방식, 1998.6.

---

## <附錄 5: EMU 出帆이 域內 消費者 및 企業에 미치는 影響>

### 1. 域內 소비자에 미치는 영향

#### ○ 1999년 1월부터 euro화와 회원국 화폐들간의 화폐 교환이 허용됨

- 이는 자국 화폐가 더 이상 법적으로나 경제적으로 독립적이지 않음을 의미함
- 각국화폐는 교환 환율을 지니지 못하며 euro화와의 교환 비율을 통해 가치를 지니게됨
- 이를 위해서는 euro화의 전자 거래만을 허용해야 함

#### ○ 2002년 1월부터는 모든 거래나 계약이 euro의 전환방식에 의해 이루어짐

- 이 시기에 euro화의 동전과 화폐로 발행되어 일반인에게 유통됨(E-day)
- 이로써 euro는 국가의 화폐로서의 공식 지위가 확립됨. 이는 euro화의 지불이 세계 어디서도 유통될 수 있음을 의미함
- 2002년 7월 회원국들이 화폐들은 법적인 지위를 상실하게 됨

#### □ 이중 가격제(Dual Pricing)

#### ○ 1999년부터 2002년까지는 모든 제품의 가격이 이중 가격 시스템을 도입해야 할 것임

- 이는 갑작스러운 화폐 변화로 인한 일반인들의 혼동을 막기 위해 euro화의 가격 표시를 기존 가격 표시와 함께 표기해야 하는 것을 의미함
- 소득(임금, 사회보장이익, 연금 등)은 2002년 1월 euro화로 전환되며 세금과 은행 서비스 상품도 이 시기에 euro화로 전환됨

#### □ 금융 서비스

#### ○ 일반인들의 은행 거래(예금, 소비자 신용, 주택 대출 등)는 2002년 1월에 euro화 전환됨

- 이는 유럽 협의회(European Council) 규정에 의한 공식적인 전환 방식에 따라 시행될 것임
  - 모든 부채와 자산은 전환 비율을 적용, 그 가치를 보존함
-

- 
- 모든 거래 및 계약은 전환으로 인해 재계약할 필요는 없음
  - 2002년 1월 이전에도 새로운 구좌 개설이나 대출은 euro화 표시가 가능함. 그러나 이 경우 모든 현금 거래는 자국 통화로 이루어지기 때문에 이중 회계로 이루어지게 되는 불편이 있음

## □ 소비자들의 이익

### ○ 2002년 전까지는 EMU 화폐간의 환위험이 없어짐

- 1999년 1월부터 2002년까지는 자국통화의 환율 조정이 euro와 고정됨에 따라 회원국 화폐간의 환위험이 없어짐. 일반인의 입장에서는 단지 외환 수수료 비용만 남게됨
- 국가간 거래 체제가 확립되면 국제 금융 거래에 관련된 은행간 서비스 이용료가 줄어들 것으로 예상됨
- 2002년에는 단일 통화 사용으로 외환을 바꿀 필요가 없게 됨으로써 수수료 비용도 사라짐
- 소비자의 경우 다른 국가와의 동일 제품 가격 비교가 쉬워짐에 따라 시장의 투명성이 제고되고 기업간 경쟁이 심화되면 가격 하락이 예상됨
- EMU 지역 내에서의 기업간 경쟁 심화와 가격 및 환율 안정으로 경제 성장이 높아질 것으로 예상되는데 이로 인해 고용과 임금이 안정될 것으로 예상됨

## 2. 유럽 역내 기업에 미치는 영향

### ○ 대부분의 로컬 기업들은 euro화로의 전환을 2002년 1월로 미룰 것으로 예상된다. 그러나 대규모 국제 기업의 경우는 업무 관계상 조기 euro화 전환을 계획하고 있음

- 이는 단기 시장에서의 euro화 자금 조달이 급격히 늘어날 것이라는 전망에 근거하고 있음

### ○ 기업의 체크 포인트

- 기업의 영업 범위 및 성격에 따라 euro화 전환은 다르게 이루어질 것임. 따라서 각각의 사항들을 보다 점검하는 것이 필요함
-

### euro화 전환에 따른 Check Point

- 가격 표시 준비(2002년까지의 이중 가격 표시제)
- euro 화폐와 동전을 사용하기 위한 cash register 정비
- 기존의 계약 점검
- 송장(invoicing)과 구입(purchasing) 체제 그리고 이전 가격(transfer price) 체제 정비
- 급여 체제
- 회계체제, 대차대조표 그리고 손익 계산서 정비
- 현금 및 유동성 관리 체제 정비
- 채권 발행 및 자산 증식에 관련된 금융 체제 정비
- 관리 정보 체제(MIS) 정비

#### ○ 기업의 규모와 성격에 따라 euro화 전환에 필요한 기간은 다르게 나타날 것임

- 규모나 사업 성격에 따라 3개월에서 3년이 소요될 것으로 보임

기업의 형태	소요 기간	비용
소규모 무역 회사	3 개월	ecu 100,000
대규모 국내 무역 회사	3 년	ecu 1.1 million
대규모 제조 회사	3 년	ecu 3 million
대규모 다국적 기업	2 년	ecu 2.5 million

#### □ 계약

#### ○ 기존의 각국 화폐로 체결된 모든 계약은 euro화의 전환이후에도 그대로 유지됨

- 2002년 1월 모든 화폐가 euro화로 전환되는 시기에 기존의 계약의 금액도 euro로 전환될 것임
- euro화의 전환이 계약 파기 및 재계약의 원인이 될 수 없음
- 금융 거래시 고정 금리를 채택한 경우 새롭게 계약을 체결하기 전까지는 기존의 금리가 그대로 유지됨

---

## □ 가격 차별화

- 환위험으로 인해 지역별로 달리 책정되었던 제품가격을 동일화하여야 함
  - 그러나 지역 가격차는 지역 시장의 언어적, 문화적, 그리고 시장 요소의 차이로 인해 존재할 것임

## □ 기업의 이익

- 대부분의 유럽 기업들은 통화 통합으로 인해 기업의 이익이 확대될 것으로 기대하고 있음
  - 환위험 제거로 인한 Hedge Cost 절감
  - 또한 국경간 투자 위험도 축소
  - 각 지역 시장간 시장 기회 및 경영 상황 비교 용이
  - 금융 시장의 확대로 인해 기업의 금융 비용 감소
  - EMU의 유지를 위한 물가 안정으로 인한 금리 인하

## □ 기업 대응 전략

- 유럽 지역 기업들은 다음과 같은 사항을 점검해 보다 효율적인 준비가 필요함
    - 시간상의 기회를 명시
    - 시간상의 위험 요소를 인식
    - 교환비용의 절감
  - 기업 관리 및 전략 정책
    - 통화 교환의 시기를 적절히 조정
    - 교환 비용 점검을 통한 비용 최소화
    - 경쟁 기업의 전략을 파악
    - 주요 투자의 재점검 필요
  - 마케팅 및 판매
    - EMU로 인해 발생하는 새로운 시장에 대한 점검
-

- 
- 지역 시장간의 가격차에 대한 점검(euro화 사용으로 인한 가격 차별화의 축소를 위한 대비)
  - 새로운 경쟁 기업의 출현에 대비
  - euro화 결제를 대비
  - euro화 조기 전환 시스템 확립을 통한 기업 이미지 제고 기대

#### ○ 구입

- euro 통화 발행으로 인해 발생하는 새로운 구입 시장 점검
- 국제 시장에서의 중간재 구입시 미달러화 이외의 통화로 구입 가능성 점검

#### ○ 회계

- euro화로의 회계 전환 시점 결정
- 회계 시스템 준비를 Big Bang 식으로 결정할지 점진적으로 전환할지 결정
- 과거 회계 자료의 euro화 전환 검토

#### ○ 결제, 유동성 그리고 위험 관리

- 금융 부문이 euro화 유통으로 가장 많은 변화를 겪게 됨을 인식
- 금리와 환율 전략: 각국의 금리차 점검 및 euro화의 달러화에 대한 가치 점검
- 국내 결제 흐름과 부채 자산간의 netting 기회 제고 가능성 점검
- 거래 은행의 축소, 또는 지역내 전담 은행의 필요성 점검
- EMU 지역내의 금융 부서 통합을 통한 기구 슬림화 검토
- 대규모 초국적 기업의 경우 현금 흐름을 보다 원활히 하기 위해 자금 Pooling을 더욱 활발히 진행시킬 것으로 기대됨
- 그러나 보유세(withholding tax)와 거주자와 비거주자의 차별 조치 등 일부 세금 또는 법적인 문제 등이 해결되어야 할 것임

#### ○ 재정

- 금융 시장의 변화에 대비해야 함
  - 새로운 차입금의 표시 통화 결정(1999년 1월부터 2002년 1월까지는 현 자국 통화와 euro화 둘 중 택일 가능)
  - 주식 발행시 표시 통화 결정(일부 국가들은 1999년 1월 이후 주식 발행을 euro화 표시로 할 것이라 발표함)
-

- 
- 투자자들의 선호도 점검(euro화 표시 채권과 주식에 대한 외국인 투자자들의 선호도가 높을 전망임)
  - 환위험이 없어지면서 기업 Rating이나 신용 리스크가 더욱 중요해짐을 인식하고 rating 관리에 신중해야 함

○ 세계 관련 사항

- 세계 관련사항은 아직 명확히 결정된 것은 없음
  - 단일 통화 체제는 회원국간 세계 기준을 표준화시킬 것으로 여겨짐
  - 기업간 가격 이전(transfer price)은 더욱 어려워질 것임
  - EMU는 세계 조율에 대한 사항을 현단계에서는 결정되어 있지 않지만 장기적으로 세계 조율이 이루어질 것으로 판단됨
-

---

## <附錄 6: EMU의 機構 및 主要 政策 決定 課程>

### 1. EMU의 주요 기구 및 시스템

#### □ 중앙은행

- 유럽중앙은행시스템(ESCB; European System of Central Banks)은 유럽중앙은행과 참가국 중앙은행(NCBs; National Central Banks)으로 구성됨
  - 99년 1월 1일부터 참가국별 통화정책 수립·집행기능이 폐지되고 EMU 국가 전체의 경제상황을 고려한 통화정책이 ECB를 통해 수립되고 집행되게 됨
  - 유럽중앙은행은 각국 정부는 물론 EU 당국으로부터 독립된 지위에서 단일통화정책의 수립 및 집행 업무를 수행하게 되는데 주요 업무로는 금리결정 및 공개시장조작 업무, 유러화 은행권의 발행(주화발행권은 각국에 부여), 지급결제시스템의 운영 및 ECB 보유외화자산의 관리, EU 재무장관 이사회의 위임에 의한 외환정책의 수립 및 집행 등을 들 수 있음
  - 참가국 중앙은행들은 ECB 정책이사회의 결정과 집행위원회의 지시에 따라 통화정책을 수행하게 되는 것임

#### □ 재정 조율 기구

- (Euro-X) EMU에 참여하는 11개국의 재무장관회의가 유러경제권의 재정실화, 경제성장 그리고 고용안정 등을 추구하는 재정정책을 담당하게 됨
  - 또한 Euro-X는 성장 및 안정협약(growth and stability pact)에 의거하여, 99년 이후 재정상태가 악화되는 참가국에 대해서 제재조치를 부과할 계획임
  - 한편으로 Euro-X는 ECB가 물가안정에 집착하여 euro가 지나치게 강세 통화가 되는 경우에 개입하는 등 ECB를 견제하는 역할도 동시에 수행하게 됨

#### □ 결제 시스템

- (TARGET SYSTEM) TARGET 시스템은 연결(Interlinking) 시스템을 통 EMU 참가국의 실시간 총액결제시스템(RTGS; Real-Time Gross Settlement)과 ECB의 결제시스템을 연결하여 유러화에 의한 결제기능을 수행하게 됨
-

- 
- 실시간 총액결제시스템은 개별국가의 중앙은행과 금융기관간 결제를, ECB 결제 시스템은 ECB와 거래금융기관간의 결제업무를 수행함
  - 이들을 연결하는 연결시스템은 통신망을 통해 국가간 자금이체내용을 송수신하는 등 TARGET 시스템의 하부구조기능을 수행함
    - 이러한 TARGET 시스템의 회원은 ECB, NCBs, 역내금융기관으로 구성되는데 역내금융기관은 TARGET 시스템에 가입하여 직접 이용하거나, 각국 중앙은행의 RTGS를 통하여 간접적으로 이용이 가능함

## 2. 거시경제정책의 운용

### □ 통화정책

- 유럽중앙은행은 물가안정을 최우선 정책목표로 하여 단일 통화정책을 수행하게 됨
  - 또한 ECB는 물가안정 목표(2% 내외로 예상)를 저해하지 않는 범위 내에서 지속적인 성장, 고용 증대, 회원국간 경제성과의 수렴 등을 위한 EU 회원국의 일반적인 경제정책을 지원하게 됨
  - ECB의 통화정책 운용방식에 대해서는 통화량 목표관리방식과 인플레이션 목표관리 방식간 지지가 양분되어 있는 상태임

### □ 외환 정책

- 외환정책에 관한 최종 책임은 EU 재무장관이사회에 귀속되나 환율조정 등을 위한 실제적인 외환정책은 ECB가 수행하게 됨
  - ECB는 재무장관이사회가 마련한 외환정책의 일반지침에 의거 외환시장개입<sup>11)</sup> 여부 등을 결정하게 됨
  - 외환정책과 통화정책의 조화적 운용을 위해 재무장관이사회는 역외국과의 환율관계 협정체결과 환율정책의 기본방향 설정시 ECB의 자문을 받도록 의무화하고 있음
  - 참가국 중앙은행 및 정부의 대외지급 등 자체적 필요에 의한 외환거래는 어느

---

11) 현재 외환시장개입 방식으로 ECB가 단독으로 실시하는 중앙집중(centralization) 방식과 ECB의 결정에 따라 참가국 중앙은행이 실시하는 분권화(decentralization) 방식이 고려중임

---

- 정도 자율성이 보장되지만 환율안정, 단일통화정책의 신뢰성 및 일관성 유지 등을 위해 ECB 정책이사회가 마련할 외환거래에 관한 지침에 의거 실시하게 됨
- 참가국 중앙은행의 외환시장 개입은 ECB의 요청이 있을 경우에만 가능하도록 규정되어 있음
- EU 회원국중 EMU 미참가국과의 환율안정을 위해 신환율조정메커니즘(ERM II<sup>12)</sup>)을 도입하되, 그 골격은 현행의 ERM과 유사할 것으로 예상됨
- ERM II 가입여부는 EMU 미참가국이 자율적으로 결정할 사항이며 유러화와 EU내의 비유러화간 중심환율 및 변동허용폭<sup>13)</sup>을 설정하게 됨

□ 재정정책

- 재정정책은 통화정책 및 외환정책과는 달리 각 참가국 정부가 통화통합 이후에도 독자적인 재정정책을 수행하게 될 예정임
- 이에 따라 각 참가국은 총수요 조절, 고용증진 등을 위해 재정정책에 크게 의존하게 될 것으로 전망된다. 그러나 무절제한 재정운용으로 인한 EMU의 안정성 저하를 방지하기 위해 마스트리히트 조약에서는 재정운용의 제한장치<sup>14)</sup>를 규정하고 있음

12) ERM과 ERM2의 차이

ERM	ERM2
<ul style="list-style-type: none"> <li>① 기준환율(par value)조정의 엄격한 제한</li> <li>② 중앙은행의 외환시장개입 의무화</li> <li>③ EMS하의 EU 기본환율제도</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 중심환율(central rate)의 보다 신속한 조정허용 등 신축성 부여</li> <li>② 중앙은행의 외환시장개입 책임 완화</li> <li>③ EMU 출범후 추후 가입희망국가들을 배려한 임시환율제도</li> </ul>

- 13) 중심환율과 변동범위는 ECB, EMU 참가국 각료, EMU 미참가국 각료 및 중앙은행 총재들간의 합의로 결정하되, 환율변동범위는 현행의 ERM 변동폭(±15%)과 같이 상당히 넓게 설정될 것으로 예상됨
- 14) 과도한 재정적자 금지(no excessive fiscal deficits), 특정 참가국의 재정적자를 보전하기 위한 여타 참가국 또는 EMU 차원의 지원 금지(no bail-out), 참가국 정부의 재정적자 보전을 위한 ECB 및 참가국 중앙은행의 신용공여 금지, 각국 재정상황에 대한 감독기능 강화, 재정적자 과다 보유국에 대한 규제제도 도입 등임