

Macro hot issue

ECB의 기준금리 인상에 따른 유로존 및 한국 경제 점검

삼일PwC경영연구원
August 2022



1. ECB 기준금리 인상(Big Step): 11년 만의 마이너스 금리 탈피

- 7월 21일 ECB 통화정책회의, 기준금리 50bp 서프라이즈 인상(예상치는 25bp 인상) 및 유로존 분절화^(*) 방지를 위한 새로운 자산매입 프로그램인 TPI(Transmission Protection Instrument)^(**)를 발표함
- ECB 예치금리는 -0.5%에서 0%로 인상(8년 만에 마이너스 상태에서 탈피), 리파이낸싱 금리(Refinancing Rate: 0% → 0.5%)와 한계대출 금리(0.25% → 0.75%) 역시 50bp 인상
- TPI 시행에 있어 매입 조건인 EU 규율 준수, 재정 건전성 등은 기준이 모호한 면이 있음. 그럼에도 불구하고, ECB에서 남유럽 재정위기에 대해 선제적으로 대응할 것을 시장에 표명했다는 점에서 의미가 있음

(*) 유로존 분절화(Fragmentation): 서로 다른 재정 상황에 처한 19개 유로존 회원국이 공동 통화인 유로화를 사용함으로써 나타나는 리스크를 뜻함

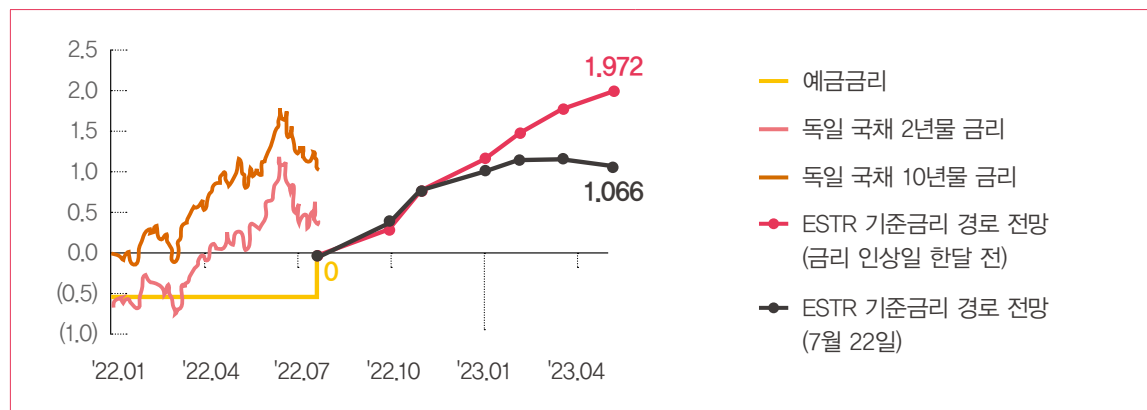
(**) TPI는 '파급경로를 보호하는 수단'으로 ECB 통화정책의 적용을 받는 국가들의 펀더멘털이 상이하기에, 특정 국가의 장기 금리가 더 크게 오를 수 있으며 이 경우 ECB가 당초 의도했던 것 이상으로 긴축적인 효과가 특정 국가에 반영될 수 있음. 균질한 통화정책 결정의 파급을 위해 '필요한 경우' ECB가 해당 국가의 국채를 매입하여, 국채금리를 안정화시켜 의도한 만큼의 통화정책 효과가 반영되도록 하겠다는 것이 TPI 도입의 취지임. 다음의 조건(① EU 재정 프레임워크 준수, ② 심각한 거시경제 불균형 없을 것, ③ 재정 지속성 ④ 견실하고 지속성 있는 거시경제 정책 유지)에 부합하는 유로존 국가들의 1~10년 만기 국고채를 매입해, 기준금리 인상에 따른 유로존 내 분절화를 방지하기 위해 시행 예정

- 기준금리 인상 이유: ① 인플레이션 대응 (6월 유로존 CPI +8.6%로 역대 최고치 경신. 당분간 물가 상승압력 지속 예상) ② 유로화 약세 지속 등

- 다만, 경기 침체 우려로 인해 향후 공격적 금리 인상은 어려울 것으로 예상

- 7월 22일, 독일과 프랑스의 PMI 시장 예상치 하회. 특히 제조업 PMI는 50을 하회하며 경기 수축 국면 진입 확인
- 미국과 달리 유로존은 대내적 경기 과열이 아닌 대외적 환경(에너지 리스크, 미국 금리 상승 등)으로 인해 긴축을 시작했다는 점에서 실물경제에 대한 우려가 점증되고 있는 것

[도표 1] ECB의 빅스텝에도 하락하는 시장금리 & 하향되는 기준금리 인상 경로 (단위: %)



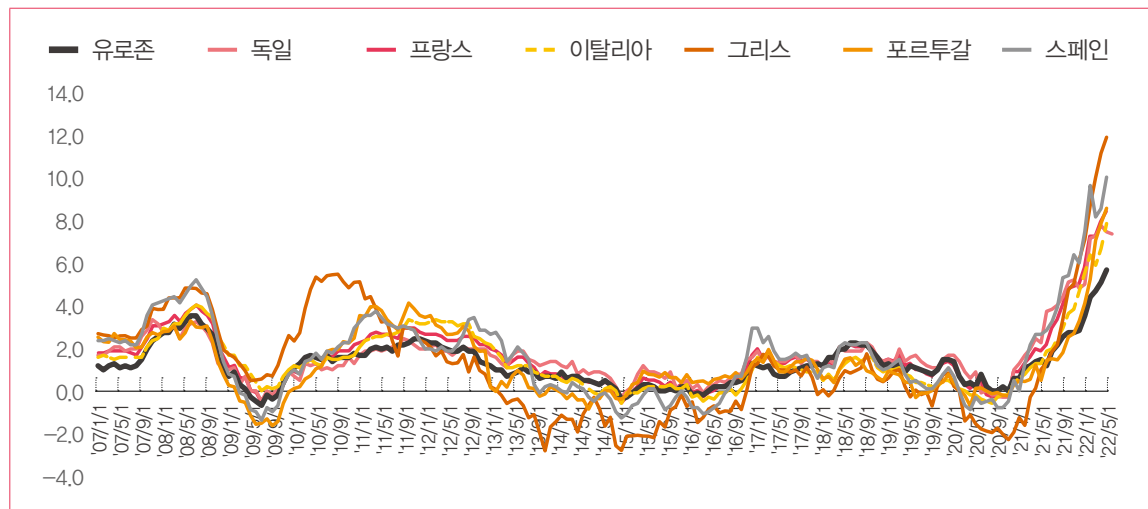
* ESTR: Euro Short-Term Rate

* 자료: Bloomberg

… [결과] 깜짝 인상에도 경기 침체 우려 심화로 시장금리는 오히려 하락

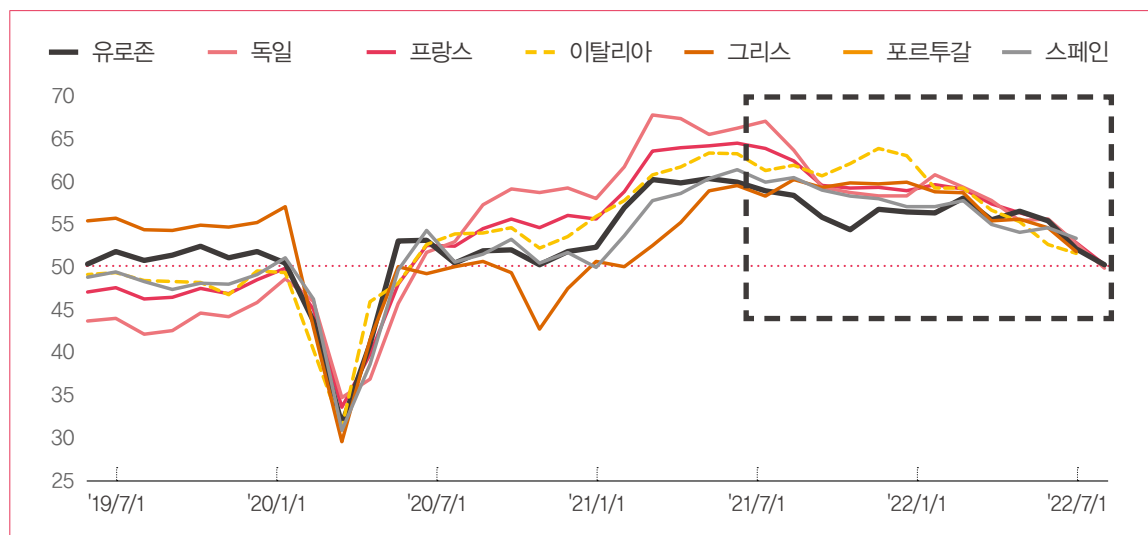
… [전망] 인플레이션 고려 시 ECB의 기준금리 추가 인상은 불가피할 듯. 다만 하반기 유로존 경기 침체와 국가 간 차이 심화 가능성 등을 고려 시 점진적 인상은 가능하나 인상폭은 제한적일 것으로 예상(연말 기준금리 1~1.25% 수준 예상)

[도표 2] 유로존 주요국 물가 상승률 추이 (단위: %)



* 자료: Bloomberg

[도표 3] 유로존 주요국 제조업 PMI 추이 (단위: %)



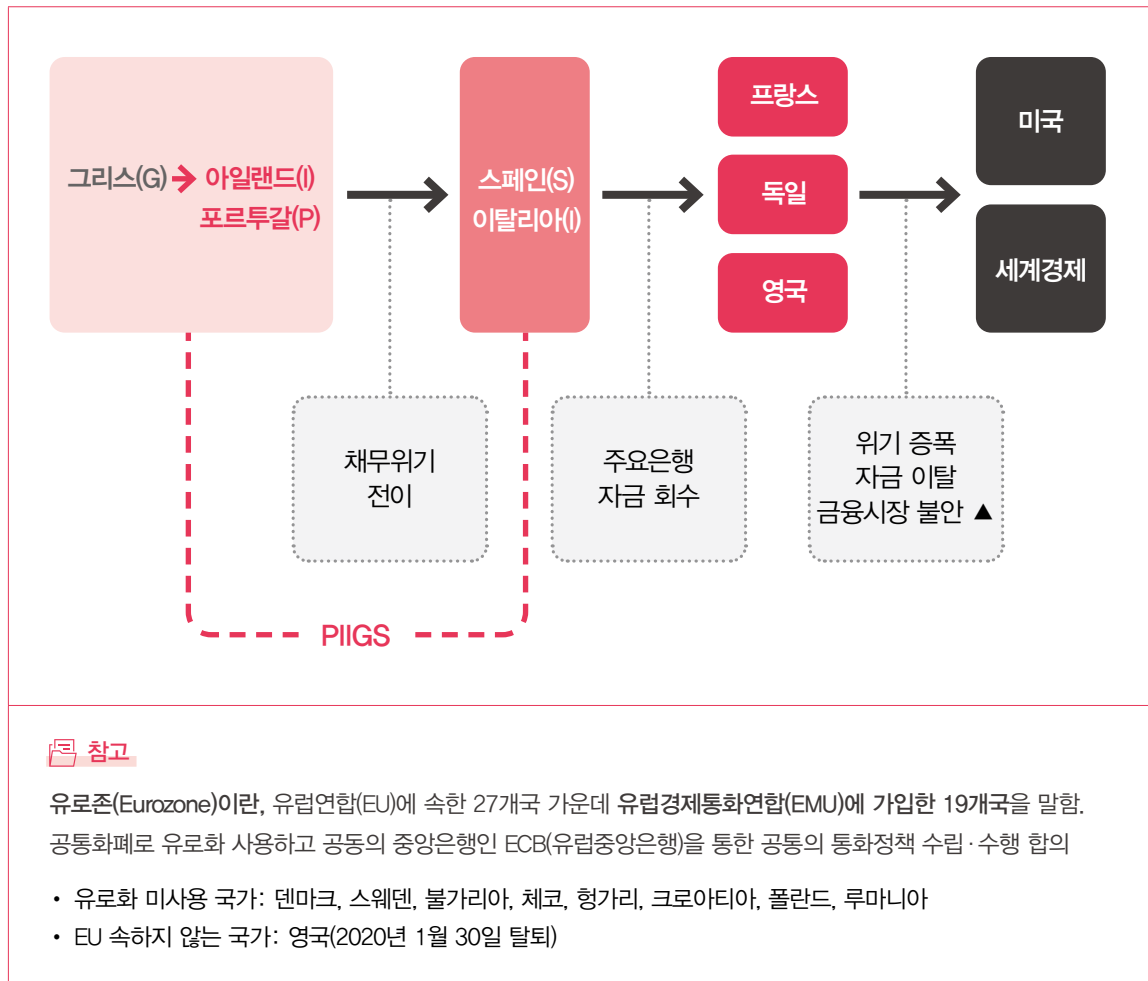
* 자료: Bloomberg

2. 유럽 경제를 걱정하는 근본적 이유: EU의 태생적 한계

① 유로존 국가 간 불균형 심화(산업구조 차별화)

- 2002년 유로화 도입 이후 경쟁력을 갖춘 독일·스웨덴 등 국가는 제조업 기반 성장으로 지속적으로 경상수지 흑자 창출 vs. 경쟁력이 떨어지는 남유럽 국가들(그리스·포르투갈·스페인 등)은 서비스업을 기반으로 하기 때문에 경상수지 적자 누적으로 재정부채가 확대됨. 즉, 유럽 경제 위기는 '독일' 등 유럽 중심부 국가(Core)와 '그리스·스페인·아일랜드·포르투갈' 등 유럽 주변부 국가(Periphery) 간의 '경상수지 격차 확대'에서 야기됨

[도표 4] 2012년 유로존 위기 전이 경로



② 통화정책 운용이 자유롭지 못함

- 통상 국가들은 자국의 상황에 따라 재정과 통화정책을 자유롭게 사용하여 경기 사이클 변동성을 축소시키 나 유로존의 경우는 국가마다 경기 사이클이 다름에도 불구하고 ECB는 다수의 국가를 고려하기 때문에 모든 국가에 적합한 정책을 시행하기는 불가능함

㉓ 개별 국가 간 재정관리 취약

- EU 집행부는 유로존 국가들의 재정건전성 확보를 위한 최소한의 장치로 '안정·성장 협약(Stability and Growth Pact, EU 회원국의 정부 재정적자 비율을 국내총생산(GDP)의 3%, 부채비율을 GDP의 60% 이내로 제한)'을 시행하고 있음. 하지만 강제성이 없으며, 재정준칙을 위반한 국가에 대한 제재도 명확하지 못해 도덕성 해이가 발생할 가능성이 존재함. 특히, 남유럽 국가들의 경우 약한 경기체력과 통화정책의 제약으로 재정 정책에 대한 의존도가 높아 GDP 대비 국가채무 비중이 높은 편임
 - 미국의 경우, 연방정부임에도 불구하고 통화동맹, 재정동맹, 은행동맹, 노동이동이 모두 가능하나 유로존의 경우는 통화동맹 이외에 재정동맹, 은행동맹, 노동이동이 불가능함

→ 위 이유로 글로벌 경기 위기가 발생하거나 ECB가 금리 인상을 할 때마다 유로존은 가계·기업보다도 남유럽 국가의 재정건전성 문제가 먼저 대두됨. 문제는 한 국가에서 문제가 생기면 유사한 상황의 다른 국가로 확산되기 때문에 유로존 내 재정위기가 발생할 가능성이 높다는 것임. 게다가, 역내 분열이 확대되고 EU의 지속가능성에 대한 신뢰 문제로 이어지고 있다는 점은 상황 해결에 더 걸림돌로 작용하고 있음

📖 참고

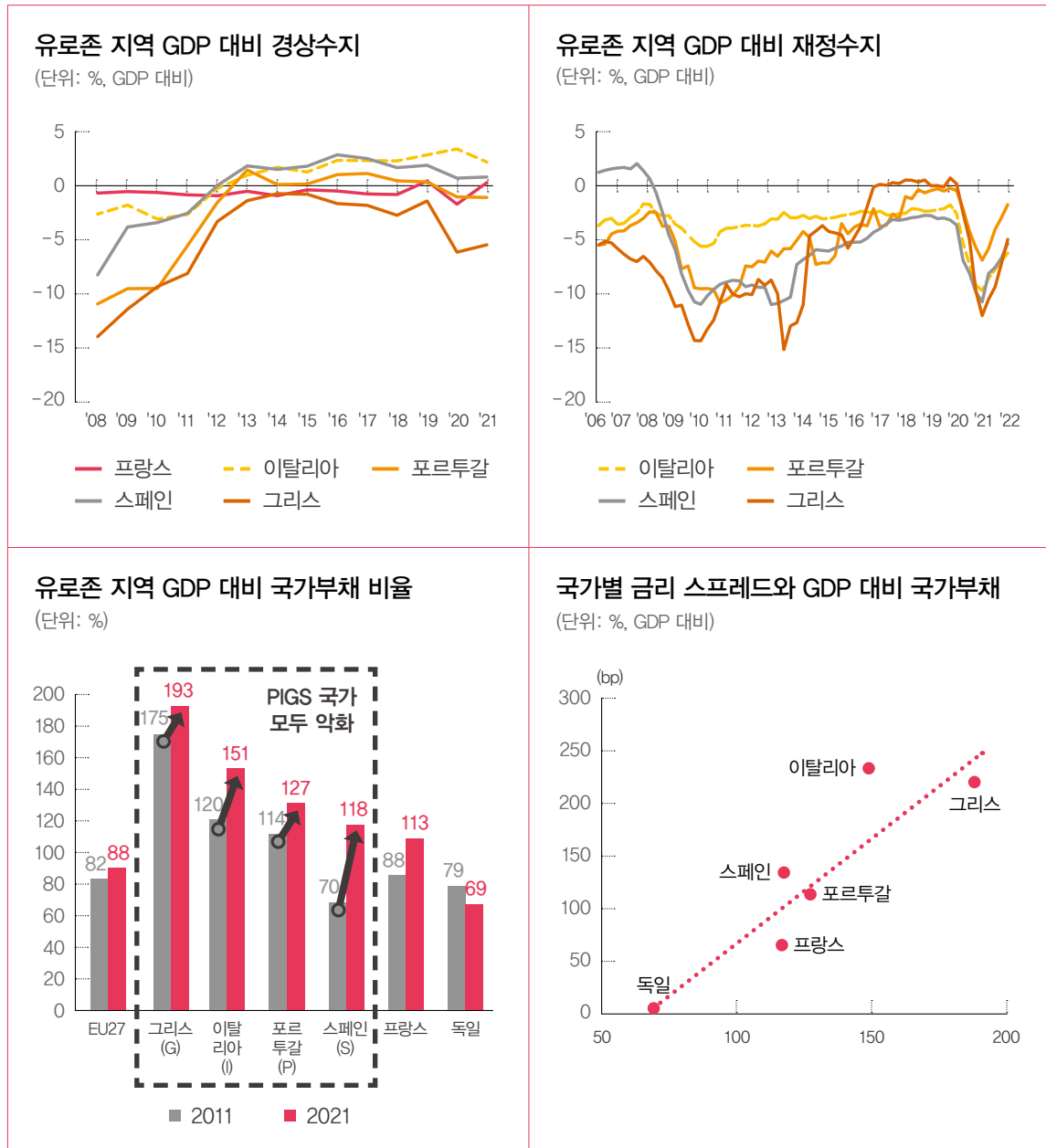
최근 이탈리아가 유로존의 뇌관인 이유. ECB 기준금리 인상과 유로존 경기가 위태로운 상황 아래, 이탈리아 국정 공백이 발생(드라기 총리가 7월 21일 사임하면서 마타렐라 대통령은 의회를 해산, 이탈리아 헌정 사상 최초로 올해 9월 25일 조기 총선이 치러질 예정)하면서 이탈리아 경제에 대한 우려가 더욱 커졌기 때문. 한편, IMF는 러시아가 유럽향 천연가스 공급을 중단할 경우 이탈리아와 일부 동유럽 국가(예: 헝가리)들의 2023년 GDP가 5% 감소 경고하고 있음

3. 유로존 경제 현황 및 전망

□ 유로존 경제 현황

- 2008년 글로벌 금융위기 이후 미국을 중심으로 세계경제는 회복을 보인 반면, 유로존 경기는 남유럽 재정 위기 여파로 1~3%대 성장률을 보이며 장기 불황이 지속됨
- 남유럽 국가는 경기 악화 상황에서, 북유럽 국가의 재정긴축 요구로 재정지출을 줄이면서 장기 침체가 지속됨. 특히 COVID-19 이후 남유럽 국가의 수입원인 관광산업이 타격을 받으면서 경기 모멘텀과 재정수지가 재차 악화되었음
 - 그리스 국가채무비율/GDP가 200% 수준까지 상승 (ECB의 고 채무 국가기준 90%)
- 그나마 2021년부터 유로존 경기가 점차 회복됨에 따라 재정수지 적자가 개선되고 국가채무비율도 조금씩 정상화되고 있음
- 하지만 우크라이나 사태 이후 느린 경기 회복세, 에너지 가격 상승에 따른 보조금 지급, 난민 유입 및 국방 지출 증가 등으로 국가부채는 다시 증가할 것으로 예상됨

[도표 5] 유로존 재정건전성 추이

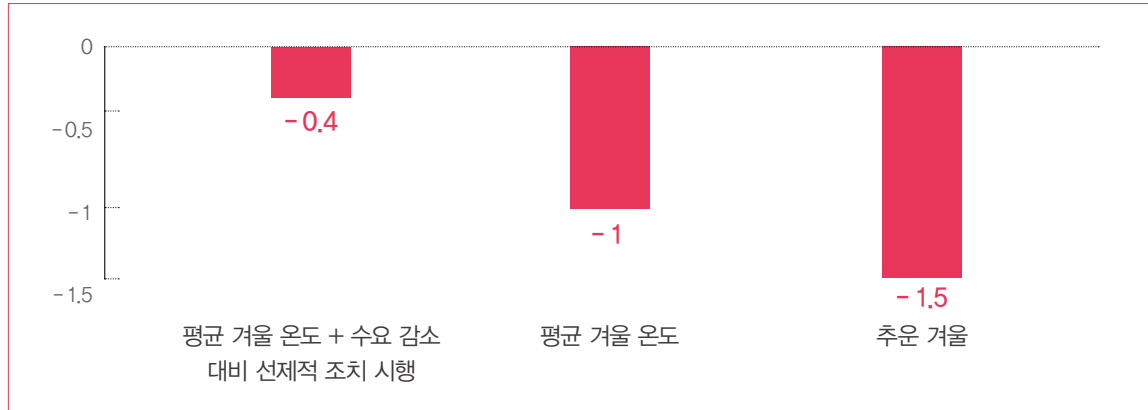


* 자료: Bloomberg

- 유로존 경기는 2023년까지 개선되기 어려울 전망: 하반기 이후 유로존의 거시 및 금융환경은 에너지 리스크는 지속되는 가운데 경기는 둔화되면서 재정수지가 다시 악화될 가능성이 높음
- 러시아의 에너지 무기화로 유로존의 에너지 다변화 필요. 이 과정에서 리스크와 비용 상승은 유로존 경기 모멘텀 지속적 둔화시킬 요인으로 작용할 것임
- 더불어 유로존 국가의 '부채'도 경기를 비관적으로 보는 이유임. 경기 침체의 강도는 경기 주체 또는 국가 부채와 연관성이 높음. 미국과 달리 유로존은 대규모 부양책 사용에도 불구하고 경기가 개선되지 못하면서 재정 건정성만 악화되었기 때문

→ 2012년 유로존 재정위기 당시와 유사

[도표 6] 성장률 경고: 러시아의 가스 공급 중단이 EU 경제성장률에 미치는 영향 (단위: %)



* 러시아 가스 공급 중단으로 유럽의 경제성장률(GDP)은 최대 1.5% 수준 감소 가능

* 자료: Bloomberg

- 다만, ECB의 5월 금융안정보고서에 따르면 유로권 국가들의 자금조달 여건은 아직 전반적으로 양호하여 우려될 상황은 아님. 국가별 GDP 대비 채무비율에 따른 금융스트레스 지수*(CISS: Composite Indicator of Systemic Stress)를 측정된 결과 아직은 금융불안 현상이 포착되고 있지 않기 때문임

* 금융스트레스 지수(CISS): 주식·채권·단기금융시장·금융산업·외환시장 등 5개 부문의 지수를 산출하고 Matrix-Weight 기법을 사용해 통합적인 금융시장의 시스템 리스크를 산출

- 또한, 유럽연합 집행위원회(EC)의 4월 재정안정보고서에 따르면 단기적으로는 그리스를 제외한 대부분 유로권 국가들의 재정 스트레스도 2008년 금융위기 대비 우호적으로 평가되었음. COVID-19 이후 광범위한 통화정책과 재정정책 시행으로 2021년 경기가 회복되면서 단기 재정 리스크는 줄었기 때문임. 또한 2011년 당시보다 ECB가 경기대응에 적극적이란 점도 그나마 긍정적인 면임. 다만, 중기적으로는 PIGS를 포함한 11개국의 재정건전성 리스크 우려에 대해서는 경고하고 있음
- 결론적으로 거시경제 및 금융환경 악화에도 불구하고 현재 유로 지역 내 금융 및 재정 환경과 양적 완화 이후 장기화된 국채 만기, ECB의 정책 다변화를 감안하면 유로존 재정 리스크가 단기 내 부각될 가능성은 적다고 판단됨



[도표 7] EU 국가별 재정 지속가능성 평가 (리스크 높은 순위: 그리스 → 이탈리아 순)

구분	단기 리스크	중기 리스크	중기 리스크			장기 리스크
			S1 ^(*1)	채무지속가능성	S2 ^(*2)	
벨기에	낮음	높음	높음	높음	높음	높음
불가리아	낮음	중간	낮음	중간	중간	중간
체코	낮음	낮음	낮음	낮음	낮음	낮음
덴마크	낮음	중간	중간	낮음	중간	중간
독일	낮음	낮음	낮음	낮음	낮음	낮음
에스토니아	낮음	낮음	낮음	낮음	중간	중간
아일랜드	낮음	낮음	높음	높음	높음	낮음
그리스(G)	높음	높음	높음	높음	중간	높음
스페인(S)	낮음	높음	높음	높음	낮음	중간
프랑스	낮음	높음	높음	높음	낮음	중간
크로아티아	낮음	높음	중간	높음	낮음	높음
이탈리아(I)	낮음	높음	높음	높음	중간	높음
사이프러스	낮음	중간	중간	중간	낮음	중간
라트비아	낮음	낮음	낮음	낮음	낮음	낮음
리투아니아	낮음	낮음	낮음	낮음	낮음	낮음
룩셈부르크	낮음	중간	중간	중간	높음	높음
헝가리	낮음	중간	중간	중간	높음	높음
몰타	낮음	높음	중간	높음	높음	높음
네덜란드	낮음	중간	중간	중간	중간	중간
오스트리아	낮음	중간	중간	낮음	중간	중간
폴란드	낮음	낮음	낮음	낮음	중간	중간
포르투갈(P)	낮음	높음	높음	높음	낮음	중간
루마니아	낮음	높음	높음	중간	중간	중간
슬로베니아	낮음	높음	높음	높음	높음	높음
슬로바키아	낮음	높음	높음	높음	높음	높음
핀란드	낮음	중간	중간	낮음	중간	중간
스웨덴	낮음	낮음	낮음	낮음	낮음	낮음

(*1) S1 = 정부부채/GDP, 60%로 끌어올리기 위해 필요한 재정 조정

(*2) S2 = 장기적으로 국가 부채를 안정화되기 위해 필요한 재정 조정 정도

* 붉은색은 PIGS, 노란색은 EC 중에 유로화 미사용 8개국, 주황색은 유로존 중 추가로 위험해 보이는 국가

* 자료: 유럽연합 집행위원회(EC)

4. 글로벌 및 한국 경제에 미치는 영향 점검

- EU 국가들의 부채 문제는 단기간에 해결되기 어려운 과제임. 따라서 그 이전까지는 투자지출 여력이 없기 때문에 장기간 저성장 지속은 불가피할 전망이다. 세계 경제의 한 축인 유로존의 경기 부진으로 당분간 달러화 강세 현상은 속도 조절 차원의 조정은 가능하나 추세적 전환은 어려울 것으로 판단됨
- 유로화는 유로존 제조업 경기가 양호하고 글로벌 경기가 동반 회복을 보이는 국면에서 강세를 보였음. 그러나 글로벌 경기 둔화가 심화되는 가운데 에너지 위기, 유로존 금융 불안 심화 등 유로존의 구조적 문제가 지속되고 있고, 경기 부진 심화로 ECB의 긴축 여력이 제한되면서 FED(연방준비제도)와의 통화정책 격차가 다시 확대될 가능성도 있어 유로화 강세 전환은 당분간 어려울 듯. 향후 글로벌 경기의 저점 통과, Fed의 긴축 속도 조절, 지정학적 리스크 완화 등의 시그널이 나와야 유로화가 강세로 전환될 것으로 판단됨
- 글로벌 측면에서 거대 내수시장인 EU의 성장세 둔화는 직·간접적(중국, 베트남 등으로의 IT 중간재 수출)으로 글로벌 경제에 부정적 영향을 끼칠 것으로 예상됨
 - 글로벌 GDP 비중(World Bank, 2020년 기준): 미국 23.6%, 중국 17.9%, EU(영국제외) 17.0%
- 또한 EU의 경기둔화 및 러시아-우크라이나 사태는 EU 내수 부진으로 이어지면서 우리나라 수출 제품의 판매 둔화, 공급망 차질(핵심부품 조달 차질) 등으로 우리나라 수출에 부정적 영향을 줄 가능성이 높음
 - (2021년 기준) EU의 총 에너지 수입에서 러시아 및 우크라이나가 차지하는 비중은 26.3% 수준임
 - 우리나라 수출입의 對 EU 비중은 10~11% 수준으로, 2012년 당시 감안 시 유럽의 상황이 지속된다면 우리나라의 對 EU 수출이 크게 감소할 가능성이 높음. 특히 우리나라의 對 EU 수출은 최종재 비중이 상대적으로 높아서 EU의 내수경기에 민감한 구조임
 - 우리나라의 對 EU: (수출 비중) 2010년 11.5% → 2021년 10.8%,
(수입 비중) 2010년 9.1% → 2021년 11.7%
 - 우리나라 최종재 수출 비중: 총수출의 27% 수준 - (미국향) 41.9%, (EU향) 40.2%, (중국향) 19.3%

[도표 8] 주요 지역 가공단계별 수출 비중

가공단계	총수출	EU	미국	중국
원자재	6.6%	1.5%	5.2%	4.8%
중간재	66.5%	58.3%	52.9%	75.9%
최종재	26.9%	40.2%	41.9%	19.3%

* UN BEC 기준

* 자료: 관세청(2021년 기준)

- 수입 측면: EU산 고품질 반도체 제조 장비, 자동차·선박 부품은 대체 어려움

→ 우리나라 일부 산업(자동차, 선박 및 기계류 최종재) 생산 차질 우려 존재

[도표 9] 주요 EU산 수입(중간재 및 자본재)

구분	업체	제품 특징
반도체 장비	ASML(네덜란드)	반도체 제조용 첨단 장비 (EUV(극자외선) 노광 장비, 증착 장비 등)
자동차	Bosch(독일), Continental(독일)	엔진, 트랜스미션, 전장 부품 등
선박	Wartsila(핀란드), MAN(독일)	선박엔진, LNG선 부품

- 이에 우리나라는 유럽산 첨단 장비 및 부품과 유사한 수준의 기술 개발에 힘써야 하며, 달러화 강세의 장기화에 대한 대비가 필요할 것으로 판단됨. 위험자산으로 분류되는 원화에 대해 유럽 자금을 비롯한 글로벌 자금 유출에 대비해 외화 유동성에 대해서도 주시할 필요가 있음. 다만 과거와 같은 급격한 자금 유출은 없을 것으로 예상됨

삼일PwC경영연구원

이은영 Director

eunyoung.lee@pwc.com

+82-2-709-0824

오선주 Senior Manager

sunjoo.oh@pwc.com

+82-2-3781-9344

강서은 Manager

seo Eun.kang@pwc.com

+82-2-3781-9137

최형원 Associate

hyungwon.choi@pwc.com

+82-2-3781-9638

www.samil.com

S/N: 2208W-RP-027

© 2022 Samil PricewaterhouseCoopers. All rights reserved. "PricewaterhouseCoopers" refers to Samil PricewaterhouseCoopers or, as the context requires, the PricewaterhouseCoopers global network or other member firms of the network, each of which is a separate and independent legal entity.