

국가 신용 위험의 발생으로 인해 금융 안정성 후퇴

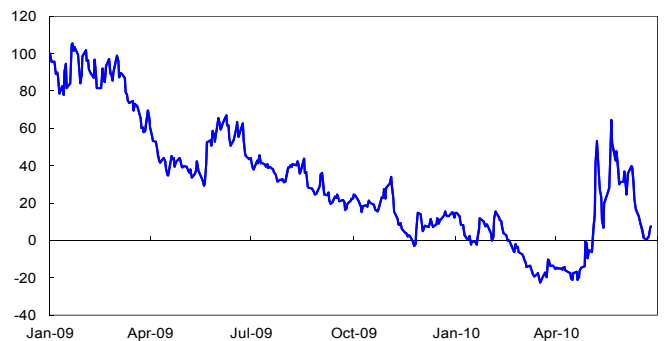
경제 상황이 전반적으로 개선되고 있고 *Lehman Brothers* 의 파산 이후 경기가 장기간 동안 회복되고 있음에도 불구하고 최근에 세계 금융 안정성이 후퇴했다. 일부 유로 지역에서 국가 신용 위험이 발생하여 그 지역의 금융부문에 파급되었고, 다른 지역에도 영향을 미칠 위험이 증가하면서 경제의 악순환이 재발할 우려가 발생했다. 따라서 금융 시스템에 대한 신뢰를 강화하고 경제 회복을 지속시키기 위한 국가 및 초국가적인 정책 대응에 추가하여 단호한 후속 조치를 취해야 한다.

세계 경제는 계속 회복 추세를 유지하고 있으나, 진전을 보이고 있던 금융 안정성이 지난 4 월 말과 5 월 초에 후퇴했다. 국가와 은행 시스템 사이의 파급효과로 인해 시장 및 유동성 위험이 증가했다. 은행들은 단기 대출을 제외하고 다시 상호 대출을 꺼리게 되었다(특히 정책적인 문제가 있다고 생각되는 유로 지역 국가들의 은행에 대해). 또한 금융 자산의 가격 변동성이 증가했고 투자자들의 위험 자산 선호도가 감소했다. 이러한 금융 위험으로 인해 경제의 악순환이 재발할 가능성이 증가했으나, 지금까지 이에 대한 증거는 미약하다.

그 후로 지난 1 개월 여 동안 시장에 대한 가장 심한 압박은 완화되었으나, 시장의 신뢰는 여전히 취약한 상태이다. 미국 재무부 채권, 독일 국채 및 금과 같은 전통적인 안전자산의 가치가 상승했다. 성숙 및 신흥 시장의 주식 가격 같은 비교적 위험성이 높은 자산들은 금년 초에 얻은 이익을 대부분 상실했으며, 최근에 단지

일시적으로 회복되었다. 1 차 상품의 가격은 작년 가을 수준으로 하락했다. 그리고 변동성은 최근에 다소 하락했으나, 금융 안정성이 후퇴하기 전보다 높은 상태를 유지했다(그림 1).

Figure 1. Composite Volatility Index
(1/1/2009 = 100)



Source: IMF staff estimates.

Note: The index was constructed utilizing implied volatilities derived from options on various stock market indices, interest rates, and exchange rates.

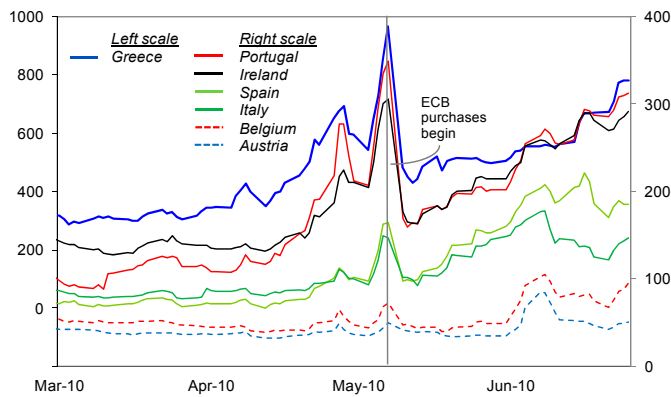
국가 신용 위험 증가

시장의 동력은 일부 국가 부채 시장이 지속적으로 강한 압력을 받을 때 발생한다(그림 2). 이러한 압력은

부분적으로 유로 지역의 국가 신용 위험에 대한 지속적인 재평가를 초래한다. 유로의 사용으로 인해 역내 환율 위험이 사라지고 유로 회원국 사이에 재정 및 거시경제적 융합에 대한 기대가 형성되었다. 이러한 현상은 최근까지 지역 국채 스프레드가 상당히 감소한 것에 반영되어 있다.

투자자들은 그리스에 재정적 문제가 발생한 후에 이 지역 전체에 대해 이러한 위험을 재평가 하고 있다. 이것은 정책입안자들이 계속 신뢰성있는 재정 건전성 계획을 추진하고 유로 지역의 경제적 지배구조를 강화해야 한다는 것을 의미한다.

Figure 2. Selected Euro Area Sovereign Spreads
(In basis points)



Source: Bloomberg.

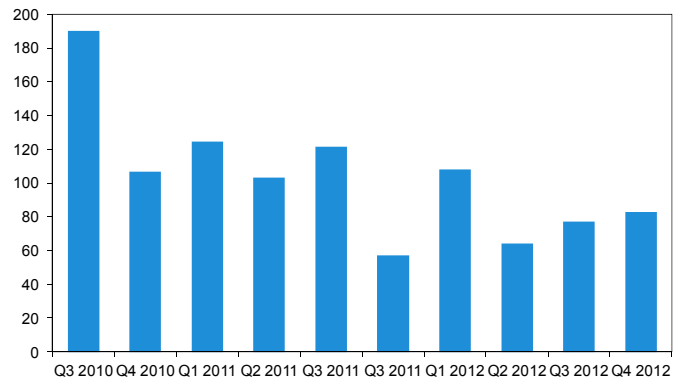
유럽재정안전기구(European Financial Stability Facility)의 발표와

유럽중앙은행(European Central Bank, ECB)의 증권 매입 프로그램은 유로 지역 채권 시장에 더욱 심각한 압력이 발생하는 것을 완화하는 데 도움이 되었다. 5월 초에 증권 매입 프로그램이 발표된 이후, 그리스, 포르투갈, 아일랜드의 부채에 대한 독일 국채의 스프레드가 감소했다. 그러나 최근에는 이러한 효과가 상실됨에 따라 이

부채에 대한 시장 유동성이 악화되었다.¹ 이와는 대조적으로, 스페인과 이태리 채권에 대한 스프레드는 계속 증가하여 현재 금년 초보다 차이가 더 벌어졌다. 또한 최근에는 안전 자산에 대한 자금의 유입으로 이득을 얻은 독일과 벨기에, 오스트리아, 프랑스 사이에 국가 신용에 대한 차별화가 발생했다.

부분적으로, 공채시장이 압력을 받는다는 것은 대출 연장이 필요하다는 것을 의미한다. 이러한 유로 지역 국가들은 현재 독일 국채에 대한 스프레드가 상당히 높으므로 금년 3 분기와 4 분기에 만기가 되는 부채에 대해 약 3,000 억 유로를 다시 대출 받아야 한다. 이를 위해서는 3 분기와 4 분기에 만기가 되는 총 약 4 조 달러의 대규모 대출에 대해 기간을 연장해야 하는 미국, 영국, 일본 및 기타 유로 지역 국가들과 경쟁해야 한다.

Figure 3. Selected Euro Area Sovereign Bond Rollovers, Q3 2010-Q4 2012
(In billions of euros)



Source: Bloomberg.

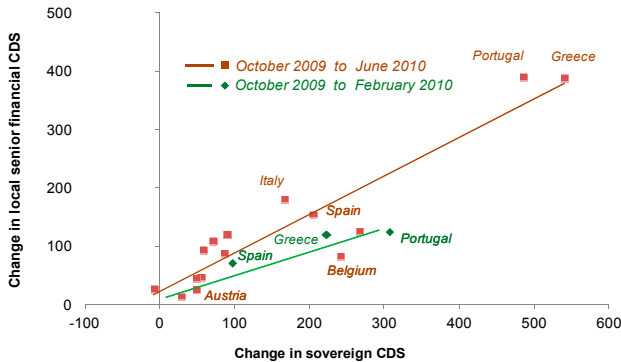
Note: Includes principal and interest payments on both short-term bills and longer-term bonds for Greece, Ireland, Italy, Portugal, and Spain.

¹ ECB는 지금까지 유통시장에서 약 590 억 유로의 순정부부채를 매입했다.

은행에 대한 파급 효과

국가 부채의 증가로 인해 금융 안정성이 상당한 영향을 받았다는 것은 유럽 은행들이 이미 국가 부채에 노출되어 있다는 것을 나타낸다. 2010년 4월의 세계 금융 안정성 보고서(GFSR)에서 예측한 이후, 유럽 은행의 신용부도스왑(CDS) 스프레드와 국가 CDS 스프레드의 동행성이 증가했다(그림 4). 이것은 은행들이 상당히 많은 국가 부채를 보유하고 있다는 것 이외에도, 국가와 금융부문 사이에 악순환이 발생할 위험이 증가하고, 부실한 은행들을 지원해야 하는 경우 정부의 재정 상태가 악화될 가능성이 있다는 것을 나타낸다.

Figure 4. Sovereign Risk Spilling over to Local Financial Credit Default Swap Spreads
(In percent)

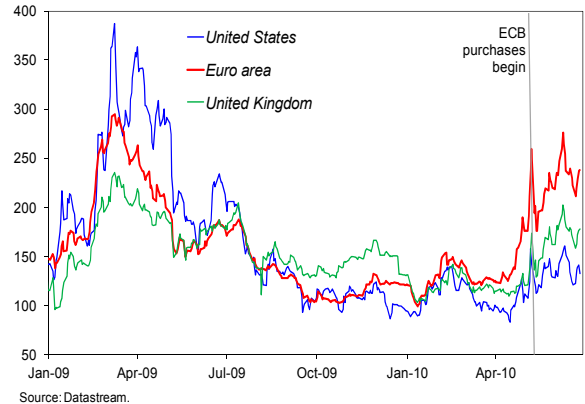


Sources: Bloomberg; Datastream; and IMF staff estimates.

일부 은행들의 건전성에 대한 불확실성이 높아짐에 따라, 영국, 미국 및 유로 지역의 평균 은행 CDS 스프레드가 증가했다(그림 5). 은행에 대한 압력이 악화된 것은 부분적으로 은행들이 지난 3년간 재무상태의 개선을 완료하지 못하여(유로 지역의 개선 과정이 영국과 미국에 비해 지연되었음) 최소한 몇 종류의 은행들에게 취약성, 과잉능력, 수익성 불량 등의

문제점들이 남아있었기 때문이다. 또한 도입할 은행 규제 또는 과세의 종류에 대한 상세한 정보가 부족한 것도 투자자들의 불확실성을 증가시켰다.

Figure 5. Bank Credit Default Swap Spreads
(In basis points)

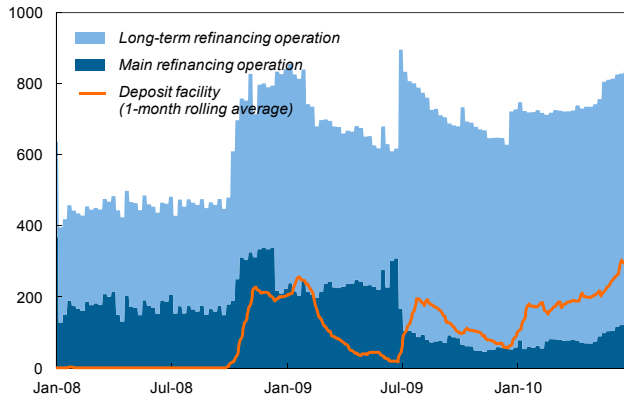


국제적 은행의 노출은 국가 신용 위험을 은행에 파급시키고 역내 및 역외의 다른 은행 시스템으로 파급시키는 수단을 제공했다. 호황 시에는 이러한 관계가 다각화라는 이점을 제공하지만, 위기 상황에서는 위험을 확산시키는 통로가 될 수 있다.

정책적인 문제가 있는 국가들의 국가부채에 노출된 은행에 대한 불확실성은 은행 간 자금 조달을 상당히 압박했다. 거래 상대방에 대한 우려가 증가하면서 장기 LIBOR 초단기 지수 스왑(OIS)의 스프레드가 다시 증가했다. ECB와 미국 연방준비은행은 이러한 자금 조달에 대한 압력을 완화하기 위해서 유동성 운영에 약간의 유연성을 다시 도입했다. ECB는 그리스 국가 부채에 대해 담보 요건을 일시 중지시켰고, 몇 가지 장기적인 유동성 운영 정책들을 재가동했으며, 연방준비은행은 외환 스왑 라인을 부활시켰다. 이러한 은행

간 시장의 기능을 개선하기 위한 노력에도 불구하고, 유로 지역의 은행들은 여전히 유동성을 비축하고 있고 그러한 자금들을 ECB의 예금계좌에 예치했다(그림 6).²

Figure 6. ECB Liquidity Operations
(In billions of euros)



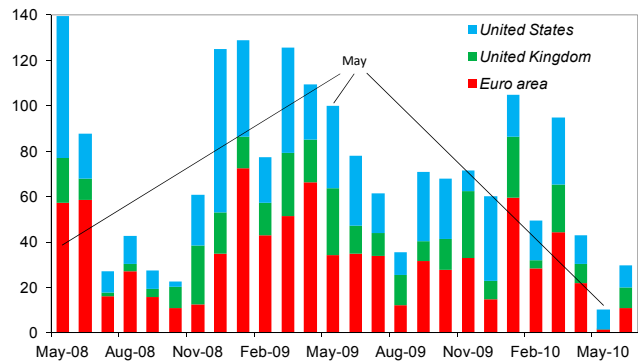
Source: Bloomberg.

은행 간 시장 내에서는 단기 달러 자금에 대한 수요가 많았다. 예를 들면, 미국의 머니마켓 자금은 유럽 금융기관에 대한 노출이 계속 감소되고 있으며, 이로 인해 유럽 금융기관들에 대한 달러 자금원이 축소되었다. 시장을 활성화하기 위해 부활시킨 중앙은행의 외환 스왑 라인은 신뢰성을 뒷받침하는 데 도움이 되었으나, 거의 사용되지 않았다.

또한 은행들은 만기가 도래하는 채권들로 인해 상당한 자금 압박을 받게 되었다. 2010년 4월의 GFSR에서 강조했던 것처럼, 은행들은 향후 수년간 채권 만기의 벽에 부딪칠 것이고(특히 유로 지역에서), 최근의

² ECB에 대한 예금의 증가 중 일부는 1년 장기 채대출이 6월 30일에 만료될 것을 예상하여 발생했고, 그 이후에 예금 보유가 다소 감소했다.

Figure 7. Financial Bond Issuance
(In billions of U.S. dollars)



Source: Dealogic.

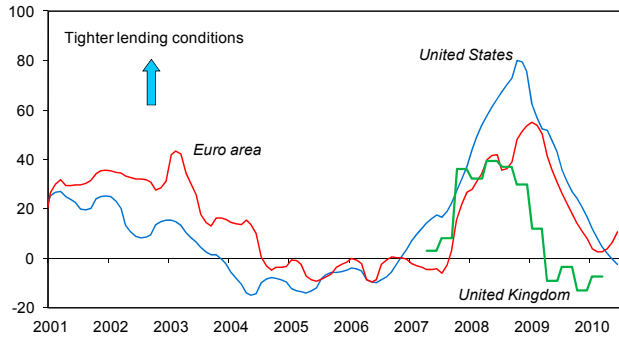
혼란으로 인해 금융기관의 채권 발행을 위한 시장이 최소한 일시적으로 위축되었다(그림 7).

회복에 대한 위협

지금까지 과급된 국가 신용 위험은 주로 금융과 관련된 성격이었으나, 그 결과 경제가 악순환할 가능성이 증가했다. 2010년 7월의 세계 경제 전망 업데이트(World Economic Outlook Update)에서 언급했듯이, 경제 회복에 대한 하방 위험이 급격히 증가했다. 은행의 자금 압박은 지속적인 부채 축소 과정을 가속화할 수도 있다. 유로 지역에서 실제 은행 대출의 증가가 연도별 이자율에 의해 간신히 긍정적인 효과를 얻어 안정된 후에 다시 위축될 것인지를 예측하기에는 너무 이르다. 초기의 징후에 의하면 유로 지역의 은행 대출 기준은 하락세에서 다소 역전되어 다시 엄격해지고 있는 것으로 나타났다(그림 8).

Figure 8. Lending Conditions

(Net percentage of domestic respondents tightening standards for loans)



Sources: Lending surveys by the Bank of England, European Central Bank, and the U.S. Federal Reserve for households and corporates; and IMF staff estimates.

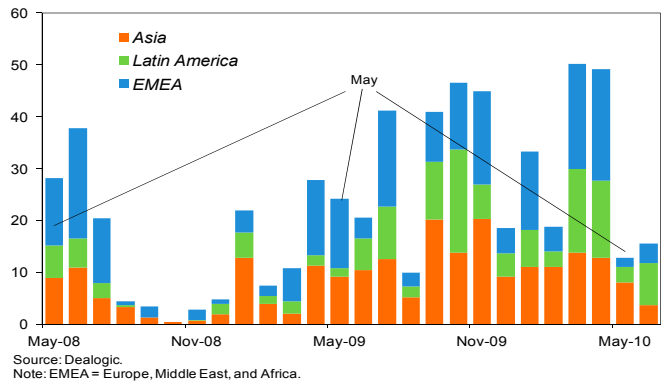
은행 대출에 불리한 영향을 미칠 가능성에 추가하여, 최근의 시장 혼란과 신용 스프레드의 증가는 5월에 비금융 회사채 발행의 붕괴를 초래했다. 최근 6월의 반등에도 불구하고, 유럽 회사들의 회사채 발행은 특히 활기가 없어, Lehman 파산 당시의 기간보다도 저조했다. 이처럼 자금 조달이 힘든 상황이 계속되면 기업에 대한 신용 제공에 상당한 영향을 미칠 수 있다.

특별 정책에 대한 출구 전략을 지연시키는 일부 국가들

경제에 하방 위험이 발생할 가능성과 은행 간 시장 및 국가 부채 시장에 대한 압력으로 인해 몇 달 전에 시작된 특별한 재정, 통화 및 금융 정책에 대한 출구 전략이 복잡해지고 있다. 주요 중앙은행들(특히 ECB)은 현재의 시장 상황으로 인해 매우 수용적인 통화정책을 “장기간” 동안 연장해야 할 것으로 예상하고 있다. 실제로, ECB는 유동성 공급을 위한 몇 가지 특별한 조치를 부활시켰을 뿐만 아니라, 국가 부채를 매입하는 프로그램을 발표했다.

신흥 시장의 금융 상황 경색

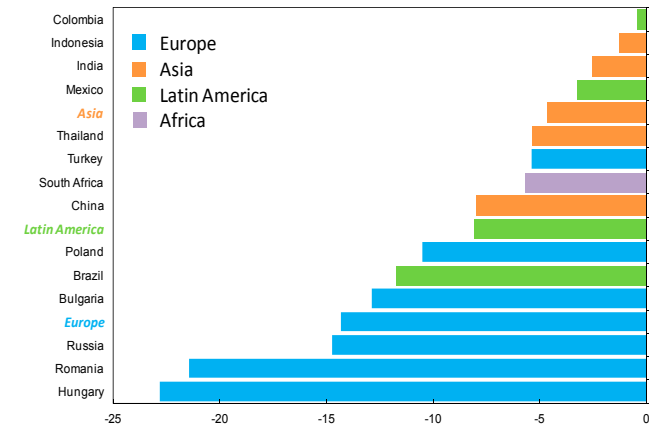
신흥시장은 유로 지역에서 고조되고 있는 위험으로 인해 위험 자산 선호도가 광범위하게 감소하여 불리한 영향을 받고 있으며, 금융 상황이 압박을 받고 있다. 신흥시장에 대한 투자 자산의 유입은 2009년 3월과 2010년 4월 사이의 거의 일년 동안 상당히 증가한 후에 이러한 추세가 부분적으로 역전되었고, 평가된 자산 가격이 하락했다. 또한 신흥시장의 국가부채, 회사채, 주식의 발행은 5월에도 정체되었으나, 다른 지역보다 영향을 적게 받은 일부 지역에서는 이것이 대부분 일시적인 현상일 수도 있다(그림 9). 예를 들면, 아시아 지역에서는 부채 발행이 크게 감소하지 않았다.

Figure 9. Emerging Market External Bond and Equity Issuance
(In billions of U.S. dollars)Source: Dealogic.
Note: EMEA = Europe, Middle East, and Africa.

유럽의 성숙시장에서 발생한 과급효과가 유럽의 신흥시장에 가장 많은 영향을 미치고 있다는 것은 이 시장이 직접적인 연관성이 가장 많다는 것을 감안할 때 결코 놀라운 일이 아니다. 루마니아와 헝가리, 그리고 유럽 신흥시장 전체의 주식 시장이 다른 신흥 시장 국가 및 지역에 비해 가장 심한 타격을 받았다(그림 10). 유럽 성숙시장의 은행들이 유럽 신흥시장에 가장

많이 노출되었다. 이러한 노출은 유럽의 은행들이 자금 압박을 받아 국제적인 신용의 흐름을 중지시키는 경우 일부 신흥시장이 새로운 신용 압박을 받을 수도 있다는 것을 나타낸다.

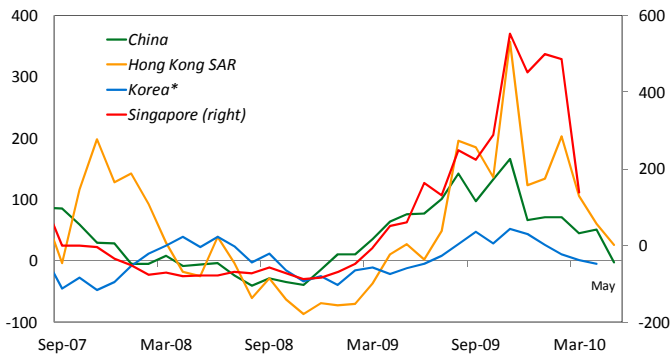
Figure 10. Emerging Economies: Stock Price Performance, April Peak - June 28, 2010
(In percent)



Source: Bloomberg.

아시아 부동산 시장에 대한 초기의 우려는 건전성에 대한 조치가 효력을 발휘함으로써 불식되고 있다. 부동산 거래 가격의 증가는 완화되었고 신규 은행 대출에서 부동산 대출이 차지하는 비율도 감소했으나(그림 11), 향후의 진전사항을 예의 주시해야 한다.

Figure 11. Growth of Real Estate Market Transaction Values
(Percent, year-on-year)



Source: National authorities; CEIC; IMF staff estimates.
*Data for Korea represent units of transactions.

환율 위험 상승

유로화의 평가절하는 국가부채 및 은행 위험이 높은 유로 지역의 성장에 대한 불리한 영향을 부분적으로 상쇄하는 이점이 있다. 그러나 국가 신용, 금융부문, 거시경제적 위험이 합쳐져서 환율이 무질서하게 조정될 가능성이 증가했다. 유로화는 상당한 절하 압력을 받았으나, 현재는 중기 기본적 분석이 제시하는 적절한 다변적 수준에 접근하고 있다. 이와 동시에, 시장 변동성도 증가했다.

정책적 우선과제

시장의 신뢰를 회복하고 금융시장을 계속 안정시키기 위해서는 몇 가지 분야에 대한 정책을 실행해야 한다.

우선, 근원적인 문제(국가부채 위험)를 해결해야 한다. 이것은 특히 심한 시장의 압력을 받고 있는 유로 지역 국가들에게 해당된다. 이러한 국가들은 재정적자에 대해 신뢰할만한 진전을 달성해야 하고, 이와 동시에 공공부채 관리 전략을 개선해야 한다. 이러한 국가들은 자금 조달에 대한 압력을 받고 있기 때문에 이미 재정 건전화를 즉시 착수했어야 하고, 이 방향으로 이미 상당한 진전을 달성했어야 한다. 일반적으로, 재정 조정은 중기 재정 건전화 계획의 일부로 포함되어야 한다. 이 계획은 재정 조정을 초기에 집중적으로 추진하는 것과 관련된 시장의 부작용을 피하기 위해 신뢰성이 있어야 한다. 시장 참여자들은 재정 건전화 계획의 발표를 필요조건이라고 생각하지만, 정부가 인플레이션이 없는 환경에서 충분한 명목성장을 달성하는 데 어려움이 있다는

것을 우려하기 때문에 부채 지속 가능성을 달성하기 위한 충분조건이라고는 생각하지 않는다. 따라서 신뢰성있는 재정 건전화 계획을 발표하는 것과 잠재적 성장을 지원하는 것을 목표로 하는 구조적 조치를 혼합해야 한다. 다수의 유로 지역 국가들은 이미 이러한 방향으로 재정 건전화를 추진할 것을 논의하고 있다.

재정적인 측면에서 이미 착수한 강력한 방안에 추가하여 다음과 같은 조치를 취하면 시장의 신뢰를 얻는 데 많은 도움이 될 것이다.

- ▶ 4,400억 유로를 보유하고 있는 유럽재정안전기구(European Financial Stability Facility)를 완전히 운영하여, 어려운 과정을 통해서 설립한 기구의 목적을 달성한다.
- ▶ 채권 유통시장을 위해서 ECB의 유동성을 계속 지원한다. 시장은 아직 시장 기능이 더욱 악화되는 것을 방지하기 위해 필요한 경우 채권 매입 규모를 확대하겠다는 중앙은행의 약속을 확신하지 않고 있다.
- ▶ 유럽 은행들에 대해 투명하고 신뢰성있는 스트레스 테스트를 실시한다. 현재의 주요 문제는 국가부채를 포함하는 개별 은행의 노출에 대한 불확실성이므로, 유럽 은행들의 노출에 대한 공개를 개선해야 한다. 유럽은행감독위원회(Committee of European Banking Supervisors)가 지속적인 스트레스 테스트의 결과를 발표하고 더 많은 은행들에 대해

스트레스 테스트를 확대 실시하는 것은 매우 중요한 조치이다. 동시에, 스트레스 테스트 결과를 국가적 차원에서 은행별로 공개하는 것은 자본이 부족한 금융기관을 처리하는 방법이 명시된 계획에 의해 보완되어야 한다. 일반적으로, 은행 보고서와 공개 기준을 개선해야 한다(특히 공개적으로 거래를 하지 않고 분기 보고서를 제출하지 않는 은행에 대해).

- ▶ 신뢰성있는 해결책을 강구하여 취약한 은행들을 처리한다. 이러한 은행들은 현재 자금 조달 시장이 받고 있는 압박을 악화시키므로, 금융기관들에 대한 문제 해결, 구조조정 또는 자본 재구성을 위한 종합적인 메커니즘이 필요하다. 이러한 목적으로, 기존 또는 신규의 공개적인 메커니즘을 국가적 차원에서 지체없이 실행해야 한다. 필요한 경우, 초국가적인 정책적 조치를 취하여 은행 문제를 해결해야 한다.

시장의 신뢰를 뒷받침하고, 국가부채와 은행 시스템의 건전성에 대한 우려를 불식하고, 유로 지역의 경제 회복을 지원하기 위해 위와 같은 정책적 조치를 적극적으로 추진해야 한다.

또한 정책입안자들이 정책적인 실수를 하지 않는 것도 이에 못지않게 중요하다. 특정한 시장의 거래를 중단시키기 위한 공조되지 않은 일회성 조치는 단지 위험을 다른 시장 또는 관할구역으로 이동시킬 뿐이고,

다음에 취할 조치에 대한 불확실성이 증가한다.

다른 다수의 선진국들은 중기적인 재정 건전화를 지원할 것을 강조해야 한다. 2010년 7월의 세계 경제 전망 업데이트에서 설명한 것처럼, 중장기적으로 재정적자를 해소하기 위한 신뢰성있는 전략을 채택하는 것이 가장 중요하다. 또한 이러한 국가들은 재정 건전화에 대한 압력을 완화하고 연령과 관련된 복지 비용을 지출할 수 있도록 경제 성장의 잠재력을 높이기 위해 구조적 정책을 동시에 제시해야 한다. 이와 유사하게, 중앙은행이 제공하는 경기 방어 조치(양적 완화 또는 신용 및 채권 시장에 대한 명확한 지원)는 계속 필요하다.

자본 유입이 감소하면 신흥시장 국가들은 유로 지역의 불안정성으로 인해 투자자들이 전면적으로 외국시장에서 철수하거나, 또는 투자자들이 변동성이 심한 선진국 시장에 대한 대안을 찾으면서 자본의 유입이 재개될 것인지에 대한 불확실성에 직면한다. 이러한 국가들에는 자본 유입이 증가하는 추세와 관련하여 변동성이 상승할 가능성이 발생한다. 따라서 자본 유입의 돌연한 중지 또는 신용 또는 자산 가격의 과도한 증가에 대한 취약성을 줄이기 위한 거시경제적 건전성 정책을 확대해야 한다. 또한 신흥시장 국가들은 타당한 거시경제적 정책과 적절하게 수립된 건전성 정책에 추가하여 금융 시스템을 발전시키기 위한 구조적 조치를 취하는 것이 중요하다. 금융 하부구조를 개선하면 변동이 심한 자본 유입에 대처하기 위한 탄력성을 제공할 수 있다.

세계 금융 시스템의 안전을 강화하기 위한 규제 개혁은 계속 신속하게 추진되어야 한다. 이러한 개혁의 기본사항들(자본의 양과 질, 유동성 증가)은 완결되어야 하고, 적절한 시행 일정을 수립해야 한다. 최종적으로 결정된 개혁과 관련된 현재 수준의 불확실성은 은행이 다양한 업무에 대해 사업상의 결정을 하는 것을 어렵게 만들고 은행의 대출 의욕을 감소시킨다. 따라서 세부 내용에 대한 명확성을 높이고 의도하는 규제 개혁의 시기를 정하는 것이 필요하다. 또한 실행 일정을 수립할 때는 추세 성장을 지원하고 안정성을 강화하기 위해 현재의 금융기관 건전성과 경제 회복의 상태를 고려해야 한다. 규제 개혁에 대한 중요한 보완사항은 엄격한 감독이다. 이것은 안정된 상태에서 적용되나, 관할구역들 사이에 새 규칙을 시행할 때 불일치가 있을 수도 있는 전환기 동안에 더욱 엄격하게 적용해야 한다. 엄격한 감독 원칙을 지키면 규제 차익의 위험을 억제하는 데 도움이 된다.

요약하면, 최근의 세계적인 안정성 회복은 유로 지역에서 발생한 국가 신용 위험과 은행 위험에 의해 위협을 받고 있으며, 이러한 위험에 각국이 협조하여 지속적으로 주의를 기울이지 않으면 다른 지역으로 파급될 수 있다. 유로 지역 정부 당국이 내린 중요하고 적절한 결정을 신속하게 실행하는 것이 금융시장을 안정시키는 핵심 요소가 될 것이다. 또한 금융기관들을 안정시키기 위해 신뢰성있고 신속한 추가 조치를 취해야 한다. 금융 안정성의 강화는 경제 회복을 추진하기 위해 매우 중요하다.