

유로존 위기 이후 유로존의 민간부채 변화 추이와 전망

- 강유덕 구미·유라시아실 유럽팀 연구위원
(ydkang@kiep.go.kr, Tel: 044-414-1123)
- 김준엽 구미·유라시아실 유럽팀 연구원
(junyupkim@kiep.go.kr, Tel: 044-414-1064)

차 례 ●●●

1. 논의 배경
2. 민간부채의 증가와 유로존 위기
3. 디레버리징의 추이 비교: 미국과 유로존
4. 향후 전망

부록: 국가별 가계부채의 변화추이 점검

주요 내용 ●●●

- ▶ 현재 유로존은 원만하나마 민간부채가 감소하는 가운데 내수부진이 계속되고 있으며 이를 대차대조표 불황 (Balance Sheet Recession)으로 평가하는 주장들이 제기되고 있는바, 그에 대한 점검이 필요한 상황임.
 - 과다차입을 통한 자산매입은 자산가격의 급락 시 대차대조표상의 불균형을 초래하여 이후 소비 및 투자 감소, 경기침체의 원인이 될 수 있는데, 현재 유로존 전반에 걸친 내수침체는 이와 유사한 상황임.
 - 글로벌 금융위기 이전까지 대부분의 유로존 회원국에서 민간부채가 증가하였으나, 위기 이후 부채의 증가폭이 컸던 국가들을 중심으로 가계부채가 감소하는 현상이 나타나고 있음.
- ▶ 유로화 도입을 전후하여 국제금리의 하락, 유로존 내 금융관련 규제의 정비는 해외차입에 용이한 여건을 형성 하였으며 이후 글로벌 금융위기 직전까지 민간부채가 크게 증가하였음.
 - 주택가격 등 자산가격의 상승은 가계부채 증가에 큰 영향을 끼쳤으며, 그리스, 스페인, 포르투갈, 아일랜드 등 가계부채가 증가한 국가에서는 경상수지가 지속적으로 악화되는 현상이 나타났음.
 - 가계부채 증가에 따른 경상수지 악화는 내수 활성화의 한 단면으로 이해될 수도 있으나, 국제금융환경이 급속히 악화할 시에는 대외위험에 취약한 한계에 직면하는데, 대표적인 사례가 2010~12년의 유로존 위기임.
- ▶ 유로존은 미국에 비해 금융위기 이후 민간부채의 디레버리징 정도가 작은 것이 특징이나, 같은 유로존 내에서도 스페인, 아일랜드 등 부동산 버블이 심했던 국가와 그렇지 않았던 국가간의 편차가 매우 큼.
 - 유로존의 민간부채의 디레버리징이 미국에 비해 작은 이유는 애초에 주택 등 자산 가격의 증가폭이 미국에 비해 작았던데 그 원인이 있으며, 유로존과 미국 간의 재정, 통화, 금융 정책의 차이에서 기인하는 바도 큼.
 - 다만 스페인, 아일랜드 등 디레버리징이 심한 국가들과 독일, 프랑스 등 다른 국가간의 편차가 매우 큰 바, 유로존을 하나의 단위로 분석할 경우 합계로 인한 분석상의 오류에 유의할 필요가 있음.
- ▶ 향후 유로존은 회원국별 상이한 경제여건 속에서 민간부채의 감소와 내수부진이 결합된 디플레이션이 계속될 가능성이 크며, ECB의 양적완화가 성공하기 위해서는 금융분절화 현상을 극복하는 것이 관건이 될 것임.
 - 회원국별로 경기침체의 원인과 정도가 상이했던 만큼, 향후 조정 및 회복과정도 상이할 것으로 예상되며, 이 과정에서 부채가 경제성장률에 미칠 수 있는 부정적인 영향에 대한 지속적인 관찰이 필요함.
 - ECB의 양적완화 조치가 소기의 성과를 보기 위해서는 취약국 경제 전반의 구조개혁 및 금융건전화 조치의 이행, 은행동맹의 진전 등을 통해 금융분절화를 극복하는 것이 필요함.

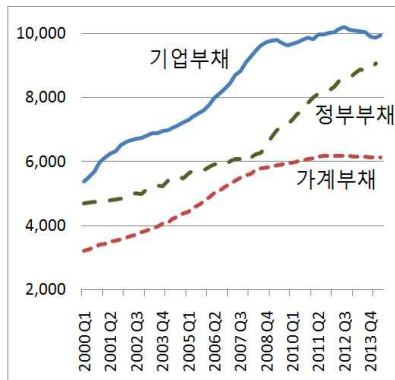
1. 논의 배경

■ 글로벌 금융위기와 유로존 위기를 거치면서 유로존의 민간부채는 증가추세를 멈추거나 전반적인 감소추세를 보이고 있음.

- 유로존의 민간부채는 2009년을 기점으로 증가세가 현저히 완화되었고 최근에는 기업부채와 가계부채가 모두 소폭 감소세를 기록하는 양상임(그림 1, 2).
- 정부부채의 경우 유로존 전반에 걸친 긴축정책으로 증가속도는 완화되고 있으나, 여전히 증가추세를 보임.
- 반면 기업부채는 글로벌 금융위기 이후 증가세가 멈춘 이래 최근에는 완만한 하락추세를 보이고 있으며 가계부채도 2010년 GDP 대비 64% 수준에서 최근에는 60% 수준으로 하락함.
- 가계부채의 경우 국가별로 상이한 상황이 전개되어 왔는데 독일은 장기적인 감소추세인 반면, 프랑스, 이탈리아의 경우는 증가하였고 스페인은 글로벌 금융위기 이후 가계부채가 현저히 감소하였음(그림 3).
- 독일의 가계부채(GDI 대비)는 장기적으로 완만하게 감소하다가 최근에는 감소세가 거의 멎은 상태인 반면, 프랑스의 가계부채는 지속적으로 증가하여 최근에는 독일의 수준을 상회함.
- 이탈리아의 가계부채는 프랑스의 경우와 마찬가지로 글로벌 금융위기 이후에도 완만한 증가세를 보였으나, 최근에는 소폭 하락하고 있음.
- 2000년대 중반 부동산 경기호황과 버블 속에서 스페인의 가계부채는 큰 폭으로 증가하였으나, 글로벌 금융위기 이후 감소추세를 보이고 있음.

그림 1. 유로존의 부채추이

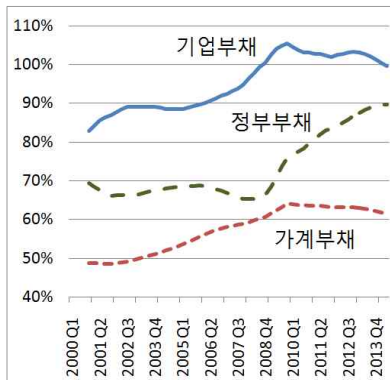
(단위: 10억 유로)



주: 기업부채는 비금융기관에 대한 대출을 의미.
자료: 국제결제은행(BIS: 기업부채 및 민간부채), 유럽중앙은행(ECB: 정부부채), Datastream.

그림 2. 유로존의 부채추이

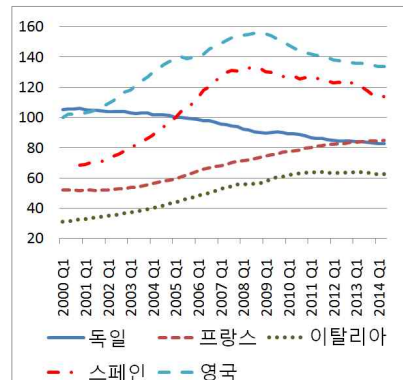
(단위: GDP 대비 %)



주: 4분기 이동평균.
자료: 국제결제은행(BIS: 기업부채 및 민간부채), 유럽중앙은행(ECB: 정부부채), 국제통화기금(IMF: 명목 GDP), Datastream.

그림 3. 가계부채 추이비교

(단위: GDI 대비 %)



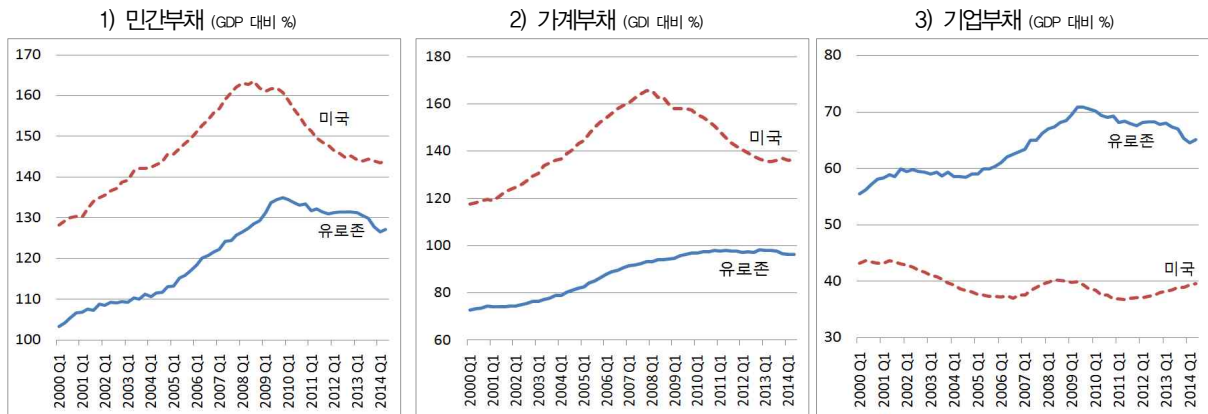
자료: 프랑스 중앙은행(Banque de France); Datastream.

■ 유로존의 민간부채 감소는 같은 기간 미국과 비교할 때 감소의 정도와 속도가 느린 것이 특징임.

- 미국의 민간부채는 2008년 초까지 큰 폭으로 증가하여 GDP 대비 164%(2008년 3/4분기)에 이르렀으나, 이후 빠르게 감소하면서 2013년에는 145% 미만으로 줄어들었는데 특히 가계부채의 감소가 두드러짐.

- 반면 유로존의 민간부채는 경제위기 이전 미국과 비슷한 추세로 증가하여 GDP 대비 135%(2009년 4/4분기)까지 증가하였으나, 이후 5년 동안 GDP 대비 8%포인트 정도만 감소하는데 그침(그림 4-1).
- o 가계부채의 경우 미국이 GDI 대비 30%포인트 가까운 감소를 보였는데 반해, 유로존의 감소폭은 2%포인트에 그침(그림 4-2).
- o 기업부채의 경우 미국의 부채수준보다 높으며 2009~14년 중 GDP 대비 5~6%포인트 정도의 기업부채가 감소하였음(그림 4-3).

그림 4. 유로존과 미국의 민간부채 추이비교 (GDP 또는 GDI 대비 %)



자료: 프랑스 중앙은행(Banque de France), Datastream.

■ 가계부채의 감소와 더불어 나타나는 경기침체에 대해서 대차대조표 불황(Balance Sheet Recession)으로 평가하는 주장들이 지속적으로 제기되고 있는바, 그에 대한 점검이 필요한 상황임.

- 글로벌 금융위기 이전 대부분의 유로존 회원국에서는 가계부채(GDP 대비)가 증가하였으나, 위기 이후 부채의 증가폭이 컸던 국가들을 중심으로 가계부채가 감소하는 현상이 나타난 바 있음.
- o 2001~07년의 기간 중 독일을 제외한 모든 유로존 회원국에서 가계부채는 급속도로 증가하였으며 EU 내 비유로존 국가들도 동일한 모습을 보임.
- o 2007~13년의 기간 중 스페인, 아일랜드의 가계부채는 감소하였으며, 상황이 다르기는 하나, 독일, 오스트리아의 가계부채도 감소하였음.¹⁾
- 유로존 경제의 소비 및 투자침체의 주원인으로 높은 민간부채(주로 가계부채)와 금융기관 부실화에 따른 대차대조표 불황(Balance Sheet Recession)이 지적되어 왔음.²⁾
- o [그림 5]에서 도식화된 바와 같이 과다차입을 통한 자산매입은 자산가격의 급락 시 대차대조표 상의 불균형을 초래하여 이후 소비와 투자 감소는 물론 기업 및 가계 파산에 따른 금융기관 부실화로 이어지면서 물가하락 및 경기침체로 귀결됨.

1) 자세한 데이터 및 논의는 2장 및 3장을 참조

2) Bornhorts, Fabian and Marta Ruiz Arranz(2013), "The Perils of private-sector deleveraging in the Eurozone," VOX (November 10); Cuerpo, Carlos and Inês Drumond, Julia Lendvai, Peter Pontuch and Rafal Raciborski(2013), "Indebtedness, Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment. European Economy," Economic Papers 477; Kraemer, Moritz and Stefan Best (2014), "The Long Haul: Eurozone Deleveraging Could Stunt Growth For Years," Standard&Poors Rating Services(June 10).

- 유로존 전체가 저성장의 악순환에 빠져있다고 단정하기는 어려우나, 유로존 전반에 걸친 내수침체와 디플레이션은 대차대조표 불황에 대한 우려를 불러일으킴.

그림 5. 부채부담으로 인한 저성장의 악순환



자료: 삼성증권 주식전망(2012. 8. 1), p. 10.

- 또한 여러 연구들은 현재 부채부담으로 인한 수요감소를 겪고 있지 않는 국가라도 민간부채가 과도할 경우 향후 성장률이 하락할 가능성이 있으며, 이를 EU 경제의 위험요인으로 지적함.³⁾

■ 이에 본고에서는 2008~09년의 글로벌 금융위기를 전후하여 유로존 민간부채의 변동 추이를 비교하고 그 배경을 분석함으로써 향후 유로존 경제의 변화방향을 전망하기 위한 준거점을 제시하고자 함.

2. 민간부채의 증가와 유로존 위기

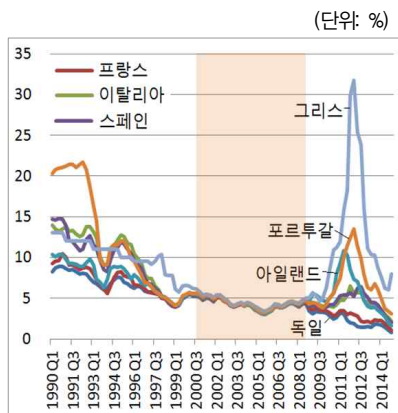
■ 유로화 도입을 전후하여 국채금리의 하락, 유로존 내 금융관련 규제의 정비는 해외차입에 용이한 여건을 형성하였으며 이후 글로벌 금융위기 직전까지 민간부채가 크게 증가하였음.

- 1990년대 초 유로존 회원국간의 국채금리(10년 만기) 격차는 12~13%포인트 수준이었으나, 유로화 도입을 앞두고 급속하게 축소되어 2007~08년의 기간 중 국채금리 격차는 1%포인트 미만을 기록하였음(그림 6).
- o 2002~07년의 기간 중 국채금리가 가장 높은 국가와 낮은 국가 간의 금리격차는 평균 0.3%포인트에 불과
 - ※ 유로존 회원국의 10년 만기국채 평균금리(2002~07년): 독일(4.07%), 스페인(4.10%), 아일랜드(4.06%), 그리스(4.32%)

3) Ahearne, Alan and Guntram Wolff(2012), "The Debt Challenge in Europe," Bruegel Working Paper, 2012/02; Liu, Yan and Christoph B. Rosenberg(2013), "Dealing with Private Debt Distress in the Wake of the European Financial Crisis," IMF Working Paper. (February)

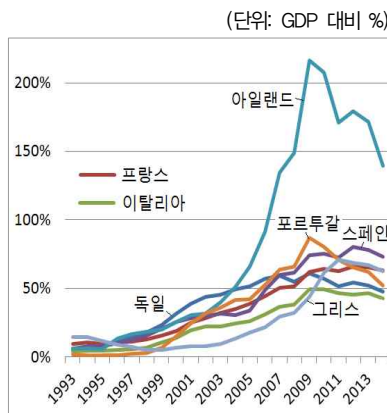
- 유로존 회원국 간 국제금리가 수렴한 데에는 유로화 도입 직전 마스트리히트 경제수렴조건에 의한 거시경제 안정화, 유로존을 단일경제권으로 파악하는 시장의 인식, 유로존 금융시장의 통합 등이 복합적으로 작용함.
- 1990년대 말 EU 차원의 금융서비스이행계획(FSAP: Financial Service Action Plan)이 추진되면서 금융시장 통합을 위한 제도적 정비가 급속도로 진행되었으며, 이로 인해 해외차입에 용이한 여건이 형성되었음.
- 2000년대 초반 이후 유로존 회원국의 대외채무가 급격히 증가하였는데, 특히 아일랜드, 스페인, 포르투갈은 민간부문의 대외채무가 크게 증가하였음(그림 7).
- 대외채무의 증가는 가계채무의 증가와 그 추이가 거의 일치하는데, 2002~07년의 기간 중 독일을 제외한 대부분의 유로존 회원국에서 가계부채가 크게 증가하였으며, 특히 아일랜드, 스페인, 포르투갈에서 증가폭이 컸음(그림 8).

그림 6. 국제금리 변화



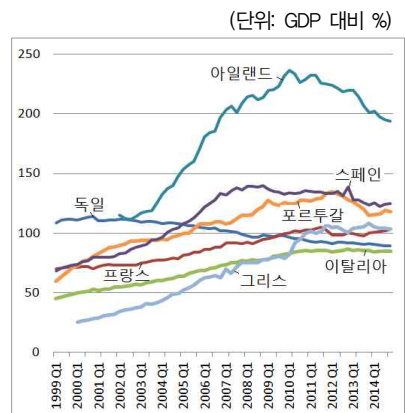
주: 10년만기 국제 금리임.
자료: Oxford Economics.

그림 7. 민간부문의 대외채무 변화



주: 금융기관 및 비금융기관의 대외채무.
자료: 국제결제은행(BIS: 대외채무), Oxford Economics(GDP).

그림 8. 가계부채 추이



주: 아일랜드의 경우 4분기 이동평균.
자료: Oxford Economics.

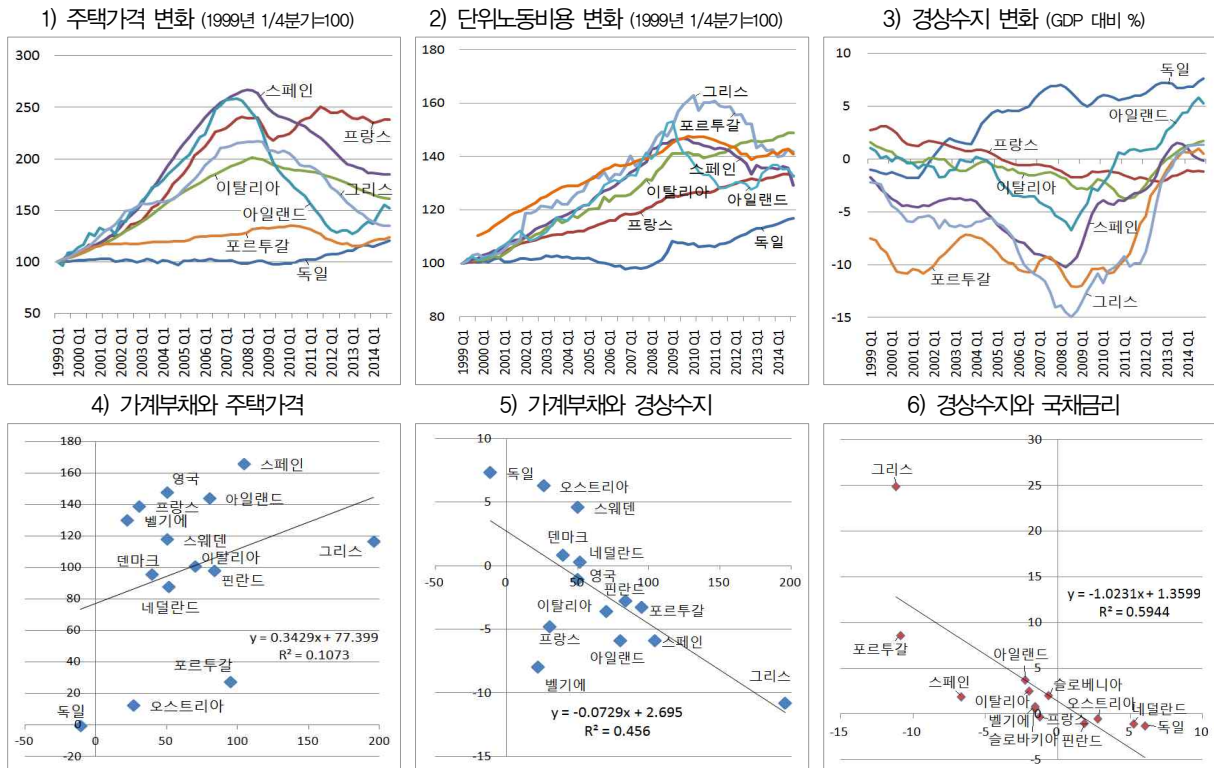
■ 주택가격 등 자산가격의 상승은 가계부채 증가에 큰 영향을 끼쳤으며 가계부채가 증가한 국가에서는 경상수지가 지속적으로 악화되는 현상이 나타났음.

- 가계부채와 주택가격의 변동 간에는 양(+)의 상관관계(그림 9-4)가 있는 것으로 나타나는데, 이는 주택가격이 상승한 국가에서는 주택구입을 위한 담보대출이 그만큼 증가한데 기인함.
- 1999~08년 기간 중 스페인과 아일랜드의 주택가격은 140~160% 증가(그림 9-1)하였으며, 가계부채 또한 100% 내외의 증가를 기록한 것으로 나타남(그림 8).
- 반면 독일의 주택가격은 같은 기간 오히려 다소 감소한 것으로 나타나며 가계부채는 증가하지 않았음.
- 가계부채와 주택가격의 변화는 단위노동비용(그림 9-2) 및 경상수지 변화(그림 9-3)와 병행하여 나타났는데, 이는 가계부채가 증가한 국가에서는 수출경쟁력이 약화되는 가운데 내수위주의 성장세가 나타난 것으로 이해될 수 있음.
- 유로존 위기에 대한 기존의 연구들은 유로존 회원국 간의 경상수지 격차확대를 위기의 원인으로 지적하는데, 실제로 가계부채가 증가한 국가일수록 경상수지가 악화되었던 것으로 나타남.
- 가계부채와 경상수지의 변화 간에는 뚜렷한 음(-)의 상관관계가 성립하는 것으로 나타나 가계부채가 증가한 국

가일수록 경상수지가 악화되었음을 알 수 있음(그림 9-5).

- 유로존 회원국 중 경상수지가 악화된 국가일수록 국제금리가 크게 증가한 것으로 나타나는데(그림 9-6), 이는 재정위기가 재정건전성의 훼손 외에도 가계부채와 같은 민간부채에 기인하는 바가 컸음을 시사함.

그림 9. 가계부채와 주택가격, 경상수지, 국제금리 간의 관계



주: 1) 가계부채와 경상수지는 각각 GDI, GDP 대비 퍼센티지임.
 2) [그림 9-4]와 [그림 9-5]는 1999년 1/4분기~2008년 2/4분기 동안의 변화를 간 상관관계.
 3) [그림 9-6]의 경상수지는 2009년의 자료이며, 국제금리(10년 만기물)는 2009년 4/4분기~2011년 4/4분기 기간의 10년 만기 국제금리 변화를 의미함. 국제금리의 증가폭이 클수록 재정위기의 정도가 심했음을 의미함.
 자료: Oxford Economics 자료를 바탕으로 저자 작성.

■ 민간부채 증가에 따른 경상수지 악화는 내수 활성화의 한 단면으로 이해할 수도 있으나, 국제금융환경이 급속히 악화할 시에는 국제금리를 높이는 결정적인 원인으로 작용함.

- 글로벌 금융위기 이전에는 민간부채(가계부채) 증가율이 높았던 국가일수록 민간소비 및 투자 등 내수가 활성화되었으며 이로 인해 경제성장률도 높았음(표 1).
 - 가계부채(GDI 대비)가 오히려 감소했던 독일의 민간소비 증가율은 1999~08년의 기간 중 연평균 0.7%로 낮았던데 반해, 가계부채가 증가했던 아일랜드, 스페인, 그리스는 연평균 3% 이상의 증가율을 보였음.
 - 가계부채의 증가율이 낮았던 그룹(독일, 벨기에, 오스트리아)의 연평균 경제성장률(1999~08년)이 2.0%에 그쳤던데 반해, 가계부채 증가율이 높았던 그룹(아일랜드, 핀란드, 포르투갈, 스페인, 그리스)은 연평균 3.2%의 높은 성장률을 기록한 바 있음.
 - 이와 같은 거시경제적 결과는 ‘해외차입 → 소비 및 투자 확대 → 성장’으로 이해될 수 있음.

표 1. 가계부채 증가율에 따른 국가 구분 및 거시지표 변화 (1999~08년 기간의 연간 변화율)

(단위: %)

구분		가계부채 증가율	민간소비 증가율	투자증가율	GDP 증가율
그룹 1	독일	-11.2	0.7	0.6	1.5
	벨기에	22.1	1.4	3.4	2.1
	오스트리아	26.2	1.7	1.5	2.3
	그룹 1 평균	12.4	1.3	1.8	2.0
그룹 2	프랑스	30.2	2.2	2.9	1.9
	네덜란드	51.4	1.2	1.8	2.3
	이탈리아	70.1	0.8	2.1	1.2
	그룹 2 평균	50.6	1.4	2.3	1.8
그룹 3	아일랜드	79.8	5.1	4.6	4.6
	핀란드	83.6	3.1	3.0	3.2
	포르투갈	94.9	1.7	-0.4	1.4
	스페인	104.2	3.2	4.9	3.5
	그리스	195.7	3.7	3.9	3.6
	그룹 3 평균	111.6	3.4	3.2	3.2
유로존		35.8	1.6	2.3	2.0

주: 1) <그룹 1>: 가계부채 증가폭이 상대적으로 작은 국가, <그룹 2>: 중간 그룹 <그룹 3>: 가계부채 증가폭이 상대적으로 큰 그룹

2) 가계부채 증가율은 1999년 1/4분기~2008년 2/4분기 기간의 GDI 대비 가계부채 변화율을 의미.

3) 국가그룹은 가계부채 증가율의 정도에 따라 구분하였으며, 수치는 산술평균임.

자료: Oxford Economics 자료를 바탕으로 저자 작성.

- 그러나 글로벌 금융위기와 같이 국제금융환경이 급속도로 악화될 경우 부채로 견인된 성장은 대외위험에 취약한 한계에 직면하는데, 대표적인 사례가 2010~12년의 유로존 위기임.
- o 가령 국제금융환경이 급격하게 악화될 시 대외차입이 많을 경우 민간부문의 디폴트 가능성이 증가하고 이것이 성장률 둔화에 따른 세수감소의 신호로 인식되면서 향후 국채금리가 상승하는 원인으로 작용함.⁴⁾
- o 한편 은행에 대한 예금보증(정부의 부외채무), 부실금융기관에 대한 공적자금 투입 등을 통해 민간부문의 채무를 정부가 떠안는 경우가 발생할 수 있는데, 이 경우 민간채무와 국가채무 간의 경계가 모호해지면서 국가재정에 부담으로 작용함.⁵⁾

3. 디레버리징의 추이 비교: 미국과 유로존

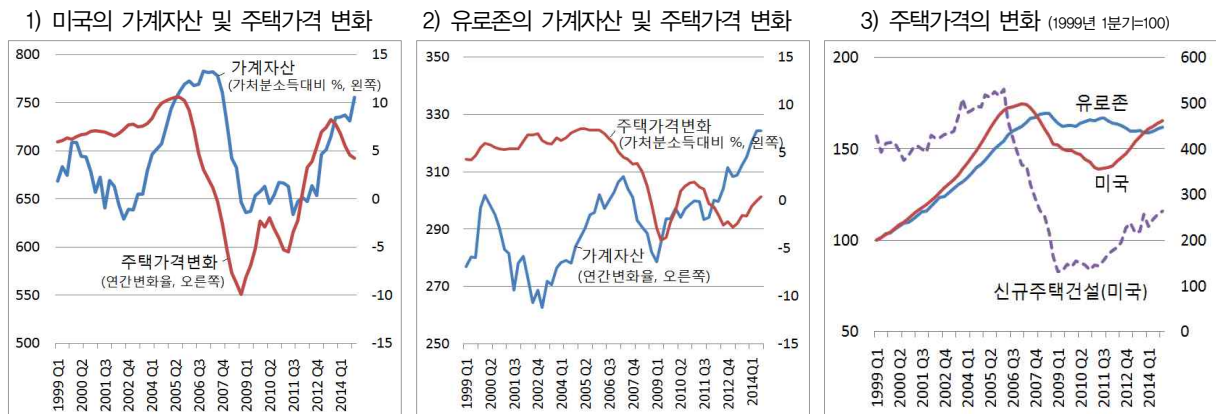
■ 미국과 유로존의 가계부문 대차대조표(Balance Sheet)를 글로벌 금융위기 전후로 비교할 경우, 유로존은 미국에 비해 디레버리징의 정도가 작은 것이 특징임.

4) De Grauwe, Paul and Yuemei Ji(2012), "Mispricing of Sovereign Risk and Multiple Equilibria in the Eurozone," Centre for European Policy Studies, No. 361, p. 4.

5) Barrios, S., Iversen, P., Lewandowska, M. and Setzer, R.(2009), "Determinants of IntraEuro Area Government Bond Spreads During the Financial Crisis," Economic Papers 388, p. 9, European Commission.

- 글로벌 금융위기 이전 미국과 유로존의 가계자산은 유사한 증가추이를 보였으나 미국의 가계자산 증가가 더 컸으며 이후 그 감소폭도 더 크게 나타났는데 이는 주택가격의 변화와 매우 밀접한 관련이 있음.
- o 미국의 가계자산은 2003년 초부터 2007년 중반까지 큰 폭의 상승을 기록하였으며, 2003~05년의 기간 중 주택가격은 연평균 7~10% 상승세를 기록하였음(그림 10-1).
- o 그러나 2007년 서브프라임 모기지사태 이후 미국의 주택가격은 큰 폭으로 하락하였으며, 가계자산 또한 2007~10년 중 급격하게 감소, 2010년 중반에는 2003년 초 수준으로 감소하였음.
- o 이후 경기회복과 주택가격의 상승과 더불어 가계자산은 증가추세를 보이고 있으며, 최근에는 글로벌 금융위기 이전의 수준까지 근접함.
- 유로존의 가계자산은 글로벌 금융위기 직후 감소하였고 주택가격도 하락하였으나 그 폭이 미국의 경우보다 작았는데 미국과 같은 대규모의 주택시장 조정이 발생하지 않았음.
- o 유로존을 하나의 경제단위로 볼 경우 주택가격이 마이너스 성장을 기록한 기간은 6분기로 미국의 18분기에 비해서는 짧으며 주택가격의 하락폭도 크지 않았음(그림 10-2).
- ※ 주택가격의 하락기간: 미국(18분기: 2007년 3분기~2011년 4분기), 유로존(6분기: 2008년 4분기~2010년 1분기)
- o 유로존의 주택가격 조정이 미국에 비해 작았던 것(그림 10-3)은 글로벌 금융위기 이전 미국과 유로존의 경제적 상황이 달랐기 때문임.
- 다만 같은 유로존 내에서도 스페인, 아일랜드 등 부동산 버블이 심했던 국가와 그렇지 않았던 국가들 간의 편차가 매우 큰 바, 유로존을 하나의 단위로 분석할 경우 합계로 인한 분석 상의 오류에 유의할 필요가 있음.

그림 10. 유로존과 미국의 민간부채 추이비교 (GDP 또는 GDI 대비 %)



자료: Oxford Economics 자료를 바탕으로 저자 작성.

주: 미국과 유로존의 통계기준 차이로 인해 [그림 10-1]과 [그림 10-2]의 수치를 수평비교하는 것은 어려우며, 추이에 대한 비교로 활용.

자료: Oxford Economics, 유럽통계청(Eurostat) 자료를 바탕으로 저자 작성.

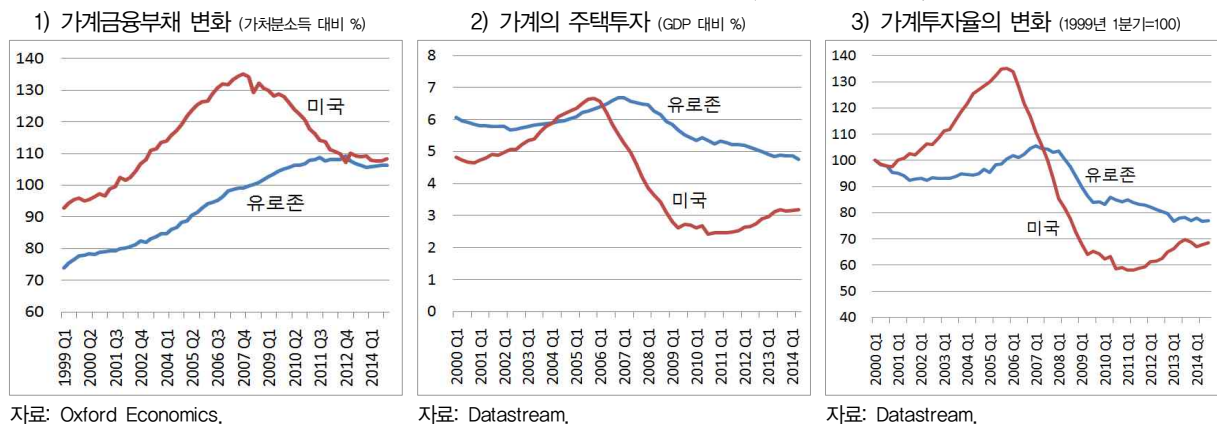
주: 주택가격은 왼쪽 축 기준, 신규주택건설(천 건)은 오른쪽 축 기준임. 자료: Oxford Economics 자료를 바탕으로 저자 작성.

■ 가계금융부채의 변화추이는 글로벌 금융위기 이후 양 지역의 디레버리징 차이를 극명하게 보여줌.

- 미국의 가계금융부채는 글로벌 금융위기 이전 크게 증가한 후 큰 폭의 감소를 기록한 반면, 유로존의 경우 지속적으로 증가하다가 최근에는 비로소 완만한 감소세가 나타나기 시작함(그림 11-1).

- 2007년 중반까지 지속적으로 증가한 미국의 가계금융부채는 2007~12년의 기간 중 큰 폭으로 감소, 2012년에는 2002년 말 수준으로 후퇴하였으며, 이 기간 중 가계의 주택투자(그림 11-2) 및 투자율(그림 11-3)도 큰 폭으로 하락함.
- 이러한 차이를 감안할 때 유로존 전체의 가계자산 및 부채변화는 대차대조표상의 급격한 조정(Balance Sheet Adjustment)이라기보다 장기간의 수요부족에 따른 변화로 보는 견해도 존재함.⁶⁾
- 다만, 앞서 언급한 바와 같이 글로벌 금융위기 이전에 유로존 회원국 간 경제적 상황 및 여건이 매우 상이하였다는 점에서 경기침체 이후 조정과정에도 차이가 있음에 유의할 필요가 있음.
- 가령 부동산 가격 상승 및 가계부채의 증가폭이 컸던 스페인과 아일랜드, 그리스의 경우, 위기 이후의 조정과정이 대차대조표 불황의 성격을 떠나, 그 외의 국가들은 자산가격의 급격한 조정이 발생하지는 않았음.
- 또한 이와 같은 결과는 경제위기 이전 양측 가계의 자산-부채구성 및 자산가격변동에 대한 민감성, 양측의 재정, 통화, 금융정책의 차이로부터 기인하는 바가 큼.

그림 11. 유로존과 미국의 민간부채 추이비교 (GDP 또는 GDI 대비 %)



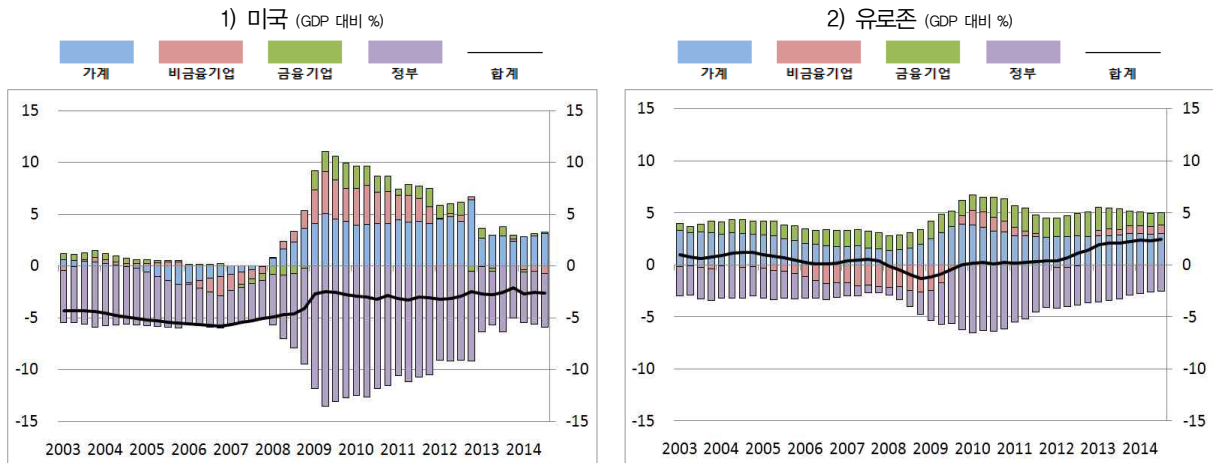
■ 미국과 유로존의 디레버리징 차이는 부문별 순저축(Net Lending/Borrowing)의 변화추이를 통해서도 확인할 수 있음.

- 글로벌 금융위기 이전 미국의 경우 가계순저축이 감소하면서 가계금융부채가 증가하였으나, 금융위기 이후에는 가계순저축의 증가현상이 뚜렷하게 나타나면서 이로 인해 가계의 금융부채가 감소하였음.
- 미국의 재정적자는 2008년부터 급증(정부순저축의 마이너스 폭 증가)하였는데, 정부순저축의 감소폭은 가계순저축의 증가폭과 거의 일치함(그림 12-1).
- 이는 재정지출의 대폭 증가가 가계부채의 디레버리징 과정을 촉진하는데 기여하였음을 시사함.
- 2010년부터 재정적자 폭은 감소하기 시작하였으나, 가계순저축이 GDP 대비 4% 수준을 유지하면서 2011년부터는 가계자산이 증가하기 시작하였고 가계부채는 2013년 이후 감소세를 멈추었음.
- 유로존의 경우 미국과는 반대로 글로벌 금융위기 이후인 2010~11년의 기간 중 가계순저축이 감소하면서, 가계의 금융부채가 증가하였음.

6) 이에 대한 상세한 논의는 다음의 글을 참조할 것. Buttiglione, Luigi, Philip R. Lane, Lucrezia Reichlin and Vincent Reinhart (2014), "Deleveraging? What Deleveraging," Geneva Reports on the World Economy, pp. 48-63. CEPR.

- 글로벌 금융위기 발생 초기 유로존의 가계순저축은 증가하였으나, 이후 2010~11년 중에는 오히려 감소세로 돌아섰으며 이는 완만하나마 가계부채가 계속 증가하는 배경이 되었음(그림 12-2).
- 재정적자의 대폭적인 증가가 가계부채의 디레버리징을 촉진한 미국과 달리 유로존의 재정적자는 미국의 절반 수준(GDP 대비)에 못미쳤는데, 이는 안정·성장협약(SGP: Stability and Growth Pact), 신재정협약 등에 재정적자 감축을 위한 제도적 장치에 의해 재정적자를 늘릴 수 없었던 점, 2010~12년의 재정위기에 기인하는 바가 큼.
- 이러한 제약조건으로 인해 유로존 은행에 대한 청산 및 재자본화조치도 미국에 비해 느리게 이루어졌음.
- 한편 비금융기업의 순저축은 글로벌 금융위기 이전 수년간 마이너스를 기록하였으나, 이후 0 또는 플러스로 전환되었는데, 이는 불확실성의 증대에 따라 유로존의 투자율이 전반적으로 감소추세를 보여 온 점과 무관하지 않음.

그림 12. 미국과 유로존의 부문별 순저축(Net Lending/Borrowing) 비교



자료: 美 연방준비제도(Federal Reserve System).

자료: 유럽중앙은행(ECB); 유럽통계청(Eurostat).

4. 향후 전망

- 유로존 내 민간부채는 가계부채를 중심으로 일련의 디레버리징 추세를 나타나고 있으나, 회원국별로 경기침체의 원인과 정도가 달랐던 만큼 향후 전개과정도 상이할 것임.
 - 해외차입 확대 및 자산가격 상승이 심했던 국가(스페인, 아일랜드)의 경우 글로벌 금융위기와 유로존 위기를 맞아 호황기의 버블이 조정되는 과정을 거쳐 왔으며, 이 과정에서 민간부채가 대폭 감소하였음.
 - [그림 5]에서 도식화되었던 바와 같이 자산가격이 급락하면서, 대차대조표 상의 불균형이 발생하였고 이어 기업 및 가계 파산/금융기관 부실화, 경기침체 등의 순서로 진행되는 양상임.
 - 유로존 위기 이후 범유로존 차원에서 강도 높은 긴축이 추진되었고, 취약국의 경우 생산비용 축소를 통한 내적 절하(Internal Devaluation) 과정이 진행 중이라는 점도 경기침체의 주요원인임.
 - 그러나 프랑스와 이탈리아를 비롯한 상당수의 유로존 회원국에서는 글로벌 금융위기 이후에도 민간부채가 완만하나마 증가세를 보여 왔음.
 - 민간부채 수준이 감소하지 않은 국가들은 글로벌 금융위기 이전 주택가격 등 자산가격의 상승이 완만했었던

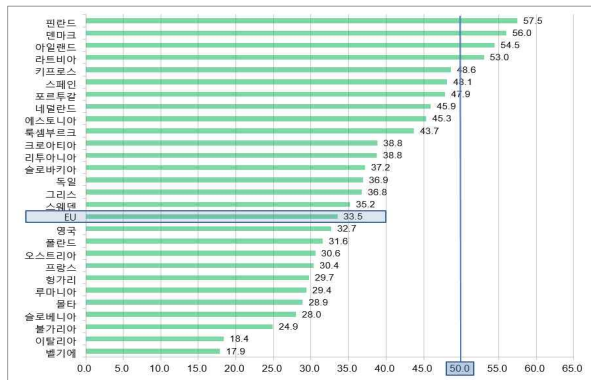
공통점이 있으며, 위기 이후에도 두드러진 자산가격 하락현상이 나타나지는 않았음.

- 민간부채가 증가하더라도 그 증가폭은 완만하여 경기확장기의 해외차입 확대에 따른 부채증가폭과는 확연히 다른 모습임.

■ 회원국별로 부채 수준에 편차가 있으나, 일부 회원국에서는 가계부채 비율이 50%를 초과하는 바, 부채가 경제성장률에 미칠 수 있는 부정적인 영향에 대한 지속적인 관찰이 필요함.

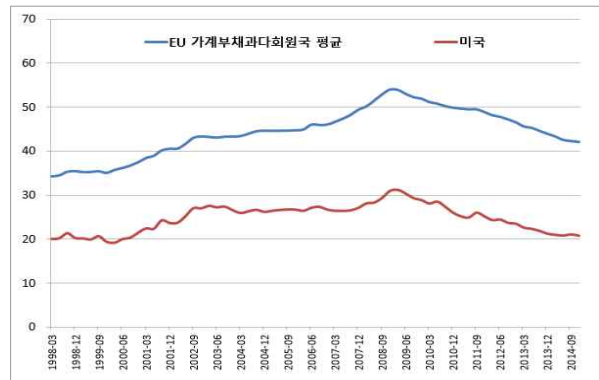
- 가계부채 수준이 높은 국가들의 순가계자산은 증가세를 기록하고 있으며 증가율 또한 플러스를 유지하고 있다는 점은 긍정적임(부록 그림 1 참고).
- 반면에 일부 국가들의 경우 가계자산대비 가계부채 비율이 50%를 상회하며(그림 13), 미국에 비해 줄곧 높은 수준을 기록(그림 14)하고 있다는 점에서 주의가 필요함.

그림 13. EU 회원국의 가계자산대비 부채비중 (단위: %)



주: 2001~13년의 산술평균 자료임.
자료: 유럽통계청(Eurostat).

그림 14. 가계자산대비 가계부채 비율 추이 (단위: %)

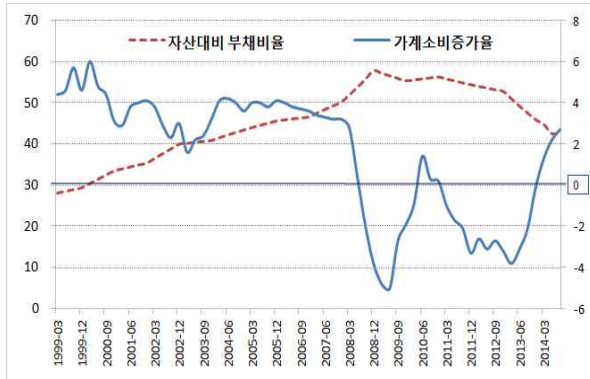


주: EU 가계부채과다회원국 (스페인, 네덜란드, 포르투갈, 아일랜드, 영국, 스웨덴, 덴마크) 수치의 산술평균값임.
자료: Oxford Economics 자료를 바탕으로 저자 작성.

■ 글로벌 금융위기 이후 주요 가계부채과다국을 중심으로 가계소비 개선과 자산대비 부채비율의 감소가 나타나고 있다는 점에서 디레버징을 경기 정상화를 위한 하나의 과정으로 이해할 여지는 있음.

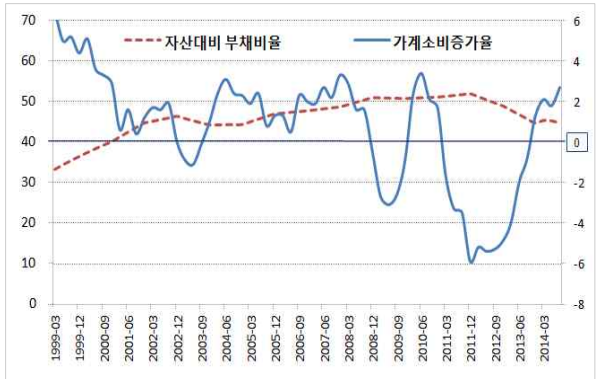
- 유로존 가계부채과다 4개국(스페인, 포르투갈, 아일랜드, 네덜란드) 가운데 스페인, 아일랜드, 네덜란드의 경우 2009년부터, 포르투갈은 2011년부터 가계자산대비 가계부채비율이 감소세를 이어오고 있으며 이들 국가의 가계소비는 2012년 이후 감소세가 둔화되면서 2013년 이후 플러스로 돌아서는 양상임(그림 15~18).

그림 15. 스페인 가계부채비율 및 가계소비증가율 추이 (단위: %)



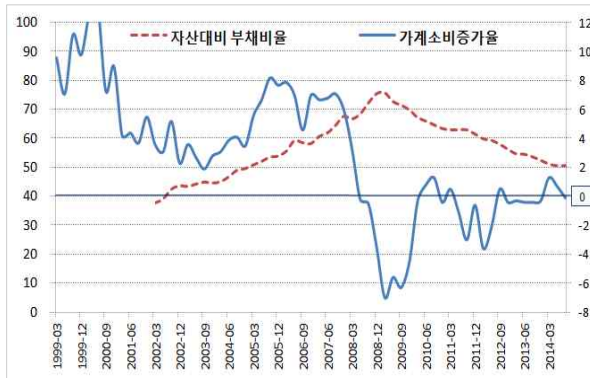
주: 1) 가계소비증가율은 전년동월대비 증가율임. 2) 자산대비 가계부채비율은 좌측 Scale, 가계소비증가율은 우측 Scale 기준임.
자료: 유럽통계청(Eurostat); Oxford Economics.

그림 16. 포르투갈 가계부채비율 및 가계소비증가율 추이 (단위: %)



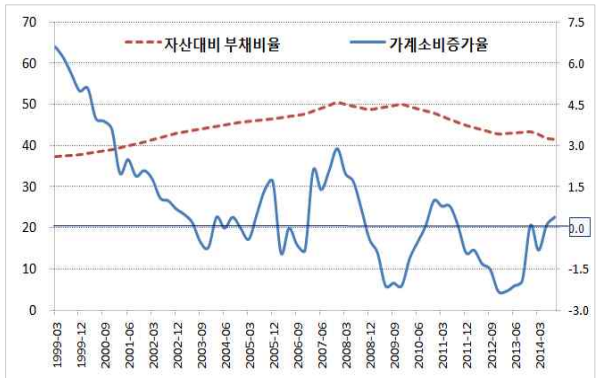
주: 1) 가계소비증가율은 전년동월대비 증가율임. 2) 자산대비 가계부채비율은 좌측 Scale, 가계소비증가율은 우측 Scale 기준임.
자료: 유럽통계청(Eurostat); Oxford Economics.

그림 17. 아일랜드 가계부채비율 및 가계소비증가율 추이 (단위: %)



주: 1) 가계소비증가율은 전년동월대비 증가율임. 2) 자산대비 가계부채비율은 좌측 Scale, 가계소비증가율은 우측 Scale 기준임.
자료: 유럽통계청(Eurostat); Oxford Economics.

그림 18. 네덜란드 가계부채비율 및 가계소비증가율 추이 (단위: %)



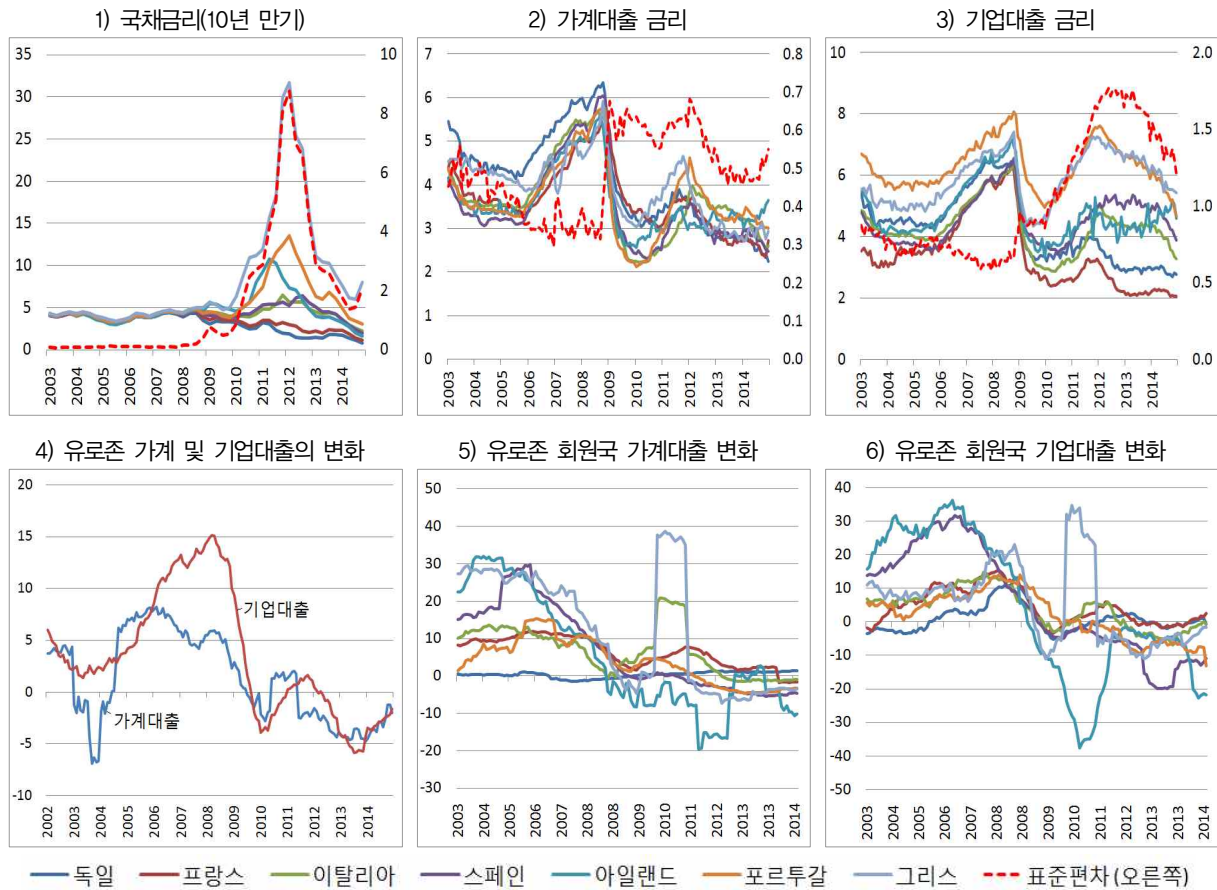
주: 1) 가계소비증가율은 전년동월대비 증가율임. 2) 자산대비 가계부채비율은 좌측 Scale, 가계소비증가율은 우측 Scale 기준임.
자료: 유럽통계청(Eurostat); Oxford Economics.

■ 그러나 내수회복의 정도가 크지 않다는 점에서 민간부채의 감소와 내수부진이 결합된 디플레이션이 계속될 가능성이 크며, ECB의 양적완화가 성공하기 위해서는 금융분절화 현상을 극복하는 것이 관건이 될 것임.

- 유로존 내 금융분절화(Financial Fragmentation) 현상은 최근 다소 완화추세가 목격되나, 회원국 간에는 여전히 금리격차가 존재함.
- o 유로존 회원국 간 국제금리는 전반적인 수렴현상(그림 19-1)을 보이고 있으나, 취약국의 가계 및 기업대출 금리는 독일, 프랑스 등 핵심국가에 비해 여전히 높은 수준에서 형성(그림 19-2, 19-3)
- o 글로벌 금융위기 직후 급격하게 확대되었던 대출금리 격차는 2012~13년을 전후하여 축소되는 모습을 보이고 있으나, 여전히 상당한 수준의 격차가 존재
- 이러한 상황에서 유로존의 기업 및 가계대출의 변화율은 개선되고 있으나, 여전히 마이너스 증가율을 보이고 있는데(그림 19-4), 이는 취약국의 대출이 여전히 감소추세인 점에 기인하는 바가 큼.

- 남유럽 및 아일랜드의 가계대출은 마이너스 증가율을 기록(그림 19-5)하고 있으며, 기업대출에 있어서 스페인, 포르투갈, 아일랜드는 마이너스 증가율을 기록 중임(그림 19-6).
- 공급측면의 원인으로는 초저금리 정책에 따른 자금조달비용 감소, 은행권의 자산건전성 개선에 따른 대출 승인 기준이 완화에도 불구하고, 정치경제적 불확실성으로 인해 대출확대가 이루어지지 못하는 점이 지적됨.
- 수요측면의 원인으로는 가계의 디레버리징, 유로존 경제에 대한 불확실성에 따른 기업의 투자 유보 등이 맞물리면서 공급여건 개선에도 불구하고 대출수요 회복이 제한되고 있는 점을 지적할 수 있음.

그림 19. 유로존 내 가계 및 기업대출 금리, 증가율 비교



주: 1) 가계대출 및 기업대출 금리는 만기가 1년 미만이며, 별도의 표시가 없는 한 왼쪽 축 기준. 2) 표준편차는 2002년 유로화 사용 12개국 금리를 대상으로 계산함. 3) 가계 및 기업대출 변화는 연간 % 변화율임.

자료: 유럽중앙은행(ECB); Oxford Economics.

- 이러한 상황에서 ECB가 계획 중인 양적완화 조치가 성공하기 위해서는 취약국 경제 전반의 구조개혁 및 금융건전화 조치의 이행, 은행동맹의 진전 등을 통해 금융분절화를 극복해 내는 것이 필요함.
- 금융분절화 현상은 <양적완화 → 신용확대 → 실물경기 회복>의 효과가 시현되는데 최대의 걸림돌임.
- 이를 극복하기 위해서는 유로존 차원의 은행동맹 추진에 속도를 높일 필요가 있으며, 개별 회원국 차원에서는 경제 전반에 걸친 구조조정을 계속적으로 추진할 필요가 있음. **KIEP**

<부록> 국가별 가계부채의 변화추이 점검

- 글로벌 금융위기 이후에도 유로존의 가계부채는 지속적으로 증가하여왔으며, 이에 유로존 위기 이후 부채감축(Deleveraging, 디레버리징)의 필요성이 일각에서 제기됨.
- 2013년 기준 GDP 대비 가계부채 상위 10개 회원국의 평균 가계부채 수준은 GDP의 88%로 글로벌 금융위기 직전인 2007년 80% 수준을 상회함(부록 표 1 참고).

부록 표 1. EU 회원국의 GDP대비 가계부채규모

(단위: GDP 대비 비중, % of GDP)

유로존 회원국				비유로존 EU 회원국			
	2001년	2007년	2013년		2001년	2007년	2013년
키프로스	89.0	117.8	143.5	덴마크	99.9	133.9	140.3
네덜란드	97.3	116.7	126.1	영국	81.0	106.0	96.3
아일랜드	49.8	101.7	98.5	스웨덴	55.4	70.8	86.6
포르투갈	76.9	93.3	95.2	크로아티아	17.0	37.8	41.1
스페인	54.4	86.9	80.9	체코	-	25.6	35.2
몰타	-	-	77.5	폴란드	-	22.7	35.0
그리스	23.8	51.5	68.8	헝가리	11.2	33.4	31.2
핀란드	33.7	54.8	68.7	불가리아	5.1	25.5	29.6
프랑스	47.4	59.2	64.1	루마니아	2.5	26.6	24.9
룩셈부르크	-	-	57.6				
벨기에	39.5	47.8	57.0				
독일	70.6	61.6	56.2				
오스트리아	45.5	52.4	51.4				
이탈리아	29.2	43.9	49.1				
에스토니아	-	-	43.0				
슬로베니아	20.1	29.2	34.0				
슬로바키아	12.0	21.5	33.3				
라트비아	-	45.3	31.0				
리투아니아	-	33.1	30.4				

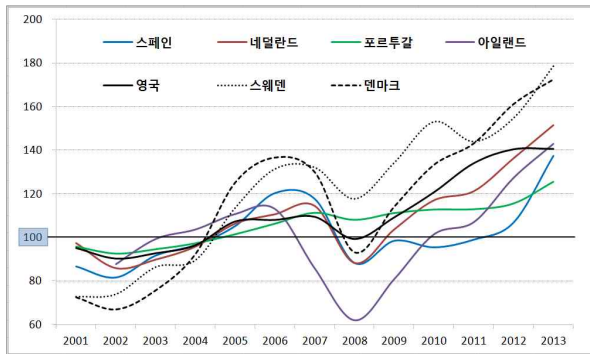
주: 가계부채규모는 GDP대비 금융부채(Financial Liabilities) 수준을 의미함.
자료: 유럽통계청(Eurostat); Oxford Economics.

- 다만, 가계부채 수준이 높은 회원국을 중심으로 순가계자산이 증가추세를 보이고 가계자산대비 가계부채의 비중은 감소하는 등 일련의 디레버리징 움직임이 나타나고 있음.
- GDP 또는 가처분소득(DI) 대비 가계부채를 기준으로 구분할 경우 유로존 회원국 중에서는 네덜란드, 아일랜드, 포르투갈, 스페인에서 가계부채 수준이 높고, 비유로존 회원국 중에서는 덴마크, 영국, 스웨덴에서 높은 것으로 나타남.⁷⁾
- 상기의 7개국을 가계부채과다회원국으로 정의한 후 가계부채 관련 자료를 살펴볼 경우 순가계자산(Net

7) 유로존 18개 회원국 중 2013년 기준 GDP 대비 가계부채 상위 10개국과 가처분소득대비 가계부채 상위 10개국에 모두 포함되는 5개 국가 가운데 GDP 규모가 큰 4개 회원국(네덜란드, 아일랜드, 포르투갈, 스페인)과 비유로존 EU회원국 가운데 가계부채규모 상위 3개국(덴마크, 영국, 스웨덴)을 가계부채가 과다한 회원국(이하 가계부채과다회원국)으로 정의하였음.

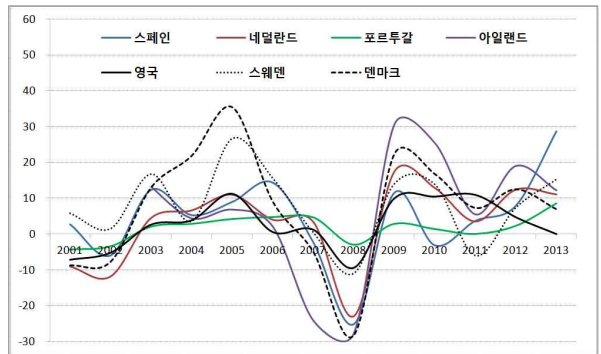
Household Wealth)은 2008년 최저점을 기록한 이래 증가추세를 기록하고 있으며(부록 그림 1), 순가계자산증가율을 또한 플러스를 유지하고 있음(부록 그림 2).

부록 그림 1. 가계부채과다회원국의 가계순자산 추이
(단위: 지수, 2001년~2007년 평균=100)



자료: 유럽통계청(Eurostat), Oxford Economics 자료를 바탕으로 저자 작성.

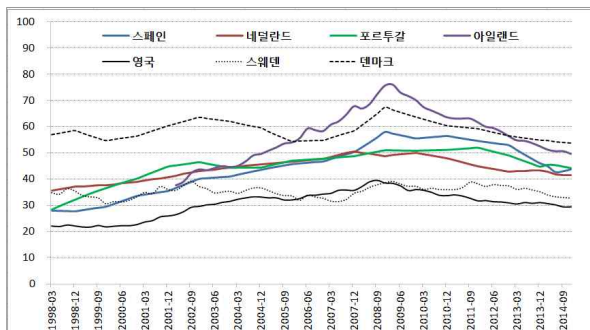
부록 그림 2. 가계부채과다회원국의 가계순자산 증가율
(단위: %)



자료: 유럽통계청(Eurostat), Oxford Economics 자료를 바탕으로 저자 작성.

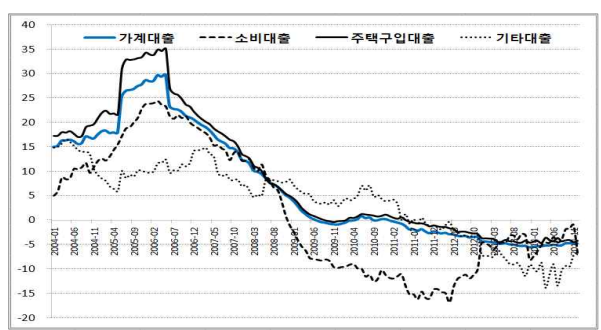
- 또한 가계부채 비율(가계자산 대비)은 2008년 이후 감소세를 보이고 있으며, 대부분의 국가에서 가계대출 증가율도 하락하거나 마이너스를 기록하고 있는데, 스페인, 아일랜드 등 일부 국가의 경우 본격적인 디레버리징 현상이 나타나고 있음.
- o 7개 가계부채과다회원국의 가계자산대비 가계부채 비율은 2008년 평균 54%를 기록한 이후 꾸준히 하락하여 2014년 말 42% 수준까지 하락함(부록 그림 3).
- o 가계대출 증가율은 가장 큰 비중을 차지하는 주택구입대출은 영국을 제외한 대부분의 국가에서 하락세를 기록하고 있으며 재정위기를 겪은 스페인, 아일랜드, 포르투갈의 경우 2010년 이후 사실상 마이너스 증가율을 기록하고 있음(부록 그림 4~10).
- ※ 영국의 경우 2013년 중반이후부터 가계대출 증가율이 증가하고 있는데, 이는 주택시장이 2011년부터 2014년 중반까지 상승하면서 주택구입대출 수요가 꾸준히 지속된데 기인함.
- ※ 재정취약국의 2010년 12월 대비 2014년 12월의 주택구입대출 증가율: 스페인($\Delta 21.4\%$), 아일랜드($\Delta 21.4\%$), 포르투갈($\Delta 10.3\%$)

부록 그림 3. 가계자산대비 가계부채 비중 추이
(단위: %)



자료: Oxford Economics 자료를 바탕으로 저자 작성.

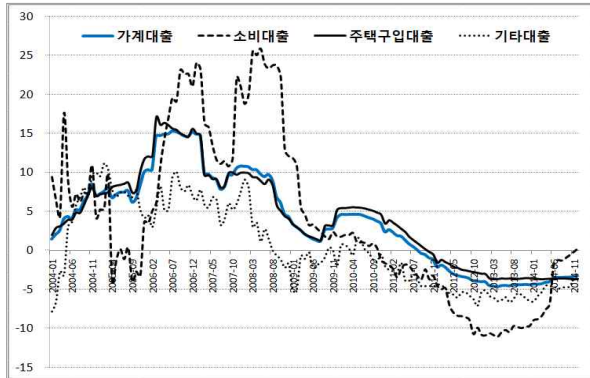
부록 그림 4. 스페인 가계대출 증가율 추이
(단위: %)



주: 전년동월대비 증가율임.
자료: 유럽중앙은행(ECB).

부록 그림 5. 포르투갈 가계대출 증가율 추이

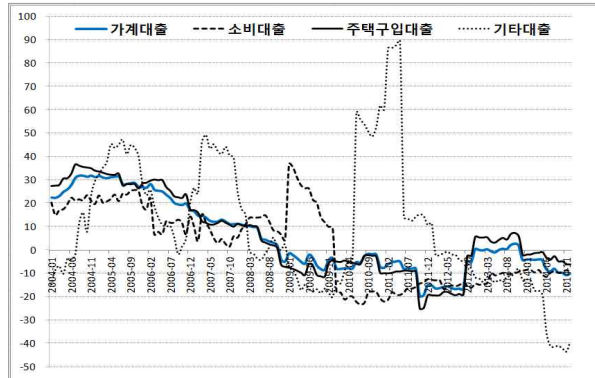
(단위: %)



주: 전년동월대비 증가율임.
자료: 유럽중앙은행(ECB).

부록 그림 6. 아일랜드 가계대출 증가율 추이

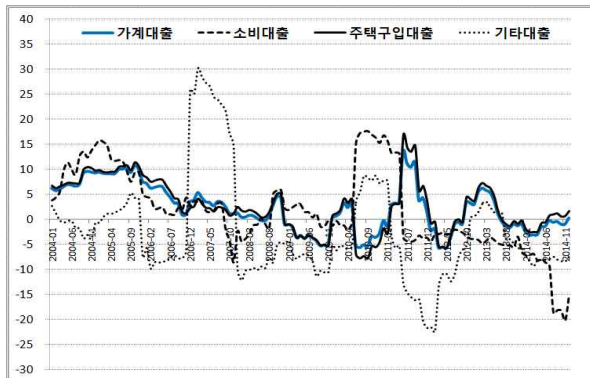
(단위: %)



주: 전년동월대비 증가율임.
자료: 유럽중앙은행(ECB).

부록 그림 7. 네덜란드 가계대출 증가율 추이

(단위: %)



주: 전년동월대비 증가율임.
자료: 유럽중앙은행(ECB).

부록 그림 8. 영국 가계대출 증가율 추이

(단위: %)



주: 전년동월대비 증가율임.
자료: 유럽중앙은행(ECB).

부록 그림 9. 스웨덴 가계대출 증가율 추이

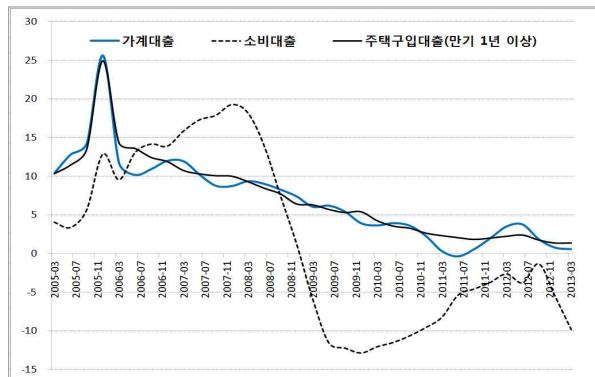
(단위: %)



주: 전년동월대비 증가율임.
자료: 유럽중앙은행(ECB).

부록 그림 10. 덴마크 가계대출 증가율 추이

(단위: %)



주: 전년동기대비 증가율임.
자료: 경제협력개발기구(OECD) 자료를 바탕으로 저자 작성.