2013.4	조사연구자료	프랑크푸르트사무소 김인구 차장

ECB 통화정책 파급효과의 회원국별 차별화 현상과 정책기조에 대한 논란

◆ ECB는 글로벌 금융위기 및 유로지역 재정위기를 거치면서 정책금리를 연 4.25%에서 0.75%로 인하하였으며 비전통적 방식의 장기대출(LTRO) 및 국채매입(SMP) 등을 통해 유동성 공급을 확대

◆ 이와 같은 완화적 통화정책의 파급효과는 회원국별로 금융시장 상황, 기초경제여건 등에 따라 차별화되고 있는 상황

— 독일의 경우 금리 및 자산가격 경로가 비교적 원활하게 작동하는 반면 이탈리아·스페인 등의 경우 전반적으로 파급경로가 제대로 작동하지 못하고 있는 상황

◆ 통화정책 파급경로의 작동이 회원국별로 차별화되면서 성장 및 고용, 물가 등 경제상황도 차별화

— 독일의 경우 비교적 견조한 경기회복세가 이어지면서 일부에서는 인플레이션 압력 증대를 우려하고 있는 반면 이탈리아·스페인 등의 경우 경기가 장기간 침체된 가운데 물가상승세가 둔화되거나 하락할 것으로 예상

◆ 유로지역내 경기회복세가 상대적으로 양호한 독일 등 중심국과 경기침체가 이어지고 있는 이탈리아·스페인 등 재정취약국이 ECB의 단일 통화정책 영향 하에 있음에 따라 통화정책기조의 적정성에 대한 논란이 대두

— 독일의 경우 현재의 통화정책기조가 지나치게 완화적이라는 우려가 대두되는 반면 이탈리아·스페인 등에서는 추가적으로 완화조치가 필요하다는 입장

Ⅰ 위기대응 통화정책

□ ECB는 글로벌 금융위기 및 유로지역 재정위기를 거치면서 정책금리를 연 4.25%에서 0.75%로 인하하였으며 비전통적 방식의 장기대출(LTRO) 및 국채매입(SMP) 등을 통해 총자산규모를 1.1조유로(2007년말)에서 3.0조유로(2012년말)로 증가시키는 등 유동성 공급을 확대

o 정책금리를 주요국에 비해서는 높게 유지하고 있지만 실질 기준으로는 마이너스 수준

주요국의 정책금리 비교

(연 %, 전년대비 상승률 %)

	유로지역	미국	일본	영국
정책금리(a)	0.75	0~0.25	0~0.10	0.50
소비자물가상승률[1](b)	2.50	2.10	0.00	2.80
실질금리(a-b)	-1.75	-1.85~-2.10	0~0.10	-2.30

주 : 1) 2012년

o 명목GDP대비 ECB의 총자산 비율이 35%에 근접하여 주요국 중앙은행 중 가장 높은 수준

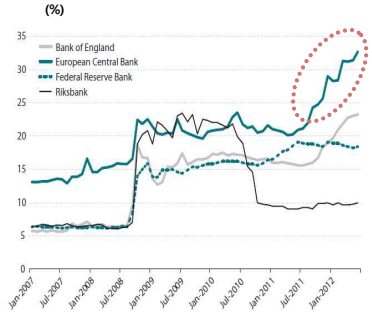
— 총자산 증가액(2007년말 1.1조유로→2012년말 3.0조유로)중 LTRO 등 금융기관 대출 금증가액은 1.0조유로, SMP를 통한 국채보유 증가액은 0.3조유로*

* 통화정책용 보유 국채(Securities held for monetary policy purposes) 0.3조유로 제외

ECB 정책금리 및 총자산 규모

자료 : ECB

명목 GDP대비 중앙은행 총자산 비율



자료 : FRB of St.Louis

□ 그러나 이와 같은 완화적 통화정책의 파급효과가 회원국별로 금융시장 상황, 기초경제여건 등에 따라 차별화되고 있는 상황

o 독일 등 금융시장 상황, 기초경제여건이 양호한 중심국은 파급경로가 어느 정도 작동하고 있는 반면 이탈리아·스페인 등 재정취약국은 파급경로 작동이 매우 미흡

□ 이에 따라 경기회복세가 상대적으로 양호한 중심국에서는 현재의 통화정책기조가 지나치게 완화적이라는 우려가 대두되는 반면 재정취약국에서는 추가적인 완화조치가 필요하다는 입장

Ⅱ 통화정책 파급효과의 회원국별 차별화

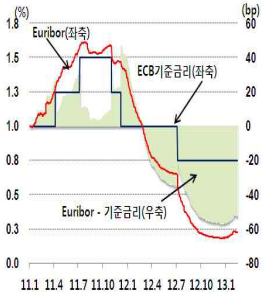
1 금리경로

□ 시장금리는 단기금리가 큰 폭 하락한 반면 중·장기 국채금리의 경우 유로지역 재정위기가 심화되면서 회원국간 격차가 크게 확대되었으나 ECB의 신규 국채매입프로그램(OMT) 발표(2012.9월) 이후 격차가 축소

o Euribor금리는 ECB의 유동성 공급 확대에 힘입어 금융권의 자금사정이 매우 풍부해짐에 따라 정책금리보다 낮은 수준으로 하락

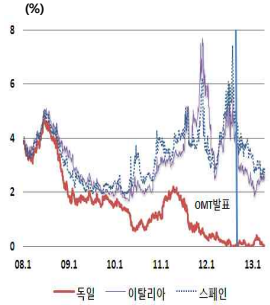
o 중·장기 국채금리는 독일의 경우 대체로 하락세가 이어진 반면 이탈리아·스페인의 경우 재정위기 이후 급등세를 보였다가 2012.9월 OMT 발표이후 독일과의 격차가 축소

정책금리 및 단기[1] 금리



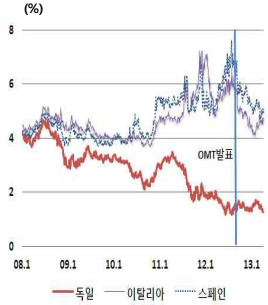
주 : 1) 3개월 만기 Euribor
자료 : ECB

중기[1]국채 금리



주 : 1) 만기 3년
자료 : Bloomberg

장기[1]국채 금리



주 : 1) 만기 10년
자료 : Bloomberg

□ 시장금리와 함께 금융기관 대출금리도 글로벌 금융위기 이전에 비해 낮은 수준을 보이고 있으나 독일과 이탈리아·스페인의 움직임이 차별화

o 주택대출 금리는 독일의 경우 하락세를 지속하여 최근 연3% 수준까지 낮아진 반면 이탈리아·스페인의 경우 재정위기를 겪으면서 반등하여 최근 연5%대 수준

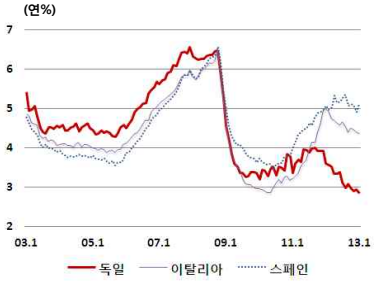
o 기업대출 금리는 글로벌 금융위기 이전까지 독일이 이탈리아·스페인에 비해 높은 수준을 보였으나 위기 이후 큰 폭으로 하락하여 최근 연 3%를 하회

— 반면 이탈리아·스페인의 경우 큰 폭 하락하였다가 재정위기 이후 반등하여 최근 연 4~5%대 수준

주택대출[1] 금리

주 : 1) 만기 10년이상 주택대출 기준
자료 : ECB

기업대출[1] 금리



주 : 1) 신규, 만기 1년 이하, 대출액 100만유로 기준
자료 : ECB

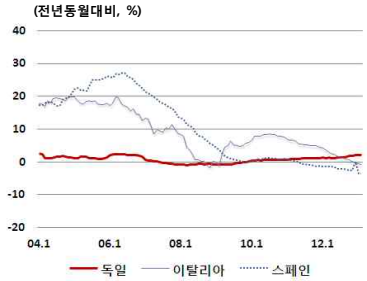
2 신용경로

□ 글로벌 금융위기 및 유로지역 재정위기를 거치면서 독일의 금융기관 대출은 변화가 크지 않았으나 이탈리아·스페인의 경우는 대출증가세가 크게 둔화

o 주택대출은 독일이 상대적으로 견조한 가계신뢰도 및 주택시장 개선 전망 등에 힘입어 최근 2%대의 증가세를 보이고 있는 반면 이탈리아·스페인은 증가세 둔화 현상이 지속되다가 최근 들어 감소로 전환

— 이탈리아·스페인은 가계의 신뢰도가 회복되지 않고 있는 데다 특히 스페인의 경우 재정위기 이후 주택시장 전망이 개선되지 않고 있어 수요가 부진

주택대출 증가율



자료 : ECB

가계 주택대출 대출수요지수[1]

(DI, %)

		2012.1	2	3	4	2013.1
가계 신뢰도	독일	5	7	9	6	6
	이탈리아	7	0	-7	7	-7
	스페인	-40	-40	-20	-20	-20
주택 시장 전망	독일	14	15	15	12	19
	이탈리아	29	29	21	43	36
	스페인	-50	-50	-30	-30	0

주 : 1) 직전 3개월 은행대출에 대한 수요
자료 : ECB

o 기업대출은 독일의 경우 경영실적 호전에 따른 현금성 자산 보유 증가* 등으로 수요가 크지 않은 상황이며, 이탈리아·스페인의 경우 투자 축소와 구조조정 추진 등으로 인해 수요가 크게 위축됨에 따라 디레버리징 현상이 나타나면서 감소

* 독일 기업(non-financial corporations)의 현금성 자산(currency & deposits)은 2007.4/4분기 4,026억유로에서 2012.3/4분기 4,683억유로로 증가

기업대출 증가율

자료 : ECB

기업규모별 대출수요지수[1]

(DI, %)

		2012.1	2	3	4	2013.1
중소 기업	독일	0	-3	2	0	5
	이탈리아	6	-31	-31	-25	-25
	스페인	0	-5	0	-10	-10
대기업	독일	6	-9	-5	-7	-9
	이탈리아	6	-31	-19	-13	-31
	스페인	-6	-17	-11	-11	-17

주 : 1) 직전 3개월 은행대출에 대한 수요
자료 : ECB

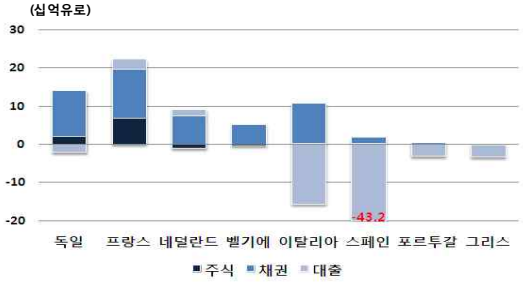
□ 한편 기업의 은행대출을 통한 자금조달 뿐 아니라 등 자본시장을 통한 자금조달도 독일 등 중심국과 이탈리아·스페인 등 재정취약국간에 뚜렷한 차이를 시현

o 2012년 하반기중 독일*, 프랑스, 네덜란드 등은 회사채 발행을 중심으로 기업의 자금조달이 원활한 모습을 보이고 있는 반면 이탈리아**, 스페인 등은 큰 폭의 감소를 기록

* 독일의 경우 기업대출은 소폭 감소하였는데 이는 대출금리 하락 및 은행들의 대출 확대 노력에도 불구하고 기업의 경영실적 호전 등에 따른 차입수요 감소에 기인(FT, 2013.2)

** 이탈리아의 경우 2012년 하반기중 회사채 발행을 통한 자금조달이 원활하였으나 2013.2월 총선 이후에는 정치적 불확실성 등으로 인해 자금조달에 애로가 증대(Commerzbank 2013.3)

2012년 하반기중 유로지역 기업 순차입



자료 : Barclays, FT 재인용

3 자산가격경로

□ 유로지역 주가는 글로벌 금융위기, 재정위기, ECB의 OMT 발표 등을 계기로 큰 폭의 등락을 보인 가운데 회원국별로 차별화

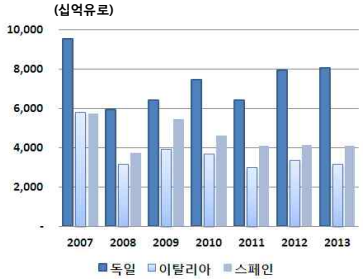
o 독일의 경우 최근 주가가 종전 최고치(2007.7.16 8,105.69)에 근접하고 있는 반면 이탈리아·스페인의 경우 종전 최고치대비 40~60% 하회

o 상장기업 시가총액도 독일이 사상 최고치(2007년말 9,519억유로)에는 미치지 못하지만 증가세를 이어가고 있는 반면, 이탈리아·스페인은 2008년말 수준에 머물고 있는 실정

주가[1)]

주 : 1) 독일 DAX 30, 이탈리아 FTSEMIB 40, 스페인 IBEX 35
자료 : Bloomberg

상장기업 시가총액[2)]



주 : 1) DAX 30, FTSEMIB 40, IBEX 35 포함기업, 2007 ~ 2012년은 각 회계년도말, 2013년은 4.3일 기준
자료 : Bloomberg

□ 주택가격은 독일이 글로벌 금융위기 이전 10년 이상의 정체에서 벗어나 상승세를 지속하고 있는 반면 이탈리아·스페인은 하락세 지속

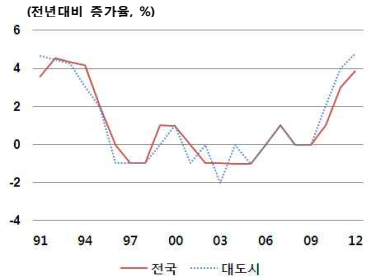
o 독일은 주택대출 금리의 지속적 하락과 함께 주택대출이 완만하나마 증가세를 나타내면서 주택가격 상승세가 확대

— 저금리와 풍부한 유동성을 바탕으로 한 가계의 실수요 뿐 아니라 글로벌 금융위기 이전의 장기간 정체로 인해 투자자산으로서의 가치가 부각되면서 자산운용사, 보험사 등 기관투자자의 투자수요도 증가

o 반면 이탈리아·스페인의 주택가격은 재정위기 이후 주택대출 금리의 반등과 함께 하락세

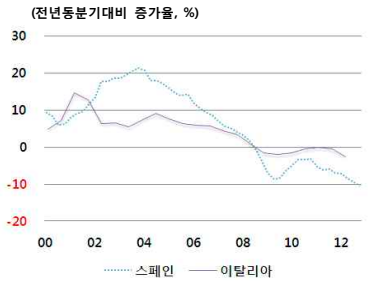
— 특히 글로벌 금융위기 이전 주택시장 버블을 경험한 스페인의 경우 하락폭이 확대

독일 주택가격[1)]



주 : 1) 기존 단독주택(single family house) 기준
자료 : BIS

이탈리아 및 스페인 주택가격[1)]



주 : 1) 이탈리아는 전국 모든 주택, 스페인은 전국 기존 주택 기준
자료 : BIS

4 환율경로

□ 유로화 환율은 글로벌 금융위기 이후 국제금융시장의 불안정을 반영하여 큰 폭의 등락을 보이고 있으나 대체로 유로화 출범시의 환율(1999.1.1일 1.18 US$/euro) 수준을 상회

o 다만 유로화는 금융위기 이후 사상 최고치*를 기록한 이후 대체로 약세를 보이고 있는 데, 이는 유로지역의 정책금리 수준이 연 0.75%로 미국, 일본, 영국 등 주요국보다 높다는 점에서 통화정책보다는 유로지역 재정위기 및 이에 따른 경기침체 등이 더 큰 영향을 미치고 있는 데 기인

* 사상 최고치는 2008.4.22일 1.5991 US$/euro, 사상 최저치는 2000.10.25일 0.827 US$/euro

□ 유로지역에서는 모든 회원국이 유로화를 단일통화로 사용하므로 명목적으로는 환율경로가 공통으로 작동하나 회원국별로 물가 수준과 교역량을 감안한 실질실효환율을 보면 파급효과가 차별화

o 유로지역 재정위기 이후 유로화가 약세를 보이면서 독일의 경우 실질실효환율이 저평가되어 있는 반면 이탈리아·스페인의 경우 여전히 고평가되어 있는 것으로 추정

미달러화/유로화 환율

자료 : Bloomberg

실질실효환율[1)]

주 : 1) 27개국 기준 2) 원지수는 2010=100
자료 : BIS

5 기대경로

□ 완화적 통화정책에도 불구하고 경기침체와 고용사정 악화 등으로 소비자 및 기업의 경기신뢰도가 크게 악화되었는데, 특히 소비자의 경기신뢰도는 회원국간 격차가 현저

o 독일과 달리 경기침체 및 고용사정 악화의 정도가 심한 이탈리아·스페인의 경우 소비자 경기신뢰도가 크게 악화

o 기업의 경우 회원국간 격차가 크지 않았는데 이는 유로화 약세 등에 기인한 수출 증가 및 수익 개선의 효과를 공통으로 향유한 데 기인한 것으로 평가

수출 및 기업 총부가가치

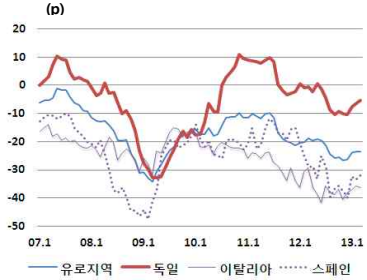
(십억유로)

	수출				기업[1)] 총부가가치		
	독일	이탈리아	스페인		독일	이탈리아	스페인
2010	950	337	192	2010	1,484	771	559
2011	1,059	376	220	2011	1,541	788	577
2012	1,095	389	229	2012	1,572	799	570

주 : 1) 금융기관포함, 자료 : Eurostat, EU Ameco

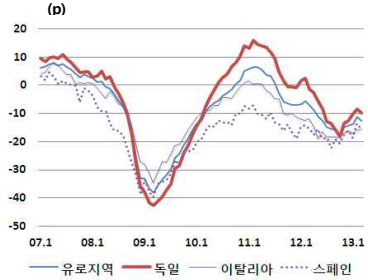
유로지역 경기신뢰지수

<소비자신뢰지수>



자료 : EU집행위

<기업신뢰지수>



자료 : EU집행위

⇒ ECB의 통화정책 파급효과는 독일의 경우 금리 및 자산가격 경로가 비교적 원활하게 작동하고 있으나 이탈리아·스페인의 경우 전반적으로 파급경로가 제대로 작동하지 못하고 있는 것으로 판단

Ⅲ 회원국별 경제상황 차별화

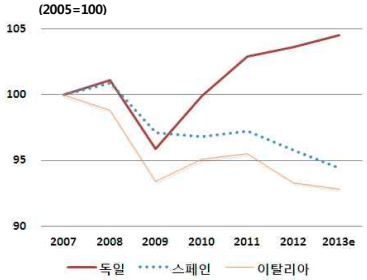
□ 통화정책 파급경로의 작동이 회원국별로 차별화되면서 성장 및 고용, 물가 등 경제상황도 차별화

□ 독일은 글로벌 금융위기의 영향에서 벗어나 비교적 견조한 회복세를 이어가고 있는 반면 이탈리아·스페인은 유로지역 재정위기 이후 마이너스 성장을 지속

o 고용 측면에서도 독일의 실업률은 완전고용에 가까운 5%대 초반으로 하락한 반면 이탈리아·스페인은 실업률이 계속 상승

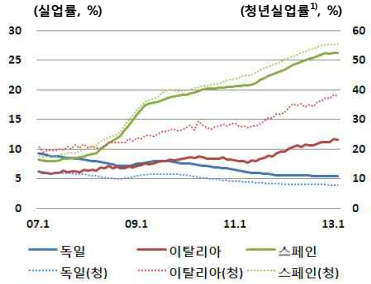
— 특히 청년실업률(15~25세)의 경우 독일은 10% 이하로 하락한 반면 이탈리아·스페인은 각각 40% 및 50%를 상회

GDP성장



자료 : Eurostat

실업률



주 : 1) 25세 미만
자료 : Eurostat

□ 물가는 부가가치세율 인상의 영향을 제외하면 대부분의 회원국에서 하향안정세를 보이고 있으나 향후 여건은 회원국별로 상이

o 유로지역 전체적으로는 경기부진 등으로 소비자물가 상승률이 둔화되면서 최근 들어 ECB의 물가목표치인 2%를 하회

— 다만 이탈리아*·스페인**은 세입 증대 등을 위해 부가가치세율을 인상하면서 물가 상승요인으로 작용

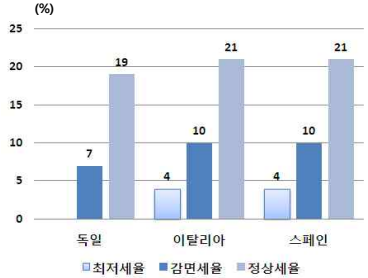
* 정상세율을 한 차례(2011.9.17일 20→21%) 인상

** 정상세율(2010.1.7일 16→18% 및 2012.1.9일 18→21%) 및 감면세율(2010.1.7일 7→8% 및 2012.1.9일 8→10%)을 각각 두 차례 인상

소비자물가 상승률

자료 : Eurostat

부가가치세율1)



주 : 1) 이탈리아·스페인의 경우 최저세율은 식재료 등 기초생활물품에 적용
자료 : EU집행위

o 그러나 독일의 경우 경기회복 등으로 임금상승률이 이미 높아진 가운데 고용사정 개선에 따른 부분적인 구인난 등의 노동시장 여건*을 감안할 때 향후 추가적인 임금상승이 예상되어 인플레이션 압력이 높아질 것을 우려

* 2012년중 파업참가자 및 파업일수가 크게 늘어난 가운데 공공부문 노조는 2013~2014년중 6.5%의 인상을 요구하였으며 최종적으로 5.6%에 타결(2012.3)

독일 파업참가자수 및 파업일수

(천명, 천일)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
파업참가자	550	1,550	420	120	182	1,200
파업일수	725	542	398	173	304	630

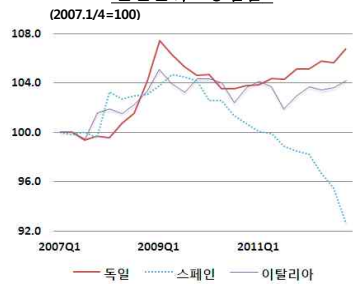
자료 : Hans Boeckler Stiftung

— 언론에서는 ECB의 완화적 통화정책 지속*, 높은 임금 상승세 등을 거론하며 인플레이션 압력 증대에 대해 계속 경고

* 완화적 통화정책 지속을 통해 인위적으로 인플레이션을 유도할 가능성(WIWO 2013.1)

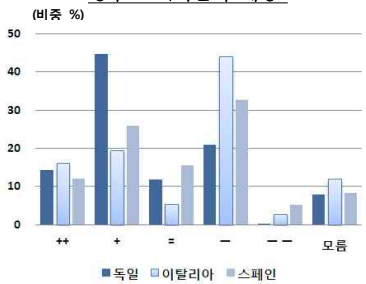
o 반면 이탈리아·스페인 등에서는 경기가 장기간 침체된 가운데 높은 실업 등으로 임금이 하락 또는 정체되고 있어 물가의 상승세가 둔화되거나 하락할 것으로 예상

실질단위노동임금1)



자료 : Eurostat

향후 소비자물가 예상1)



주 : 1) 향후 1년간의 소비자물가 전망, 5단계(rise a lot, rise moderately, rise slightly, stay about the same, fall)
자료 : EU집행위, 2013.3

IV 통화정책기조에 대한 논란 및 향후 전망

(통화정책기조의 적정성에 대한 논란)

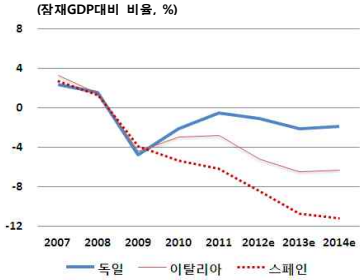
□ 독일 등 경기회복세가 상대적으로 양호한 중심국과 이탈리아·스페인 등 재정 취약국이 상이한 경제상황에도 불구하고 ECB의 단일 통화정책 영향 하에 있음에 따라 통화정책기조의 적정성에 대한 논란이 대두

o 테일러 룰에 따라 유로지역 국가들의 적정 정책금리 수준을 추정해 보면 회원국간 GDP갭 격차 확대 등을 반영하여 현 ECB의 정책금리 수준이 독일 등 중심국에게는 크게 낮은 수준인 반면 재정취약국에게는 높은 것으로 나타남

테일러 룰[1]에 따른 적정 정책금리 수준

주 : 목표정책금리 = 1 + 1.5 × 소비자물가상승률 - 1 × 실업률 갭
자료 : FRBSF

GDP 갭[1]



주 : 1)「(실제GDP*－잠재GDP) / 잠재GDP」
*2012~2014년은 전망치
자료 : OECD

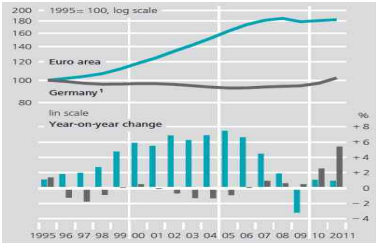
□ 특히 독일에서는 주택가격 상승세가 상대적으로 빨라 거시건전성 측면에서의 시스템적 리스크 증대에 대한 우려도 대두

o 독일연방은행은「금융안정보고서」(2012.12)를 통해 주택시장 상황에 대해 분석하면서, 향후 주택가격 버블 형성 가능성에 대해 경계

— 동 보고서는 주택가격 상승에 신용공급 확대가 수반되지 않고 있어 금융안정이 저해될 가능성은 크지 않아 보이지만 주택가격 버블을 경험한 다른 국가의 경우에도 버블형성 초기 국면에서는 신용공급 확대 속도가 빠르지 않았던 점을 고려할 때, 가계 및 금융기관의 행태 변화를 면밀히 주시할 필요가 있다고 평가

o 독일연방은행 Dombret 금융안정담당 이사도 독일 주택가격 수준이 아직 버블 형성을 우려할 정도는 아니지만 미국 주택시장 붕괴의 후유증을 기억해야 된다고 발언(2013.2)

유로지역 및 독일[1] 주거용 부동산 가격



독일의 대도시[2] 주거용 부동산 가격

주 : 1) 독일의 경우 125개 도시 기준
2) 125개 도시 및 7대도시(Berlin, Cologne, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Munich, Stuttgart)
자료 : 독일연방은행, 'Financial Stability Review 2012'

o ECB Draghi 총재는 계속되는 완화적 통화정책으로 인해 주택 등 자산가격에 버블이 형성될 수 있으며 이러한 버블의 붕괴는 지난 금융위기가 보여주듯이 실물경제에 막대한 비용을 초래한다는 점을 언급(2013.2)

o 독일계 투자은행에서도 유로지역 경제회복이 지연되는 경우 장기간의 완화적 통화정책기조에 따른 부정적 영향이 축적될 수밖에 없으며 이는 독일 경제에 리스크요인으로 작용할 것이라고 경고(Commerzbank 2012.2)

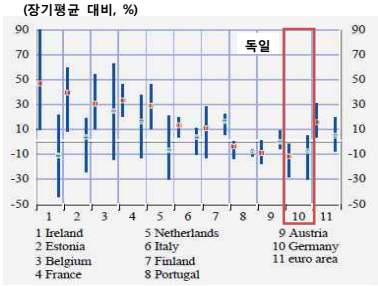
<참고>

독일 주택가격의 적정성

□ 독일 주택가격에 대해서는 독일 내부의 우려와 달리 외부에서는 글로벌 금융위기 이전의 장기간 정체를 감안할 때 현재의 수준이 과도히 높은 것은 아닌 것으로 평가

o ECB(2012.12)는 독일 주택가격이 10%정도 저평가된 것으로, Economist(2013.1)는 17% 정도 저평가되어 있는 것으로 각각 분석

유로지역 주요국 주택가격 평가[1]



주 : 1) 주택가격/임차료, 장기회귀모형 등 4가지 방식으로 주택가격을 평가, 파란선은 최소·최대값, 포인트는 평균값
자료 : ECB 2012.12

「주택가격[1]/임차료 및 가처분소득」의 장기평균[2]대비 평가

(과소(-), 과대(+), %)

	독일	프랑스	이탈리아	스페인
·주택가격/임차료	-17 (-18)	50 (49)	-1 (0)	19 (22)
·주택가격/가처분소득	-17 (-21)	35 (38)	12 (15)	21 (22)

주 : 1) 2012.12월 기준, ( )내는 2012.8월 기준
2) 1975~2012년 기준
자료 : Economist 2013.1

□ 이에 따라 독일연방은행이 추가적인 통화정책 완화에 대해 유보적인 입장을 견지하고 있는 것으로 평가되고 있는 가운데 독일 정부는 재정정책기조를 조기 전환

o 독일연방은행 Weidmann 총재는 ECB의 추가적인 금리인하 여부에 대해 유로지역 경제전망의 기본시나리오(baseline scenario)에 변화가 없다는 점*을 강조(2013.4)

* 금융시장에서는 Weidmann 총재가 추가적인 금리인하에 반대하는 입장을 밝힌 것으로 해석

o 독일 정부는 안정적 성장지속을 위해 재정정책기조의 조기* 전환을 추진함으로써 완화적 통화정책과 긴축적 재정정책의 정책조합(policy mix)을 도모

* 독일은「헌법」에 GDP대비 구조적(자연재해 등에 따른 지출을 제외) 재정적자비율이 2016년까지 0.35%이내가 되도록 규정하고 있는데, Schäuble 재무장관은 2014년까지 GDP대비 전체 재정수지의 균형을 달성할 계획이라고 언급하고 이를 예산안에 반영(2013.2)

□ 반면 이탈리아·스페인 등은 자국의 경기침체 및 고용사정 악화 등에 대응하기 위해서는 ECB가 통화정책기조를 추가적으로 완화해야 한다는 입장

o 재정건전화를 위해 재정정책을 매우 긴축적으로 운영할 수밖에 없는 상황에서 통화정책의 추가 완화 조치*가 긴요하다고 주장

* 스페인 Rajoy총리는 일본은행의 양적완화정책을 언급하면서 ECB도 여타 중앙은행과 동일한 정책 수단을 강구할 필요가 있다고 언급(2013.4)

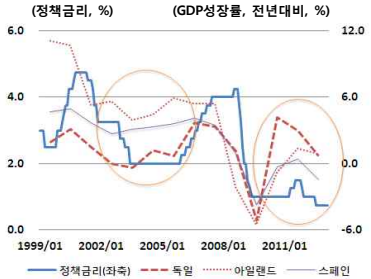
□ 한편 이러한 통화정책 기조에 대한 논란은 2000년대 초중반에도 발생

o 당시 독일은 통독의 후유증 등으로 유럽의 병자로 지칭될 정도의 경기부진*을 경험함에 따라 ECB는 완화적 통화정책기조를 유지

* 2000년대 초반 당시 유로지역 및 독일 경제상황은 양석준&김인구(2012) 참조

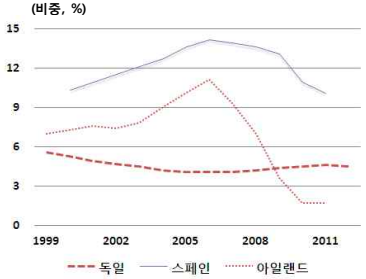
o 이에 따른 영향으로 스페인, 아일랜드 등 현재의 재정취약국은 건설투자를 중심으로 한 경기과열과 부동산 버블을 경험

ECB정책금리 및 GDP성장률



자료 : 한국은행 ESS, Eurostat

독일, 스페인 및 아일랜드 건설업 비중[1)]



주 : Gross Value Added에서 차지하는 비중
자료 : Eurostat

(유로화의 적정 환율수준에 대한 논란)

□ 통화정책기조의 적정성에 대한 논란과 일맥상통하나 최근 주요국 중앙은행의 양적완화 조치 확대와 함께 유로화 환율의 적정수준에 대한 논란도 대두

□ 독일의 경우 경상수지 흑자가 지속되는 가운데 유로화 약세기조가 초래할 수 있는 부작용 등을 우려하면서 유로화 약세유도 등을 위한 통화정책의 추가적인 완화조치를 경계

o 독일연방은행 Weidmann 총재는 유로화 약세유도를 위해 ECB가 정책금리를 인하*할 경우 결국 높은 인플레이션 압력에 직면할 것이라고 강조하면서 수출증대는 통화 약세가 아닌 생산성 제고를 통해 달성되어야 한다는 점을 강조(2013.2)

* 금융시장에서는 독일연방은행이 유로화 강세 논란으로 인해 통화정책 정상화(normalization)가 지연될 가능성을 우려하고 있는 것으로 해석(Deutsche Bank, 2013.1)

□ 반면 이탈리아·스페인 등은 주요국 중앙은행이 양적완화조치를 확대하는 가운데 수출경쟁력 유지를 위해서는 유로화 약세가 긴요하기 때문에 추가적인 통화정책 완화조치가 필요하다는 입장이며 프랑스도 이에 가세

o 수출경쟁력을 유지할 수 있는 한계환율 수준을 보면 유로지역 전체로는 금년 초의 환율 수준이 과도하게 강세는 아닌 것으로 보이나 국별로는 프랑스, 이탈리아의 경우 한계환율 수준보다 높은 것으로 나타남(Deutsche Bank, 2013.1)

미달러화/유로화의 한계 환율 추정

<유로지역 전체[1)]>

주 : 1) 파란선은 세계수요가 추세선 유지, 점선은 세계수요가 2012.3/4분기 수준 유지 기준
자료 : Deutsch Bank

<독일, 프랑스, 이탈리아>

주 : 1) 세계수요가 추세선 유지
2) 세계수요가 2012.3/4분기 수준 유지
자료 : Deutsch Bank

o 이에 따라 프랑스 Hollande 대통령은 지난 2월 유로화가 강세를 보이자 당시의 유로화 환율 수준이 유로지역 경제상황을 제대로 반영하지 못하고 있으며 유로화의 비이성적 움직임을 막아야 한다고 주장*(2013.2)

* 프랑스 산업계도 당시 유로화 환율 수준은 기초경제여건을 반영하지 못하고 있으며 프랑스의 수출경쟁력을 저하시킬 것이라고 우려

— 이와 함께 ECB가 유로화 강세를 제어하기 위해 추가적인 금리인하, 외환시장 개입 등의 수단을 동원할 필요가 있다고 언급*

* 금융시장에서는 프랑스가 유로화 강세 논의를 통해 적어도 현 수준의 완화적 통화정책이 계속 유지될 수 있기를 기대하고 있는 것으로 해석(Deutsche Bank, 2013.1)

o 이러한 논란에 대해 ECB Draghi 총재는 환율이 성장과 물가안정에 매우 중요한 요소이기는 하지만 환율은 기초경제여건을 반영해서 결정되어야 한다는 원칙론을 강조하면서 유로화 환율은 장기평균수준에 머물고 있다고 평가(2013.1)

— Assmussen 집행이사도 유로화 환율은 시장에서 결정되어야 하며 유로지역 국가의 수출경쟁력 제고는 유로화 약세가 아닌 구조개혁 노력으로 이루어져야 된다고 언급(2013.2)

(향후 통화정책 전망)

□ ECB는 개별 회원국이 아닌 유로지역 전체 경제상황을 감안하여 통화정책을 운용한다는 입장을 지속적으로 견지

o 독일 등 일부 회원국을 제외하고 유로지역 전체적으로는 경기부진과 고용사정 악화가 지속되고 있는 점에 비추어 적어도 현 수준의 완화적 정책기조가 당분간 유지될 것으로 예상

o 한편 ECB는 통화정책 파급효과가 회원국별로 차별화되고 있지만 정책금리 인하에 힘입어 모든 회원국의 대출금리가 하락한 점 등을 들어 당초 의도했던 정책목표를 어느 정도 달성한 것으로 평가(ECB Praet집행이사, 2012.12)

□ 금융시장에서는 최근 유로지역의 경기부진과 고용사정 악화에 더해 소비자물가 상승률이 ECB의 목표치인 2%보다 낮아졌다는 점에서 ECB가 향후 금리인하 등 추가적인 완화조치를 내놓을 가능성이 높은 것으로 예상

o 2013.4.4일 ECB의 금리결정 기자회견에서 Draghi 총재가 종전의 금리유지 결정 때와는 달리 향후 수개월간 경제 및 금융동향을 면밀히 모니터링하여 필요시에는 조치를 취할 준비(ready to act)가 되어 있다고 언급한 점에 주목

o 그러나 OMT를 통한 무제한 국채매입 등 양적완화조치를 대폭 확대할 가능성은 크지 않은 것*으로 평가

* ECB는 수차례 OMT를 통한 국채매입은 ESM에 대한 구제금융 신청 및 부대조건 이행시에만 가능한 조건부라는 점을 명확히 표명

<참고 문헌>

양석준, 김인구(2012), “독일 슈뢰더(Schröder) 정부의 개혁 성과에 대한 평가 및 전망”, 2012.10
Bundesbank(2012), “Financial Stability Review”, 2012.12
Commerzbank(2013), “Euro break-up monitor”, 2013.3.7
Deutsche Bank(2013), “Euro appreciation: the moving pain threshold”, 2013.1.25
Deutsche Boerse Group(2013), “ECB’s Economic Baseline Scenario Unaltered”, 2013.4.7
ECB(2013), “Introductory statement to the press conference”, 2013.1.10
___(2012), “Financial Stability Review”, 2012.12
Economist(2013), “Global house prices, Home truths”, 2013.1.12
FT(2012a), “Should the Bundesbank worry about German house prices?”, 2012.7.25
__(2013b), “German banks’ Mittelstand love reignited”, 2013.2.18
FRBSF(2012), “U.S. and Euro-Area Monetary Policy by Regions”, 2012.2.27
Handelsblatt(2013a), “Asmussen drängt auf schnelle Hilfe für Zypern”, 2013.2.10
_____(2013b), “Es droht ein heißer Frühling ”, 2013.2.21
_____(2013c), “Die giftige Gabe”, 2013.3.17
Hans Boeckler Stiftung(2013), “Deutliche Zunahme der Arbeitskämpfe im Jahr 2012”, 2013.2.27
Schäuble W.(2012), “International Monetary and Financial Committee Statement”, 2012.10.13
Weidmann, J., “Crisis management and regulatory policy”, 2013.2.11
WSJ(2012), “European Bank Sees Little Room for Rate Cuts”, 2012.12.11
____(2013), “ECB Keeps Cautious Eye on Euro’s Effect on Prices”, 2013.2.18