

최근 EMU의 체제위기 분석과 향후 전망

박성훈*

2011. 3.

* 고려대학교 국제대학원 교수, E-mail: shpark@korea.ac.kr

목 차

〈요 약〉	1
I. 서 론	4
II. 유럽 경제통화동맹(EMU)의 주요 성과	7
1. EMU의 출범 배경 및 과정	7
2. EMU 출범과 관련된 주요 이슈 및 대내외 시각	9
3. 유로화 위기 이전 EMU 체제의 주요 성과	11
III. EMU 체제의 경제정책 거버넌스의 기본구조와 문제점	17
1. EMU 체제의 경제정책 거버넌스의 기본구조	17
2. EMU 체제의 운용과정에서 나타난 주요 문제점	19
IV. EMU의 체제위기 : 원인과 대책	27
1. 그리스 재정위기에서 EMU의 체제위기로의 전이	27
2. 유로존 위기 극복을 위한 정책 수단	30
V. EMU 체제의 향후전망	37
1. EMU의 미래에 대한 다양한 전망	37
2. 네 가지 시나리오를 통해 살펴 본 EMU의 미래	40
VI. 결론	45
참고문헌	48

〈요 약〉

2007년 말부터 시작된 미국의 서브프라임모기지 사태에서 발발한 미국의 금융위기는 2008년 말에는 세계경제 전반에 파급효과를 가져와 글로벌 금융위기로 확대되었다. 이 과정에서 미국, 일본, 유럽연합 회원국 등 주요국 정부들이 금융시스템의 재건, 실물경제로의 위기전이 방지 등을 위해 막대한 재정을 투입하는 위기극복 전략을 추진하였으며, 국제적으로도 공조체제를 통해 보호무역주의의 방지 등 필요한 조치들을 도입하였다. 이에 따라 1930년대 세계경제대공황 이후 가장 커다란 경제위기라고 불린 2008년 글로벌금융위기는 비교적 단기간 내에 진정의 기미를 보이고 있다.

글로벌금융위기에 의해 많은 나라들이 심각한 경제난을 겪었으나, 1999년 단일통화체제로 출범한 유럽 경제통화동맹(EMU), 즉 유로존은 특별한 형태의 위기를 겪게 되었다. 이른바 EMU의 체제위기가 2009년 말부터 지금까지 유럽뿐만 아니라 세계 금융시장의 불안요인으로 작용하고 있는 것이다. EMU의 체제위기는 EMU에 속한 몇몇 회원국의 현실화된 (또는 잠재적인) 재정위기(또는 금융위기)가 특별한 경로를 통하여 EMU의 전체적인 위기로 확대되는 현상을 지칭한다. 실제로 EMU 전체 GDP의 2%에 불과한 조그만 회원국인 그리스가 2009년 중반 이후 재정위기에 시달리게 되었는데, 2009년 말부터는 EMU 전체가 흔들릴 수 있다는 경고가 나오더니, 2010년 초반부터는 달러화에 대한 유로화의 약세가 현저하게 진행되고, 그리스 외에 재정 또는 금융상황이 악화된 아일랜드, 포르투갈, 스페인, 이태리 등 소위 PIIGS라고 불리는 5개의 EMU 회원국들에 대한 CDS 금리가 급등하는 현상이 나타났다. EU집행위원회, 유럽중앙은행 등 중요한 정책담당기관들이 분주하게 움직였으나, 그리스 재정위기가 EMU 전반에 대한 위협으로 확대되는 것을 막지 못했던 것이다. 즉, 그리스 재정위기가 EMU의 체제위기로 확대되기 시작한 것이다.

본 연구는 이러한 상황의 전개과정에 주목하면서, (i) 1999년 출범한 EMU 체제가 그 동안 어떠한 성과를 거두었으며, (ii) 어떤 원인과 경로를 통해 회원국의 재정금융위기가 EMU 전체의 체제위기로 전이될 수밖에 없었는지, 그리고 (iii) 앞으로의 EMU 체제의 진로는 어떠한가 등을 심층

분석할 목적으로 추진되었다.

본 연구가 제시하는 주요 결론은 다음과 같다. 우선, 본 연구는 EMU 체제가 출범한 후 10년 동안 다양한 성과를 거두었음에도 불구하고 체제 위기에 직면한 것은 기본적으로 다음과 같은 세 가지의 이유 때문이라고 분석하고 있다. 첫째, 모든 경제정책을 완전히 통일하지 못한 EMU의 태생적 한계가 체제위기의 근본적인 원인으로 작용하였다. 즉, 단일통화정책을 실시하면서도 재정정책은 회원국별로 다양하게 운용하도록 허용함으로써 회원국간 거시경제불균형이 발생하는 단초가 제공되었던 것이다. 이러한 불균형을 시정할 수 있는 장치가 결여되어 있는 EMU 체제는 언젠가는 체제위기에 직면할 수밖에 없는 문제점을 안고 있었는데, 글로벌금융 위기라는 커다란 상황변화를 맞아 그 구조적 취약성을 여실히 드러내고 말았던 것이다. 둘째, 출범 후 10년 동안 나타난 다양한 성과에 안주하여 개별 회원국들은 긴축재정과 구조개혁을 위한 노력을 게을리 하였고, 이러한 태도는 방만한 재정정책을 운용하는 회원국에 대한 EMU의 지나치게 관용적인 정책집행에 의하여 용인되었다. 이는 안정성장협약 등 EMU 차원에서 작동해야 할 감시체제들이 철저하게 실패했음을 의미한다. 셋째, EMU 체제는 회원국 사이의 무역과 투자흐름을 확대하여 실물경제의 통합을 가속화시키는 한편, 금융시장의 통합도 더욱 진전시키는 데 기여하였다. 이를 통해 회원국의 금융시장 사이에 매우 긴밀한 대차구조가 형성되는 현상이 나타났는데, 특히 이러한 회원국 사이의 상호연계성의 확대가 역설적이게도 한 회원국이 위기에 처할 경우 다른 회원국도 위기에 쉽게 전염될 수밖에 없는 구조를 형성하였던 것이다.

본 연구는 체제위기의 원인을 진단하는 한편, EMU 체제가 향후 나아갈 것으로 예상되는 궤적을 시나리오의 형식으로 분석했다. 본 연구에서 검토한 시나리오는 제1 시나리오(실질적인 경제정부 구축), 제2 시나리오(Core-EMU로 발전), 제3 시나리오(EMU-1, EMU-2로 분리) 및 제4 시나리오(EMU의 주변화 및 실패) 등 네 가지이다. 회원국들의 재정긴축 및 구조개혁에 대한 의지의 강약, 그리고 EMU 차원에서 진행될 제도적 개혁의 성공 여부 등 두 가지 기준에 대한 평가에 입각하여 설정된 이 네 가지의 시나리오 중에서 본 연구는 시나리오 I과 시나리오 II의 중간 정도 형태가 현실적으로 EMU가 발전해 나갈 가능성이 가장 높은 시나리오인 것으로 제시하였다. 즉, 앞으로 EMU 체제는 보다 심화되고 강화된 형태

로 발전하기 위해 통화정책 외에도 재정정책까지도 단일화해야 한다는 통합지향파와 재정정책적 주권이 회원국에 있는 현재 상황을 그대로 유지하자는 정책주권파가 대립하는 구도를 보일 것으로 예상되는데, 전자가 우세할 경우 시나리오 I로 향하는 힘이 강해지며, 후자가 우세할 경우 시나리오 II로 향하는 힘이 강해질 것으로 예상해 볼 수 있다. 결론적으로 본 연구는 EMU 체제가 향후 일정기간 동안 시나리오 I과 시나리오 II의 줄다리기 속에서 다소 불안정한 모습을 보일 것으로 예상하고 있다.

1. 서론

2007년 말부터 시작된 미국의 서브프라임모기지 사태에서 발발한 미국의 금융위기는 2008년 말에는 세계경제 전반에 파급효과를 가져와 글로벌 금융위기로 확대되었고, 곧 이어 2009년 중후반 부터는 유럽의 단일통화 체제인 유럽 경제통화동맹(Economic and Monetary Union: EMU)¹⁾ 체제 까지도 뒤흔들 정도의 커다란 위력을 발휘하고 있다. 그리스, 아일랜드, 스페인 등 일부 EMU 회원국의 정부부채의 지속가능성에 대한 금융시장의 회의감이 감지되기 시작한 2009년 말부터 2010년 말까지의 1년 동안은 시기와 정도의 차이는 있으나 지속적으로 EMU 체제의 지속가능성에 대한 의문이 제기되어 왔다고 해도 과언이 아니다.

우리나라에서 유로존 체제의 위기를 보는 시각에 있어서도 시간이 경과함에 따라 의미있는 변화가 나타나고 있다. 즉, 2009년 초반 글로벌 금융위기의 극복과정에서 유로존 체제 회원국 중 일부의 재정상황이 악화되기 시작한 이후 시간이 지남에 따라 그 위기의 정도가 깊어지고 범위도 넓어지는 것을 관찰할 수 있었는데, 이에 상응하여 국내에서의 유로화 체제의 지속가능성에 대한 시각도 조심스러운 낙관론에서 강한 비관론으로 변화하고 있는 것이다.

이러한 일부 회원국의 재정금융위기에 대응하여, 그리고 이에서 발발한 EMU의 체제위기에 대응하여 EMU 체제와 유럽연합 회원국들은 전례에 없는 강도 높은 위기극복을 위한 정책수단을 지속적으로 내놓았다. 유럽연합과 EMU 체제는 IMF와의 협력 하에 2010년 3월 그리스에 대한 총 450억 유로 규모의 구제금융 제공을 공식화함으로써 마스트리히트조약(지금은 리스본조약으로 통합)에서 규정한 구제금융금지조항(no bail-out clause)을 실질적으로 파기하는 결과를 초래하였다. 이들은 이에서 더 나아가 2010년 5월 2일에는 그리스에 대한 구제금융의 규모를 1,100억 유로 규모로 확대하고, 1주일 뒤인 5월 9일에는 이와는 별도로 총 7,500억 유로 규모의 유럽안정화메커니즘(European Stabilization Mechanism)을 구제금융기금의 형태로 설치하기에 이르렀다. 2010년 11월 말 그리스에 뒤이어

1) 본 연구에서는 유럽연합 다수 회원국의 단일통화체제를 일컫는 공식 명칭인 'EMU 체제', '경제통화동맹' 외에도 금융시장을 중심으로 사용되고 있는 명칭인 '유로존 체제'를 혼용하고 있음.

아일랜드에서 은행위기가 악화되면서 유동성 공급의 필요성이 대두되자 유럽안정화메커니즘을 활용한 첫 번째 구제금융이 이루어지게 되었다. 그리고 가장 최근인 2010년 12월 16~17일 개최된 유럽이사회(EU 정상회의)는 유럽안정메커니즘(European Stability Mechanism: ESM)을 설치하기로 합의하였다. 2013년 6월까지 한시적으로 운영되고 있는 유럽금융안정화메커니즘을 대체하여 2013년 7월부터 발효하기로 결정된 ESM 체제는 그 동안 학계와 금융시장에서 지속적으로 요구해 온 상시적인 위기관리체제를 설치하는 것으로 주목받고 있다. 특히 이 ESM 체제는 위기에 빠져 구제금융을 제공받는 회원국에게 매우 강한 구조조정을 요구하는 한편, 국가부도위기(sovereign risk)의 경우 채권자인 민간부문에 대해서도 일정한 책임을 지우는 방안을 포함하고 있어 향후 금융시장의 반응과 이의 효과성에 관심이 기울여지고 있다.

이러한 일련의 정책과정은 EMU 체제의 내재적인 문제점으로 지적받고 있던 (i) 단일통화체제, (ii) 개별재정정책 및 (iii) 국가간 재정이전 불허라는 EMU 체제의 세 가지의 핵심정책수단들이 동시에 작동하기는 불가능하다는 점을 제도적으로 보완하여, EMU 체제를 존속시키고 보다 효과적으로 작동하게 하기 위한 교육지책인 것으로 평가할 수 있다. 이러한 EU와 EMU 체제의 위기극복을 위한 제반 노력들을 관찰하면서, 일부에서는 성급하게 EMU 체제의 와해가 가까웠다는 매우 비관적인 관측을 내놓기도 하였다. 또 사태를 보다 낙관적으로 바라보는 측에서는 이번의 체제위기와 관련된 일련의 사태들이 결과적으로 EMU 체제를 더욱 공고히 하는 방향으로 작용할 가능성도 크다는 전망을 하기도 한다. EMU의 향후 진로가 어떠하더라도, 지난 10년 동안 무리없이 작동해 왔다는 긍정적인 평가를 받고 있던 EMU 체제는 그 이미지에 커다란 손상을 입었으며, 이에 따라 EMU 회원국들이 지속적으로 추구하던 유로화의 국제화에도 어느 정도의 제동이 걸리게 될 것으로 전망해 볼 수 있다. 특히, 향후 일정기간 동안 EU와 EMU 체제는 이미지 개선뿐만 아니라, 아직도 금융위기설에 시달리는 소위 PIIGS라고 불리는 일부 회원국들에서 실제로 위기가 발생하지 않도록, 또 일부에서 위기가 발생하더라도 EMU의 체제위기까지는 번지지 않도록 정책역량을 집중해야 할 것으로 사료된다.

본 연구는 1999년 출범한 EMU 체제가 그 동안 어떠한 성과를 거두었으며, 무슨 이유로 체제위기라는 문제점에 봉착하게 되었는지, 그리고 앞

으로의 EMU 체제의 진로는 어떠한가 등을 살펴볼 목적으로 추진되었다. 본 연구의 구성은 다음과 같다. 우선 제Ⅱ장에서는 EMU 체제의 출범 과정과 글로벌금융위기 이전까지의 기간 동안 EMU 체제가 어떠한 성과를 거두었는가를 간략하게 살펴본다. 제Ⅲ장에서는 EMU 체제에서 운용되고 있는 경제정책의 거버넌스 구조를 살펴보고 어떠한 문제점이 있는가를 분석해 본다. 이어서 제Ⅳ장은 최근 불거진 EMU의 체제위기를 본격적으로 분석한다. 특히, 이 장에서는 한 회원국의 재정금융위기가 어떠한 메커니즘을 통해 EMU의 체제위기로까지 전이하는가에 분석의 초점을 두고자 한다. 그리고, 이 위기의 극복을 위해 지속적으로 투입되고 있는 다양한 정책수단을 중요도에 따라 선별하여 상세하게 분석한다. 제 V장은 EMU의 체제위기와 관련하여 제시되고 있는 다양한 향후 전망을 살펴본다. 극단적인 비관론과 조심스러운 낙관론 사이의 비교적 넓은 스펙트럼을 보이고 있는 다양한 시나리오와 그 논리를 분석해 봄으로써 향후 EMU 체제의 향방을 짐쳐볼 수 있을 것으로 판단된다. 다른 연구들에서 제시하고 있는 다양한 시나리오 분석 외에도, 본 연구는 EMU 체제가 견게 될 가능성이 있는 네 가지의 시나리오를 제시하고 각각을 분석함으로써 향후 EMU 체제의 발전 경로를 예측해 보았다. 제Ⅵ장은 전체의 논의를 종합적으로 정리하고 시사점을 도출하는 결론 부분이다.

II. 유럽 경제통화동맹(EMU)의 주요 성과

유로화 체제가 겪고 있는 최근 1~2년의 위기상황은 1999년 유로화를 단일통화로 채택하여 여러 차례의 회원국 확대를 거쳐 현재 16개 회원국으로 발전한 유럽 경제통화동맹이 2008년 글로벌금융위기 이전까지 보여준 다양한 긍정적인 성과와는 커다란 대조를 보이는 현상이다. 이러한 관측은 EMU 체제의 위기에 대한 심층분석을 행하기 위해서는 과연 EMU 체제가 어떠한 배경 하에서 출범했으며, 어떠한 목적을 추구해 왔고, 또 이와 관련하여 어떤 중요한 이슈들이 제기되어 왔는가에 관한 논의가 전제되어야 함을 시사한다. 따라서, 다음 장에서부터 본격적으로 진행될 유로화 체제의 위기 및 그 극복을 위한 다양한 정책수단에 대한 심층 분석에 앞서 본 장에서는 유로화의 출범 배경 및 과정을 살펴 본 후 위기에 처하기 이전 10년간의 EMU 체제의 중요한 성과들을 개괄적으로 점검해보기로 한다.

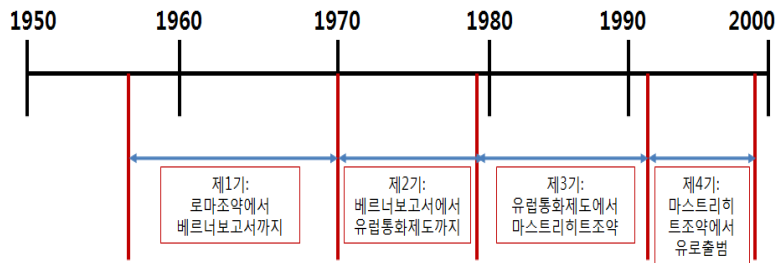
1. EMU의 출범 배경 및 과정

EMU 체제는 유럽연합 회원국들이 오랜 기간에 걸쳐 철저한 준비를 한 후 1999년 EU의 15개 회원국 중에서 영국, 덴마크, 스웨덴, 그리스 등 4개국을 제외한 11개국을 대상으로 하여 출범한 단일통화체제이다. 사실 유럽연합이 경제통화동맹을 출범시키기로 합의한 것은 1970년 발표된 베르너보고서²⁾로 거슬러 올라간다. 당시의 유럽공동체(European Community : EC)는 공동농업정책(Common Commercial Policy : CAP) 등 다양한 공동정책을 채택하면서, 회원국 통화간 환율변동을 최소한으로 제어해야 할 필요성을 느끼게 되었던 것이다. 베르너보고서는 이에서 더 나아가 3단계에 걸친 정책과정을 통해 EC 회원국들의 통화를 통합하는 방안을 제시하였다. 1970년대 초반 국제금융시장의 변동성이 강해지면서, 베르너보고서에 입각한 유럽의 통화통합은 성사되지 못하고, 1979년 유럽통화제도(Euro-pean Monetary System : EMS)를 출범시키면서 통화통합으로 가는 첫 번째 단계로서 회원국 통화 사이의 환율변동을 제한하는 환율조정장치

2) Werner Report(1970) 참조.

(Exchange Rate Mechanism: ERM)를 구축하게 되었다. ERM을 주요 내용으로 하는 유럽통화제도는 1979년부터 1998년까지의 20년 기간 동안 운용되었는데, 이를 통해 특히 1980년대 중반부터 1990년대 초반까지의 기간 중에는 EU 회원국 사이의 많은 거시경제변수들이 과거보다 크게 수렴되는 중요한 성과가 나타났다.³⁾ 이러한 성과에 힘입어 EU 회원국들은 1989년 발표된 들로르보고서⁴⁾에 입각하여 마스트리히트조약의 체결(1991년) 및 발효(1993년) → 유럽중앙은행(ECB) 설립(1998년) → 유로화의 도입(1999년) → 유로화 통용(2002년)으로 이어지는 일련의 정책과정을 통해 1999년 유로 중심의 단일통화체제인 EMU 체제, 즉 유로존을 출범시키기에 이르렀다. 종합적으로 볼 때, EMU의 출범 과정은 European Commission(2007)이 아래의 <그림 1>을 통해 제시하듯이 대체로 네 단계에 걸친 준비과정을 통한 장기적인 로드맵에 의한 과정이었던 것으로 평가할 수 있다.

<그림 1> 유럽 경제통화동맹(EMU) 출범의 단계별 접근



자료 : European Commission(2007).

3) EMS가 운용된 기간을 통상적으로 (1) ERM 이전 기간(1965~1979); (2) 연성(soft) ERM 기간(1979~1985); (3) 경성(hard) ERM 기간(1986~1992); (4) EMU 이전 기간(1993~1998) 등 네 기간으로 나눌 수 있는데, 이 기간이 경과할수록 EU 회원국들의 거시경제지표들이 수렴되면서 통합의 성과가 나타났음이 실증적으로 증명되었음. 특히 연성 ERM 기간 중에 회원국 통화 사이의 환율 조정이 빈번했던 데 반하여, 경성 ERM 시기에는 한 차례도 환율조정이 없이 거시경제의 수렴이 뚜렷하게 진행되었던 것으로 분석되었음. 보다 상세한 분석결과에 관해서는 Angeloni and Dedola(1999) 참조.

4) 들로르보고서는 유럽사회의 위임에 의해 당시의 EU집행위원회 위원장이었던 Jacques Delors를 위원장으로 하여 설치된 “EMU연구를 위한 특별위원회(들로르위원회)”에 의해 작성되어 1989년 4월 17일 발표된 공식 보고서를 지칭함. Committee for the Study of Economic and Monetary Union(1989) 참조.

EMU 체제는 1999년 출범 후 2001년 그리스가 추가로 가입하여 일정 기간 동안 EMU-12 체제로 운영되다가,⁵⁾ 2000년대 초중반 EU에 가입한 중동구권, 지중해 및 발트해 연안국가들 중에서 슬로베니아(2007년), 사이프러스 및 말타(2008년), 그리고 슬로바키아(2009년) 등 4개국이 연이어 EMU 체제에 가입함에 따라 EMU는 2010년말 현재 16개 회원국으로 운용되고 있다.⁶⁾

2. EMU 출범과 관련된 주요 이슈 및 대내외 시각

1990년대 초중반에 걸쳐 EU 회원국들의 단일통화체제인 EMU의 출범이 가시화되자 EMU는 세계적으로 학술 및 정책연구의 대상으로 부상하였다. 특히, EU가 과연 Mundell(1961)이 제시한 최적통화지대(Optimum currency Area: OCA)의 전제조건을 충족하는가에 대한 찬반론이 이 논란의 중심에 있었다고 할 수 있다.⁷⁾ 들로르보고서가 공식적으로 채택된 1989년부터 유로화의 통용이 성사된 2002년까지의 기간 동안 미국의 경제학자와 통화정책담당자들이 학술저널에 발표한 약 170건의 연구논문을 분석한 Jonung and Drea(2009)의 서베이는 EMU 체제의 출범을 전후한 시기에 이를 관찰하는 국외자들의 시각이 어떠했는가에 관해 다음과 같은 흥미로운 결과를 보여주고 있다. 첫째, Jonung and Drea는 특히 미국의 학자/정책담당자들이 EMU의 출범에 대해 다분히 냉소적인 시각을 가지고 있었

5) 당시의 15개 EU 회원국 중에서 경제수렴조건을 모두 충족시킨 회원국은 룩셈부르크 1개국에 불과하였으나, 다분히 정치적인 결정을 통해 1999년 1월 1일을 기하여 11개국이 참여하는 EMU가 출범하게 되었음. EMU 가입과 관련하여 영국과 덴마크는 EMU에 가입하지 않아도 된다는 단서 조항(opting-out clause)을 부여 받았으며, 스웨덴은 마스트리히트 조약에서 정하는 EMU 가입 의무 조항을 적용받아야 했으나, 가입을 원하지 않았기 때문에 의도적으로 가입조건을 충족시키지 않음으로써 강제적인 가입을 회피하는 전략을 취하였음. 그리스는 EMU에의 가입을 처음부터 원하지는 했으나, 특히 공공부문의 부채와 재적적자의 규모가 수렴조건에서 규정하는 것보다 크게 초과하는 것으로 평가되어 출범 초기에는 가입자격이 주어지지 않았고, 2년 뒤인 2001년 EMU에 가입하게 되었음. 이와 관련한 보다 상세한 내용은 강인수 외(2010) 참조.

6) 2011년 1월을 기하여 에스토니아도 유로화를 채택하여 EMU 회원국이 되었음. 본 연구의 주요 대상이 2009~2010년 기간 중의 EMU 체제 위기를 분석하는 데 있기 때문에 EMU-16에 대한 분석에 중점을 두고 에스토니아는 분석대상으로 삼지 않았음.

7) 유럽연합이 최적통화지대의 전제조건을 충족시키는가에 대한 미국 학자 및 정책담당자들의 연구 결과는 대부분 비판적이었음. 이에 관해서는 Jonung and Drea(2009, pp.8~12) 참조. 유승경(2010)은 최적통화지대 이론의 발전적 전개과정에서 제시된 다양한 조건들을 최근 유로화 위기에 비추어 요약적으로 분석하고 있음.

다고 분석하고 있다. 즉, 미국 경제학자들의 대부분이 “유로화가 성공적으로 도입되지 못할 것(It can't happen)”이라거나, “유로화 도입이 바람직한 정책이 아니다(It's a bad idea)”, 또는 “유로화가 도입되더라도 오랫동안 지속하지 못할 것(It won't last)”이라는 판단을 하고 있었던 것으로 나타났다. 둘째, 서베이의 저자들은 이러한 유로화 출범 가능성에 대한 부정적인 시각은 EU가 유로화 도입을 결정한 정책과정의 초기에 미국 경제학자들이 전통적인 ‘최적통화지대’ 이론을 지나치게 추종하는 경향을 보였던 데 기인하는 것으로 판단하고 있다. 셋째, 이러한 외부의 부정적인 시각에도 불구하고 유럽연합의 11개 회원국들이 1999년초를 기하여 마스트리히트 조약의 골간을 유지한 채 유로화를 법정단일통화로 도입하자 미국 경제학자들의 시각과 분석적 접근방법이 점차 긍정적으로 변화한 것으로 관측되었다. 특히 이 과정에서 적지 않은 학자들이 전통적인 최적통화지대 이론의 현실세계에서의 유용성에 대해 의문을 가지기 시작한 것으로 저자들은 분석하고 있다.

이러한 Jonung and Drea(2009)의 연구결과는 특히 2009년 후반 시작된 그리스의 재정위기 및 2010년 후반의 아일랜드 금융위기를 계기로 하여 유로존 전체의 존폐위기까지도 논의되고 있는 2009년말 이후의 세계경제 상황에서 여러 가지 흥미로운 시사점을 던져주고 있다. 특히, 일부 회원국의 재정금융위기가 EMU의 체제위기까지 번지면서 출범당시의 논란의 중심에 있었던 최적통화지대 여부가 다시 논의되고 있으며, 또 단일통화 정책의 중요한 전제조건이라 할 수 있는 회원국간 경제정책 및 경제지표의 수렴을 위해 도입되었던 안정성장협약(Stability and Growth Pact: SGP)이 왜 그 역할을 제대로 수행하지 못했는가에 대한 비판도 다시 부상하고 있는 중이다. 물론, 위기극복을 위해 투입되고 있는 제반 정책조치들도 이 점에 초점을 맞추고 있기도 하다.

EMU의 출범을 둘러싸고 EU 내부에서도 상당한 논란이 있었음이 사실이다. 우선, EU 설립과 EMU 출범을 주요 내용으로 하는 마스트리히트조약이 체결되고 나서(1991년 11월) 회원국들의 비준절차를 거쳐 EU가 출범되는 시점(1993년 11월) 까지의 약 2년에 걸친 기간 동안 EU 회원국 내에서 EMU에 대한 찬반논란이 적지 않게 진행되었다. 예를 들면, 영국과 덴마크의 경우 마스트리히트조약의 국내 비준이 일차적으로 실패하자

다른 EU 회원국들과의 재협의를 거쳐 ‘수렴조건을 충족시킬 경우 EMU에 가입해야 한다’는 강제가입의무조항을 지키지 않아도 된다는 회피조항(opting-out clause)을 단서로 첨부하고 나서야 국내비준절차를 성공적으로 마무리할 수 있었다. 마스트리히트조약의 비준절차가 완료되고 공식적으로 발효된 이후에도 일부 회원국에서는 EMU 출범에 반대하는 목소리들이 계속되고 있었다. 특히, 1-2차 대전 기간 중 엄청난 인플레이에 시달렸던 독일에서는 유로화를 단일통화로 채택할 경우 전후 오랫동안 통화가치의 안정을 최우선으로 추진했던 독일연방은행의 안정위주의 통화정책노선을 포기해야 하며, 이로 인하여 독일은 높은 인플레이션 압박을 또다시 받을 수밖에 없을 것이라는 우려 때문에 경제학자들을 중심으로 한 많은 지식인들이 유로화 도입에 찬성한 연방정부의 정책노선을 철회시켜 달라는 헌법소원을 제출하기도 하였다.⁸⁾

EMU의 출범을 전후한 시기에, 그리고 EU 주변국들의 재정금융위기 발발과 함께 대두된 유로존 체제의 존폐위기와 관련하여 대두되고 있는 EMU 체제에 대한 찬반논란을 요약적으로 표현하면, 이는 한국은행(2010e)이 지적하고 있듯이 EMU 체제의 구성요소인 (i) 단일통화정책의 실시; (ii) 회원국의 독립적 재정정책 권한 보유; (iii) EU 회원국간 구제금융 불가 조항(즉, 재정이전 미비) 등 세 가지의 정책요소들이 동시에 병립하는 것에 대한 회의적인 시각이라고 할 수 있다.⁹⁾

3. 유로화 위기 이전 EMU 체제의 주요 성과

EMU 체제가 출범한 1999년부터 글로벌금융위기가 유로화를 사용하는 일부 회원국의 재정상황을 극도로 악화시키면서 재정위기 → 국가부도위기로 발전하기 이전인 2008년 중반까지의, 즉 유로화 출범 이후 약 10년간

8) 최근 이들은 그리스 재정위기에 직면하여 유로존의 존폐위기가 거론되면서 유럽연합이 IMF와 함께 총액 7,500억 유로에 달하는 공동펀드를 조성하기로 했다는 발표와 관련하여 “브뤼셀로부터의 우산이 통화동맹을 구출할 수 없다”는 제목의 광고를 독일 일간지인 Frankfurter Allgemeine Zeitung(2010.7.6)에 게재하기도 하였음. 이 유럽의 공동펀드 반대 캠페인에는 Wilhelm Hankel, Wilhelm Nölling, Karl Albrecht Schachtschneider, Dieter Spethmann, Joachim Starbatty 등 5인의 대표적인 경제학자가 주도하고 있음.

9) 한국은행(2010e)는 이번의 재정금융위기를 통해 EMU체제가 병립할 수 없는 세 가지 요소(이를 ‘new impossible trinity’라고 부르기도 함)로 구성되어 있는 태생적 한계를完연하게 노출하고 말았다는 평가를 내리고 있음.

의 EMU 체제에 대한 평가는 대체로 긍정적인 평가가 주를 이루고 있다. 예를 들어 2008년 EMU 출범 10년을 맞이하여 EU집행위원회가 발간한 「EMU 10주년 평가보고서」는 10년 동안 운용된 유로화 체제가 다음의 <표 1>에서 보는 바와 같이 다양한 형태의 긍정적인 성과를 거두었던 것으로 평가하고 있다.¹⁰⁾

표를 중심으로 하여 글로벌금융위기 이전에 나타난 유로화의 성과를 요약적으로 정리하면 다음과 같다. 우선, 유로화 도입 이후 EMU 회원국의 경제에서는 거시경제정책의 안정성 제고가 가장 눈에 띄는 성과인 것으로 분석되었다. 유럽중앙은행이 인플레이션 기대를 잠재우고 금리와 물가상승률을 하향 안정화 시킬 수 있었음은 물론이고, 1999~2007년의 기간 중 나타난 회원국들의 재정정책적 규율 준수도 괄목할 만한 성과를 거둔 것으로 드러났다. 둘째, 경제 및 시장통합의 분야에서는 환율위험의 종식과 거래비용의 감소를 수반한 유로화 도입에 기인하여 역내 교역 및 FDI의 교류가 이전보다 한층 확대되었으며, 금융시장의 통합도 크게 진전되면서 유로화 표시 채권시장의 성장이 가시화되는 효과가 나타났다. 셋째, EMU 회원국들의 경제정책 운용을 둘러싼 환경요인들이 개선되면서, 외부충격에 대한 내성이 강해진 것으로 나타났으며, 주변 회원국들에 돌아가는 경제적 이익이 적지 않게 증가하는 방향으로 운용되었다. 넷째, 이와 함께 유로화의 국제적 역할도 크게 제고되었는데, 특히 국제채권시장에서는 유로화의 역할이 달러화에 버금가는 수준으로 발전한 것으로 나타났다. 세계 각국의 외환보유 및 무역결제통화로서의 유로화의 역할에서도 출범 초기보다 상당한 진전이 있었다. 다음의 <그림 2>에서 볼 수 있듯이 국제채권발행액에서 유로화가 차지하는 비율은 초기의 20% 수준에서 2009년에는 30%까지 확대되는 등 여러 분야에서 유로화의 국제화가 크게 진전되었다.

이러한 긍정적인 평가와 함께 European Commission(2008b)은 향후 EMU 체제가 시급하게 해결해야 할 당면과제로서 다음의 세 가지를 지적하고 있다. 첫째, 유럽경제의 전반적인 성장동력이 약화되어 있어 이를 강화하는 작업이 매우 긴요한 것으로 지적되었다. 특히, 단일통화정책에 힘입어 일자리의 창출이 확대되었음에도 불구하고 유로존 경제의 생산성 향

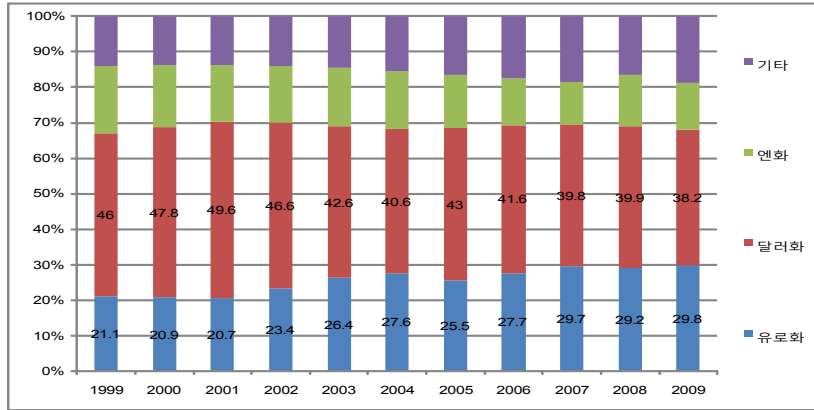
10) 이의 상세한 내용에 관해서는 European Commission(2008a, 2008b)을 참조.

〈표 1〉 EU 집행위원회가 자체 평가한 EMU 10년의 주요 성과

구 분	순번	긍정적 성과	성과의 주요 내용
거시경제 정책운용	1	거시경제정책의 환경이 대폭 개선	<ul style="list-style-type: none"> · 과거 종종 있었던 환율재조정이 철폐 · 유럽중앙은행이 재빠르게 신뢰성을 확보 · SGP에 힘입어 회원국의 재정정책 규율이 개선
	2	장기적인 인플레이션 기대가 하향 안정화	<ul style="list-style-type: none"> · 인플레이션율이 ECB의 목표인 2%에 근접 · 명목이자율은 5%대로 안정화(1980년대 12% →1990년대 9%) · 실질이자율은 전례없는 수준으로 안정화
	3	재정정책이 거시경제정책 안정화를 지원하는 방향으로 운용	<ul style="list-style-type: none"> · 회원국 재정정책의 건전화 진전으로 재정적자가 GDP의 0.6%로 하락(1980/90년대 : 4%) · 2005년 SGP 개혁에 따라 일회성 재정지출증가가 방지 · 2007년 GDP 3% 이상의 재정적자 회원국 없음
경제 및 시장통합 효과	4	경제통합 및 시장통합이 보다 강화	<ul style="list-style-type: none"> · 환율위험의 종식과 국경간 거래비용의 하락으로 단일시장과 제품시장의 통합화가 진전 · 역내 교역이 GDP의 33%로 증가(10년전 : 25%) · 역내 FDI도 지속적으로 증가
	5	금융시장통합의 촉매제로 작용	<ul style="list-style-type: none"> · 유로존 내의 은행간 금융시장이 완전히 통합 · 초국경 은행간 거래도 급격하게 확대 · 유로표시의 기업채권시장의 성장 가시화
회원국의 경제운용 환경개선	6	외부의 경제적 충격에 대한 유로존 경제의 내성(resilience)이 강화	<ul style="list-style-type: none"> · 다양한 외부충격에 노출되었음에도 불구하고 유로존 경제의 불안이 종래보다 감소 · 인플레이 기대감을 효과적으로 제어한 통화정책의 효과로 인식 · 리스본조약, SGP 등도 이에 기여한 것으로 판단
	7	주변 회원국들에게 의미있는 경제적 이익을 제공	<ul style="list-style-type: none"> · 거시경제의 안정성 증대, 이자율 하락, 구조기금, 결속기금을 통한 지원 등이 주요 · 주변 회원국들의 금융시장도 핵심국에 통합 · 이에 고무되어 신규 EU 회원국들도 유로존 가입
유로화의 국제적 역할제고	8	달러 다음으로 제2의 세계통화로 정착	<ul style="list-style-type: none"> · 국제금융시장의 주요 활동에서 유로화의 역할이 달러화에 필적할 정도로 증대(예 : 국제채권시장) · 외환보유에 있어서도 유로화가 약 25% 차지 · 무역결제통화 역할도 대폭 확대
	9	유럽경제 및 세계경제의 안정화의 기둥 역할을 담당	<ul style="list-style-type: none"> · EMU의 경제정책의 세계적인 파급효과 확대(유로존 경제규모, 유로화의 국제적 역할 증대 등) · 신뢰성높은 거시경제 정책들, 건전한 금융시스템 등의 요인으로 글로벌 경제의 발전에 기여
경제 거버넌스	10	건전한 경제거버넌스 구조를 구축	<ul style="list-style-type: none"> · 개별 회원국의 정책주권에도 불구하고 공통된 정책적 이해가 확산 · SGP의 개혁(2005)으로 재정거버넌스 체제에 주인의식이 확대

자료 : European Commission(2008b)을 요약하여 정리.

〈그림 2〉 국제 채권 발행액에서 차지하는 주요 국제통화의 시장점유율



자료 : European Central Bank(2010).

상이 예전보다 취약하다는 점은 EMU 체제의 커다란 도전이라고 지적되고 있다. 둘째, 회원국간 상당한 규모의 불균형이 장기간 지속되고 있는 점도 유로화 체제를 위협하는 요소로 인식되었다. 특히 인플레이션과 노동비용에서 이러한 불균형이 두드러지게 나타나고 있는데, 이는 특히 제품가격과 임금의 유연성이 약한 데 기인하는 바 큰 것으로 분석되었다. 이러한 현상이 장기간 이어지고 있어 이를 시정하기 위한 각 회원국 단위의 강도 높은 구조개혁이 추진되어야 함에도 불구하고 개혁의 성과가 유로화 출범을 목전에 둔 1990년대 중후반 단행되었던 구조개혁의 강도에 훨씬 못미치는 것으로 평가되고 있어 주의를 요한다는 분석이다. 셋째, EMU 10년의 긍정적인 성과에서 지적되었듯이 달러화에 이어 제2의 세계 통화로 발돋움한 유로의 위상에 걸맞는 “명확한 국제적인 전략(a clear international strategy)”이 추진되어야 함에도 불구하고 이 과제가 잘 시행되지 못하고 있는 것으로 평가되었다. 이와 관련된 과제로서, 높아진 유로화의 위상에도 불구하고 대중의 유로화에 대한 인식이 이에 크게 못미치고 있어 이를 시정해야 할 필요성도 감지되었다. 일부 회원국에서는 자국의 부진한 경제성과가 부적절한 경제정책에 기인함에도 불구하고 유로화에 그 책임을 돌리거나, 물가상승의 직접적 원인이 마치 유로화 도입에 있는 것처럼 인식하는 국민의식이 그대로 방치되고 있기도 한 상황이라고 지적되고 있다.

이렇게 긍정적 성과와 해결해야 할 과제들이 대비되고 있는 상황에서

European Commission(2008b, pp.8~12)은 유로화의 향후 10년간을 위해 “세 가지 축의 의제(three-pillar agenda)”로 압축하여 향후 전략방향을 제시하고 있다. 첫째, 대내적인 전략으로서 (i) 회원국 재정정책에 대한 조정과 감시를 심화하고, (ii) EMU 회원국에 대해서는 재정정책을 넘어서는 전반적인 거시경제정책에 대한 감시체제도 확대하는 한편, (iii) EMU 내에서의 전반적인 정책조정 틀 속으로 각 회원국의 구조개혁을 통합시키는 전략을 추진해야 한다는 주장이다. 둘째, 대외적인 전략으로는 글로벌 경제거버넌스에 관한 제반 논의에서 유로화 체제의 역할을 제고하는 것을 목적으로 하여 회원국들의 공동입장을 개발하고, 그 대표성을 강화하는 정책을 취하는 전략이 필요하다는 주장이다. 셋째, 이러한 대내외적인 전략이 주효하기 위해서는 EMU 전체의 효과적인 거버넌스 체제를 구축하는 것이 필수적이라고 지적되고 있다. 특히, 유로그룹(Eurogroup)¹¹⁾이 경제정책 조정을 심화 및 확대하는 주체로서의 역할을 계속하는 한편, 전체적인 거버넌스가 유로화 체제가 당면하고 있는 다양한 도전을 해결할 수 있는 방향으로 개편되어야 한다는 인식이 EMU 체제에 확산되고 있었다고 하겠다.

지금까지 요약적으로 살펴 본 EMU 체제의 성과, 향후 과제 및 전략방향을 종합적으로 평가하건대 다음과 같은 세 가지의 특징을 발견할 수 있다. 첫째, EMU 체제는 글로벌금융위기가 발발하기 전인 2008년 중반까지의 기간 동안에는 다양한 형태로 나타난 긍정적인 성과에 상당히 고무되어 있었다는 평가를 내릴 수 있다. 이러한 성과들은 EMU의 미래에 대한 비교적 낙관적인 전망으로 이어졌으며, 이에 따라 향후 전략방향에 대한 논의에 있어서도 EMU 체제의 구조개혁 필요성과 함께 같은 수준에서 EMU의 대외대표성을 강화하는 전략을 추진한다는 것을 역점사업으로 지정하였던 것이다. 둘째, 이러한 낙관론이 우세하였음에도 불구하고 EMU

11) Eurogroup은 단일통화체제인 EMU 회원국들 사이의 경제정책조정 필요성에 의거하여 설치되었으며, EMU 각 회원국의 재무장관, EU 집행위원회 담당 집행위원 및 ECB 총재로 구성되어 있음. 초기에는 유럽이사회의 의장국 재무장관이 유로그룹의 의장 역할을 담당하였으나, 2005년 1월 부터는 2년 임기의 비공식 상임의장 체제로 운영되어 왔으며, 2009년 발효된 리스본조약은 2년 6개월 임기의 상임의장을 선출하도록 규정하고 있음. 이에 따라 2010년 초 2005년 1월 1일부터 3기째 의장 역할을 담당하고 있는 Jean-Claude Juncker(현재 룩셈부르크 수상)가 리스본조약에 의한 새로운 의장으로 선출되었음.

체제는 지속적인 체제유지를 위해 거버넌스의 개선 등 구조개혁이 필요하다는 인식도 함께 가지고 있었다고 평가할 수 있다. 회원국간 불균형 축소의 필요성에 대한 인식과 거시경제정책의 조정 및 감시체제의 강화 필요성 제기 등은 이러한 인식을 상징적으로 보여주는 전략방향인 것으로 평가할 수 있다. 셋째, 이러한 구조개혁 필요성에 대한 인식이 싹트고 있었음에도 불구하고 1-2개 회원국에 재정금융위기가 발생하면, 경우에 따라서 EMU 체제 자체가 위기에 봉착할 수 있다는 절박한 상황인식은 거의 없었던 것으로 평가된다. 앞에서 소개되었듯이 EMU 체제의 외부충격에 대한 내성이 더욱 강화되었다는 자체 평가는 이러한 절박한 상황인식이 부재했음을 압축적으로 표현하고 있다고 하겠다. 결과적으로, 위기관리 체제에 대한 본격적인 논의는 2008년 이후 글로벌금융위기가 발발한 이후, 그리고 더 정확하게는 그리스, 아일랜드 등에 대한 구제금융이 본격적으로 논의되는 시기 이후에나 가능했던 것으로 평가된다.

III. EMU 체제의 경제정책 거버넌스의 기본구조와 문제점

1. EMU 체제의 경제정책 거버넌스의 기본구조

EMU 체제의 경제정책 거버넌스는 다음의 <표 2>를 통해 간략하게 살펴볼 수 있다. 우선 통화정책은 단일통화체제의 특성을 반영하여 전적으로 EU 차원에서 실시된다. 즉, 유럽중앙은행이 단일통화정책의 주체로서 물가안정을 최우선목표로 하는 통화정책을 실시한다. ECB는 주로 금리책정을 통해 유로존의 연간 물가상승률을 2% 이내에서 제한하는 정책을 실시하는 것이 통상적이다.

재정정책에 있어서는 개별 EMU 회원국이 독립적인 재정정책을 실시하고 있다. 회원국들이 독립적인 재정정책을 실시하더라도, 이 과정에서 안정성장협약(SGP)에서 규정하고 있는 재정적자 및 정부부채의 과대한 확대를 방지하는 규정을 준수해야 한다. EU 차원에서는 EMU 17개 회원국의 재무장관과 ECB 및 EU집행위원회의 대표자로 구성되어 있는 유로그룹(Eurogroup)에서 기본적인 정책방향에 대한 결정이 내려진다. 재정정책의 운용에 있어서는 이 외에도 마스트리히트조약에 규정되어 있듯이 (i) 회원국 간의 구제금융금지 조항과 (ii) ECB의 회원국 정부채권구매금지 조항 등 두 가지의 정책수단에 의해 지원을 받아 왔는데, 뒤에서 상세하게 설명되듯이 이 두 가지 재정정책 수단은 최근의 유로화 위기에 대응한 상시적인 위기관리체제의 채택과정에서 실질적으로 폐기된 것으로 볼 수 있다.

은행 및 금융시장의 규제는 은행체제와 금융시장의 안정성을 유지하여 금융위기 등을 방지하는 것을 목적으로 두고 있는데, EU 차원에서 시행되고 있는 은행지침(Banking Directive)과 감독기구인 유럽은행감독국(European Banking Authority : EBA)이 전반적인 정책틀을 제공하고 있다. 회원국 차원에서는 느슨한 형태의 정책조율이 실시되고 있을 뿐이다. EBA는 특히 유로화체제의 위기가 가시화되던 2009년 초중반에 EU집행위원회의 일련의 정책제안에 의해 설치된 새로운 기구이다. 종래 유럽금융감독위원회(European Supervisory Committee : ESC)의 형태로 운영되던 감

독체제를 은행, 증권, 보험 등 각 금융기관을 감독하는 기구를 별도로 설치하면서 이들을 총괄하는 유럽금융감독체제(European System of Financial Supervision : ESFS)를 구축하는 과정에서 EBA를 설치하게 되었다.¹²⁾

〈표 2〉 EMU의 효과적 운용을 위해 채택된 경제정책 거버넌스

정책 분야	정책 귀속	정책담당자	정책목표 및 취지
통화정책	EU 차원 회원국 차원	유럽중앙은행 없음	물가안정이 최우선 목표
재정정책	EU 차원 회원국 차원	Eurogroup+구제 금융불가조항+ECB의 채권구매불가 조항 회원국 정부가 SGP 준수 및 Eurogroup과의 조율 하에 실시	각 회원국별로 필요한 거시경제적 안정화 정책에 필요한 자율성을 제공하되, 자금조달 이자율 상승 또는 국가부도 가능성 등의 부정적인 파급효과 회피
은행 및 금융시장 규제	EU 차원 회원국 차원	EU의 은행규정(Directives) 및 조정기구인 EBA 설치 느슨한 조율 하에 개별 회원국 정부가 은행 감독기능	금융위기 등을 방지할 수 있도록 은행체제와 금융시장의 안정성을 유지
경쟁력	EU 차원 회원국 차원	없음 시장기구, 사회적 대화기구, 임금규정 등 회원국에 따라 크게 다름	은행체제와 금융시장이 충분히 안정적으로 운용될 경우 경상수지불균형은 크게 문제되지 않을 것으로 기대
구조개혁	EU 차원 회원국 차원	리스본조약(현재는 EU 2020으로 바뀜) 각 회원국별로 작성된 행동 계획에 의거하여 실시	단일통화정책의 개별 회원국에 대한 적합성을 개선할 수 있도록 충분한 유연성을 확보

자료 : Baldwin and Gros(2010)에서 정리.

EMU 회원국들의 경쟁력(Competitiveness)과 관련된 정책은 대부분 회원국 차원에서 실시되는 특징을 보인다. EU 차원에서는 이를 위한 정책수단이 채택되지 않았는데, 이는 은행체제와 금융시장이 안정적 작동할 경우 회원국 사이의 경상수지불균형 등 경쟁력격차가 그다지 큰 문제없이 금융체제 내에서 흡수될 수 있다는 기대가 있었기 때문인 것으로 분석된다. 그러나, 많은 관측가들이 지적하듯이 EU(또는 EMU) 전체의 대외수지가 대체로 균형을 이루고는 있으나 회원국 사이에는 심각한 불균형이 발생하였고, 이를 장기간 방치함으로써 단일통화정책의 수행에 크게 부담을 주었다는 인식이 확산되면서, 경쟁력 정책도 최근 EU 차원에서 중요한 정책적 관심사로 부상하고 있다.

12) 이에 관해서는 European Commission(2009) 참조.

구조개혁과 관련된 정책들은 단일통화정책의 실시와 관련하여 “one-policy-fits-all” 개념이 효과적으로 작동하기 위한 기반을 조성하는 데 그 근본적인 취지가 있다고 하겠다. 이를 위해 각 회원국들은 EU 차원에서 채택된 「EU 2020」이라는 커다란 틀 속에서 자체적인 행동계획에 따라 구조개혁을 실시하고 있다. 그런데, 국제금융시장의 혼란 및 회원국 사이의 장기간 불균형 등의 요인에 따라 각 회원국의 구조개혁을 공동체 차원에서 감시하고 감독해야 할 필요성이 대두되었다. 특히, 금융위기 또는 국가 부도위기에 직면하여 새로이 도입된 유럽안정메커니즘에서 규정하는 구제 금융을 제공받게 될 회원국들은 매우 강한 구조개혁을 약속하는 방향으로 정책방향이 수정되었다.

2. EMU 체제의 운용과정에서 나타난 주요 문제점

앞에서 살펴 본 EMU 체제의 경제정책 거버넌스는 유로화 체제의 출범 이후 일정 기간 동안은 순조롭게 운영되어 온 것으로 평가받고 있다. European Commission(2008a, 2008b)이 자체적으로 유로화체제 10년의 평가보고서에서 지적했듯이, 그리고 Verdun(2010)이 요약적으로 정리하고 있듯이¹³⁾ 다소의 문제가 있기는 했으나, 전반적으로는 실물 및 금융시장 통합의 심화, 물가안정기조의 정착, 재정정책적 규율의 전반적 준수 등 다양한 긍정적인 효과가 나타났던 것이 사실이다.¹⁴⁾ Mongelli and Wyplocz (2008)도 EMU 10주년을 평가하는 논문을 통해 출범 당시 제기되었던 세 가지의 잠재적인 위협이 실현되지 않았다고 평가하였다.¹⁵⁾ 즉, 글로벌금융 위기의 여파가 EMU의 체제위기로 까지 번지게 된 2008년 하반기 이전의 EMU에 대한 평가는 부정적인 것보다는 긍정적인 것이 주류를 이루고 있었다고 하겠다.

13) Verdun(2010)은 유로화의 출범을 전후하여 제기된 10대 비판(정치적 문제점 5개; 경제정책 문제점 5개)을 각각 2008년의 상황에 대비하여 검토하고 있는데, 거의 대부분의 비판들이 현실화되지 못했다고 평가하면서, 그만큼 EMU 체제가 초기 10년 동안 안정적으로 운용되었다고 총평하고 있음.

14) 이에 관해서는 본 보고서의 제 II장을 참조.

15) Mongelli and Wyplocz(2008)가 평가하고자 한 세 가지의 잠재적인 위협은 (i) 유럽중앙은행이 물가안정보다는 성장 위주의 통화정책을 활용할 가능성이 우려되며(중앙은행의 신뢰성); (ii) 회원국이 독립적으로 실시하는 재정정책이 친경기적으로 흐를 가능성이 농후하고; (iii) 회원국간의 실질금리 차이 때문에 경상수지상 불균형이 발생할 가능성이 있다는 세 가지의 경고임.

그러나, EMU 체제는 다음에서 살펴보듯이 그 태생적인 한계에 따라 나타나는 문제점들과 함께 특정 회원국에서 재정·금융위기 또는 국가부도 위기 등이 발생했을 경우를 대비한 위기관리체제가 미비한 점 등 적지 않은 문제점들을 내포하고 있었기 때문에 지금과 같은 체제위기에 봉착할 가능성이 농후했다는 평가가 일반적이다. EMU 체제의 중요한 문제점들을 경제정책 거버넌스를 중심으로 살펴보면 다음과 같이 정리할 수 있다.

가. 재정정책 운용에 있어서의 회원국간 커다란 격차

첫째, 재정정책의 수행에 있어서 EMU 체제 전체의 성과와 개별 회원국의 성과에 커다란 격차가 발생했음을 관찰할 수 있다. 즉, Baldwin and Gros(2010)가 분석했듯이 2000~2007년의 기간 동안 SGP가 규정하는 중요한 수렴기준 중 하나인 재정적자가 EMU 체제 전체적으로는 3% 내외를 기록하여 기준을 충족시킨 것으로 나타났으나, 개별 회원국별로는 기준을 준수하지 못한 경우가 적지 않았음이 밝혀졌다. 특히 8년의 관찰기간 동안 그리스의 경우 매년(즉 8번), 그리고 이태리(5번), 독일(4번), 포르투갈(4번) 등의 회원국들은 적어도 4번 이상 재정적자 기준을 준수하지 못했음에도 불구하고 별다른 제재를 받지 않은 것으로 나타났다. 일부 회원국의 이러한 방만한 재정정책 운용은 특히 경기가 좋을 때 ‘재정정책의 건전성을 유지하고 되도록 재정흑자를 시현함으로써 경기 하강 시에 이를 활용하여 재정적자와 정부부채가 급상승하지 않도록 완충장치를 마련해야 한다’는 SGP의 기본정신이 거의 지켜지지 않은 것으로 평가할 수 있다.¹⁶⁾ 한국은행(2010a)은 이렇게 회원국별로 독립적으로 운용된 재정정책이 단일통화정책과 양립할 수 없는 모순(태생적 한계)과 또 규정을 위반한 회원국에게 지나치게 관용적인 태도를 취함으로써 재정적자와 정부부채가 지나치게 팽창하는 결과가 초래된 점들이 EMU의 체제위기를 야기하는 중요한 요인으로 작용했다는 평가를 하고 있다.

아래의 <표 3>과 <표 4>는 이러한 회원국별 재정정책 운용에 있어서의 커다란 격차를 극명하게 보여 주고 있다. 특히 눈에 띄는 점은 European Commission(2008b)이 지적하고 있듯이 2008년까지의 대다수 회원국의 재

16) Baldwin and Gros(2010)은 이에 대해 “Deficits and debt discipline... was essentially absent”라고 표현하고 있음.

정적자와 정부부채가 비교적 양호한 상태를 유지하고 있었다는 점이다. 2007~2008년도 재정수지 평균이 흑자를 시현한 회원국이 독일, 룩셈부르크, 네덜란드, 핀란드 및 사이프러스 등 다섯 나라였고, 나머지 11개 재정적자 회원국 중에서도 2년간의 평균치가 GDP의 3% 이상이었던 회원국은 아일랜드, 그리스와 말타 등 3개 회원국에 불과하였다. 그러나, 이러한 비교적 양호한 EMU 회원국들의 재정상황은 미국의 서브프라임위기가 글로벌금융위기로 확대되기 시작한 2008년 말부터 악화되기 시작하여 2009년에는 룩셈부르크와 핀란드를 제외한 14개 회원국에서 재정적자가 GDP의 3%를 초과하게 되었다. 이러한 재정상황의 급격한 악화는 글로벌금융위기의 충격을 줄이고자 단행된 금융기관에 대한 공적자금 투입, 자동차 구입자금 지원을 포함한 다양한 산업구제제도의 마련 등 정부의 재정지출이 급격하게 증가한 것과 경제성장의 감속 또는 마이너스 성장에 따른 세

〈표 3〉 EMU 16개 회원국의 연도별 재정수지¹⁾ 추이(2007~2011)

EMU 회원국	2007	2008	2009	2010 ²⁾	2011 ²⁾
벨기에	-0.3	-1.3	-6.0	-5.0	-5.0
독일	0.3	0.1	-3.0	-3.7	-2.7
아일랜드	0.1	-7.3	-14.4	-32.3	-10.3
그리스	-6.4	-9.4	-15.4	-9.6	-7.4
스페인	1.9	-4.2	-11.1	-9.3	-6.4
프랑스	-2.7	-3.3	-7.5	-7.7	-6.3
이태리	-1.5	-2.7	-5.3	-5.0	-4.3
룩셈부르크	3.7	3.0	-0.7	-1.8	-1.3
네덜란드	0.2	0.6	-5.4	-5.8	-3.9
오스트리아	-0.4	-0.5	-3.5	-4.3	-3.6
포르투갈	-2.8	-2.9	-9.3	-7.3	-4.9
슬로베니아	0.0	-1.8	-5.8	-5.8	-5.3
핀란드	5.2	4.2	-2.5	-3.1	-1.6
말타	-2.8	-4.8	-3.8	-4.2	-3.0
사이프러스	3.4	0.9	-6.0	-5.9	-5.7
슬로바키아	-1.8	-2.1	-7.9	-8.2	-5.3
EMU-16 전체	-0.6	-2.0	-6.3	-6.3	-4.6
EU-27 전체	-0.9	-2.3	-6.8	-6.8	-5.1

주 : 1) 재정수지의 GDP 비율을 의미함.

2) 2010년과 2011년은 예측치.

자료 : European Commission(2010k).

수감소 등의 요인에 기인하는 것으로 판단된다.

Baldwin and Gros(2010)는 이 요인 외에도 글로벌금융위기가 발발하는 시점에서 일부 EMU 회원국들의 재정상황이 이미 악화되어 있었다는 점을 지적하고 있다. 즉, 앞에서 논의되었듯이 경기하강기에 대비하여 경기상승기에 요구되었던 재정정책적인 준비가 충분하지 못했다는 분석이 가능하다. 특히, 아래의 <표 3>에서 알 수 있듯이 아일랜드, 그리스 스페인 등 3개 회원국은 각각 다른 원인에 의해 GDP의 10%를 넘는 재정적자가 발생하였고, 포르투갈의 경우도 10%에 육박하는 급격한 재정적자 증가현상이 나타났다. 회원국간 정도의 차이는 있으나 재정적자의 증가 추세가 2011년에 가서야 다소 진정될 것으로 예견되었다.

<표 4>를 통해 정부부채의 추이를 살펴보면 다음과 같은 특징을 발견할 수 있다. 우선, 2007~2008년의 기간 중 EMU 16개국 전체의 정부부채는 SGP의 기준인 GDP의 60% 이하를 충족시키지는 못하였지만 그다지 악화된 상황은 아니었던 것으로 평가할 수 있다. 그러나, 일부 회원국은 정부부채가 이미 매우 우려되는 수준으로 증가되어 있었음을 알 수 있다. 즉, 이태리, 그리스, 벨기에 등 3개 회원국은 GDP의 100%를 초과하거나(이태리), 그에 육박하는 높은 정부부채 구조를 이미 보이고 있었다는 점에 유의할 필요가 있다. 이 나라들이 이미 보이고 있었던 높은 정부부채는 글로벌금융위기에 따라 경제성장률의 급격한 하락 및 이에 따른 세수감소와 금융기관에 대한 공적자금 투입 및 산업구제조치의 도입 등에 따른 정부지출 증가가 겹치면서 또다시 급격하게 증가하는 현상이 나타났다. 아일랜드의 경우는 매우 특이한 사례인데, 2007~2008년 기간에만 해도 정부부채의 구조가 EMU 16개 회원국 중에서 상위에 속할 정도로 양호한 편이었으나, 글로벌금융위기의 영향을 받아 급격하게 재정구조가 악화되는 현상이 나타났다. 이는 한국은행(2010e)과 Baldwin and Gros(2010)가 서로 다른 맥락에서 지적하듯이 당면한 은행위기를 극복하기 위한 수단으로 부도위기에 처한 은행들에 대해 막대한 공적자금을 투입한 데 기인하는 것으로 판단된다. 특히 이에 따라 아일랜드의 2011년 정부부채의 GDP 비율이 2007년에 비해 80%포인트 이상 급증할 것으로 예상되었는바, 이는 투자자들의 우려를 자아내기에 충분했던 것으로 평가할 수 있다.

〈표 4〉 EMU 회원국 공공부채¹⁾의 연도별 변화(% , %포인트)

EMU 회원국	공공부채의 GDP 비율					2007~11년 변화
	2007	2008	2009	2010 ²⁾	2011 ²⁾	
벨기에	84.2	89.6	96.2	98.6	100.5	16.3
독일	64.9	66.3	73.4	75.7	75.9	11.0
아일랜드	25.0	44.3	65.5	97.4	107.0	82.0
그리스	105.0	110.3	126.8	140.2	150.2	45.3
스페인	36.1	39.8	53.2	64.4	69.7	33.6
프랑스	63.8	67.5	78.1	83.0	86.8	23.0
이태리	103.6	106.3	116.0	118.9	120.2	16.6
룩셈부르크	6.7	13.6	14.5	18.2	19.6	12.9
네덜란드	45.3	58.2	60.8	64.8	66.6	21.3
오스트리아	59.3	62.5	67.5	70.4	72.0	12.7
포르투갈	62.7	65.3	76.1	82.8	88.8	26.1
슬로베니아	23.4	22.5	35.4	40.7	44.8	21.4
핀란드	35.2	34.1	43.8	49.0	51.1	15.9
말타	61.7	63.1	68.6	70.4	70.8	9.1
사이프러스	58.3	48.3	58.0	62.2	65.2	6.9
슬로바키아	29.6	27.8	35.4	40.7	44.8	15.2
EMU-16 전체	66.0	69.7	79.1	84.1	86.5	20.5
EU-27 전체	58.8	61.8	74.0	79.1	81.8	23.0

주 : 1) 공공부채의 GDP 비율을 의미함.

2) 2010년과 2011년은 예측치.

자료 : European Commission(2010k)

나. 단일환을 적용에 따른 거시경제 불균형

일부 EMU 회원국의 방만한 재정정책 운용 및 이의 단일통화정책과의 양립불가론 다음으로 EMU의 체제 위기를 불러온 요인으로는 단일환을의 적용에 따라 고착화되어 나타난 회원국 사이의 거시경제 불균형 문제를 들 수 있다.¹⁷⁾ 거시경제 불균형은 대체로 다음의 두 가지 방향에서 나타

17) 국내 연구에서는 한국은행(2010a), 이종규 외(2010) 등이 제기하고 있음. European Commission (2008a, 2008b)은 EMU 10년 성과보고서에서 앞으로 EMU 체제가 해결해야 할 과제로서 거시경제불균형 문제를 지적하고 있음. 최근 EU가 EMU 체제의 위기극복을 위해 채택한 다양한 안정화프로그램의 배경설명에서도 회원국간 불균형 문제가 계속될 경우 위기재발의 가능성을 열어 놓는다며, 이를 해결해야 한다는 강한 정책적 의지를 표명하고 있음. 이에 관해서는 European Commission(2010e, 2010g, 2010i 등) 참조. 이러한 주장들을 종합적으로 고려할 경우 회원국간 거시경제 불균형 문제는 이는 최적통화시대 성립 여부와 관련있는 문제로서 단일통화체제에 내

난 것으로 분석되고 있다. 그 첫째는 단일통화정책에 의해 단일환율이 적용됨에 따라, 장기간 고인플레이션이 나타나는 국가들은 물가가 안정된 회원국에 비하여 실질실효환율이 고평가되어 그만큼 가격경쟁력이 저하되는 현상이 나타난 경로이다. 이는 결과적으로 EMU 체제의 전체적인 대외수지는 대체로 균형을 유지하였던 반면, EMU 체제 내의 회원국 사이에는 높은 무역수지 불균형을 초래하는 폐단으로 이어졌다.

다음의 <표 5>는 EMU 회원국 중에서 인플레이션율이 비교적 낮은 6개국과 그렇지 않은 5개국 사이의 무역수지와 경상수지의 변화에 커다란 차이가 있었음을 명확하게 보여주고 있다. 특히, 무역수지 적자국은 흑자국의 자금제공을 통해 불균형을 해소해야 하는데, 여기에는 흑자를 시현하는 EMU 회원국의 금융기관, 특히 은행부문이 중요한 역할을 할 수 밖에 없었다. 즉, 유럽금융시장의 통합이 가속화됨에 따라 나타난 금융기관간의 상호연계성 심화에 기인하여 흑자국의 은행들은 적자국이 발행한 채권을 보유하는 규모가 점차 확대되었던 것이다. Baldwin and Gros(2010)는 이러한 금융시장간 상호연계성(interconnectedness)의 심화가 1-2개 회원국의 재정금융위기가 유로존의 체제위기로 확대되는 하나의 중요한 경로였다고 분석하고 있다.

<표 5> EMU 주요 회원국의 무역수지와 경상수지의 변화 (GDP 비중; %)

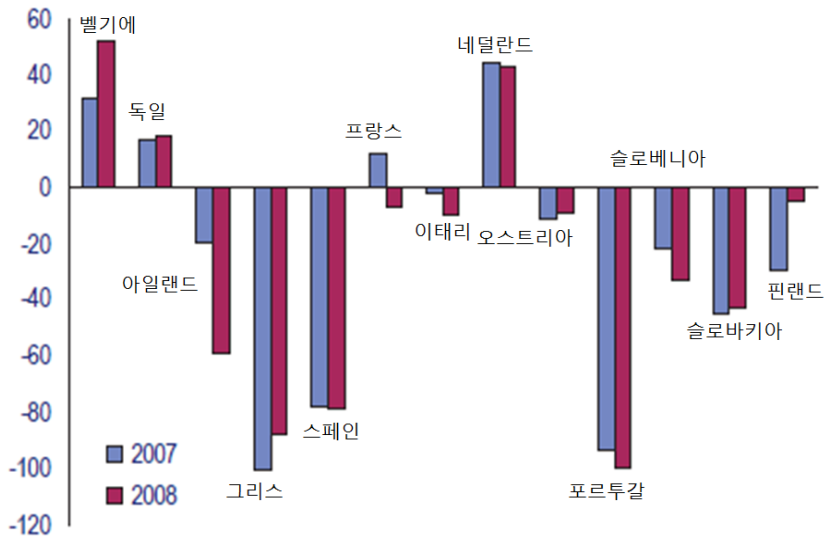
회원국	무역수지의 변화추이		무역수지 변화	경상수지의 변화추이		경상수지 변화
	1990~98	1999~2007		1990~98	1999~2007	
오스트리아	0.16	3.93	3.78	-1.38	0.36	1.71
벨기에	3.48	3.79	0.31	4.32	3.84	-0.48
핀란드	4.57	7.41	2.84	0.47	7.06	6.59
독일	0.44	3.81	3.37	-0.54	2.24	2.78
네덜란드	4.90	6.58	1.68	4.13	5.37	1.23
아일랜드	12.15	13.93	1.78	1.78	-1.61	-3.39
6개국 전체	3.35	6.58	3.23	1.35	2.88	1.52
이태리	2.44	0.60	-1.84	0.57	-1.01	-1.58
프랑스	0.84	0.30	-0.30	0.80	0.56	-0.24
포르투갈	-7.55	-8.63	-8.63	-2.19	-8.76	-6.57
스페인	-2.04	-3.79	-2.74	-1.64	-5.41	-3.77
그리스	-6.95	-11.89	-4.94	-2.39	-6.71	-4.32
5개국 전체	-0.91	-4.68	-3.78	-0.88	-4.27	-3.39

자료 : Christodoulakis(2009).

재되어 있는 문제점으로 볼 수 있음.

EMU 회원국 사이에 장기간에 걸쳐서 나타난 무역/경상수지의 불균형은 그 결과로서 회원국 사이에 대외순자산 보유현황에서의 커다란 격차도 유발하였다. 다음의 <그림 3>은 전통적인 흑자국인 벨기에, 독일, 네덜란드와 전통적인 적자국으로서 재정위기 또는 은행위기의 기로에 처해 있는 PIGS 국가들의 대외순자산 보유에 커다란 차이가 있음을 보여주고 있다.

<그림 3> EMU 회원국의 대외순자산 현황



자료 : European Central Bank(2010).

거시경제의 불균형이 나타나게 된 두 번째 경로는 회원국간 실질금리의 차이에서 찾을 수 있다. EMU 체제 내에서는 물가안정에 치중하는 ECB의 통화정책 방향에 따라 금리의 하향 안정화 현상이 나타나게 되었는데, 각 회원국들의 인플레이션율이 서로 다르게 전개되어 실질금리에서 커다란 차이가 나타나게 된 것이다. 즉, 회원국간 실질금리의 격차가 발생하여 물가상승률이 높은 회원국, 즉 실질금리 수준이 낮은 회원국들의 자금조달 비용이 상대적으로 낮아 투자재원이 이 나라들로 집중되는 자원배분의 왜곡 현상이 발생하였다. 특히 EMU 회원국 중에서 국민소득이 상대적으로 낮은 국가들이 대부분 낮은 실질금리의 혜택으로 투자가 활성화되어 상대적으로 높은 경제성장률을 기록하는 이른바 “경제력의 추격(catch-up)”

현상이 그 부산물로 나타나기도 했다. Mongelli and Wyplocz (2008)가 제시한 다음의 <표 6>은 이러한 경제력 격차의 추격현상이 실제로 나타났음을 보여 주고 있다.

<표 6> EMU 주요 회원국의 GDP 성장률 비교

EMU 회원국	1989~1998년	1999~2008년
오스트리아	2.6	2.3
벨기에	2.1	2.3
독일	2.5	1.6
프랑스	2.0	2.1
그리스	1.9	4.2
아일랜드	6.6	6.1
스페인	2.7	3.6

자료 : Mongelli and Wyplocz(2008)에서 발췌.

IV. EMU의 체제위기 : 원인과 대책

2008년 중반 이후 본격적으로 세계경제에 파급효과를 가져 오기 시작한 글로벌금융위기는 유럽연합 회원국들을 포함한 많은 국가의 정부들이 금융시장의 안정을 기하는 한편, 실물경제 분야로의 위기 전이를 방지하기 위해 막대한 재정투입을 주요 내용으로 하는 적극적인 개입을 초래하였다. 이에 따라 많은 EMU 회원국에서 재정적자와 정부부채가 급증하게 되었다. 특히 몇몇 회원국의 경우 이러한 재정상황의 악화에 따라 단기적인 채무상환에 있어서의 커다란 어려움이 예상되는 한편, 중장기적으로도 부채의 지속가능성에 대한 의문이 제기되기 시작하였다. 나라마다 그 특수한 원인이 있기는 하지만, 글로벌금융위기에 의해 촉발된 재정상황의 악화가 EMU 회원국의 재정금융위기를 야기하고, 이 위기가 다시금 EMU의 체제위기로 확대했다는 점에서는 공통점을 지니고 있다. 본 장에서는 그리스의 재정위기를 하나의 사례로 분석하고, EMU 체제위기로 확대되는 위기의 전이경로를 살펴보는 한편, 위기 극복을 위해 투입된 다양한 조치들을 분석 및 평가해 본다.

1. 그리스 재정위기에서 EMU의 체제위기로의 전이

그리스의 재정위기¹⁸⁾는 2009년말 정권교체로 새로이 집권한 사회당의 파판드레오 정부가 과거 정권의 회계부정과 통계조작을 적발한 결과를 발표하면서 2009년의 재정적자가 과거의 발표와는 달리 GDP의 12.7%에 달할 것이라는 발표에 의해 촉발되었다. 이 시기는 글로벌금융위기가 유럽의 금융시장에 본격적인 파급효과를 이미 가져오기 시작한 후였기 때문에 금융시장의 투자자들 사이에서는 적지 않은 불안감이 표출되었다. 그리스

18) 강중구 외(2010)는 그리스를 포함하여 최근 나타난 재정위기가 대체로 다음과 같은 다섯 가지 요인의 연쇄반응에 의해 야기되었음을 지적함 ; (i) 경제활성화 대책에 따른 일차적 재정적자의 증가 (ii) 경제성장 둔화에 따른 재정지출의 지속적 증가 (iii) 공채 이자율의 상승에 따른 이자부담 증가 (iv) 금융 및 비금융기관에 대한 정부보중에 기인한 재정출연 확대 예상 (v) 재정적자 및 부채 증가에 따른 전반적 이자율 상승 및 이에 따른 성장 둔화. 유럽연합 회원국의 경우 대부분 (vi) 인구 고령화에 기인하는 재정압박의 가중화 문제도 재정위기의 원인으로 한 몫을 차지하고 있음. Baldwin and Gros(2010)는 EMU 체제위기의 극복방안을 논의하면서, 재정위기와 은행위기의 상관관계에 관심을 기울여야 한다고 강조함.

정부는 SGP가 규정하는 바에 따라 과대적자시정절차(Excessive Deficit Procedure: EDP)를 밟아 2010년 1월 재정건전화 방안을 발표하기는 하지만, 이에 대한 그리스 내부의 사회적 저항이 확대되면서 정부의 재정건전화 정책수행에 대한 의지와 능력에 대한 우려가 싹트기 시작하였다. 이에 따라 그리스의 국채에 대한 CDS 금리가 급등하게 되었고, 독일과의 상대적인 자금조달 금리격차가 크게 확대되면서 국가부채의 상환능력에 대한 회의감이 팽배해 지게 되었던 것이다. 즉, 이러한 과정을 거쳐서 그리스의 재정위기가 국가부도위기로까지 발전하게 된 것이다.¹⁹⁾

그리스의 재정위기가 EMU의 체제위기로 확대된 데에는 대체로 다음의 네 가지 요인이 작용한 것으로 분석된다. 우선, 마스트리히트조약에서 회원국간 구제금융제공을 불허하고 유럽중앙은행이 회원국의 채권구입을 통한 유동성 제공을 금지하고 있기는 하지만, 1950년대 중반 출범한 EEC로부터 시작해서 50년 이상을 경제공동체의 형태로 작동해 왔고, 또 1999년부터는 단일통화체제로서 회원국간 고도의 연대감으로 무장된 EMU이기 때문에 어떤 형태로든지 회원국의 구제에 나설 것이라는 일부 금융시장의 기대가 한 몫을 한 것으로 평가된다. 여기에는 EMU의 출범과정에서도 수렴기준을 완전히 충족시키지 못한 많은 EU 회원국들이 정치적 결정에 의해 EMU 회원국으로 인정을 받았고, 재정정책의 건전성 확보를 위한 안정성장협약에서 규정하는 재정적자 및 정부부채의 규모에 관한 규율도 그동안 제대로 지키지 않았기 때문에 EMU가 회원국의 재정악화에 따라 초래되는 국가부도위기를 완전히 방지하기는 어려울 것이라는 판단도 작용한 것으로 분석된다. 특히, 단일통화정책을 채택하면서 이에 강한 영향을 미칠 수 있는 재정정책은 중앙집권화하지 못한 일종의 원죄(original sin)에 대한 책임을 EMU가 져야 한다는 논리도 가세하였던 것으로 평가된다.

둘째, 그리스 재정위기의 처리방식에 대한 EMU 회원국들의 시각이 서로 달라 통합적 지원방안의 마련이 지연되어 구제금융을 위한 적절한 시점을 놓친 점도 위기의 증폭과 EMU 체제위기로의 전이에 중요한 요인으로 작용하였다.(이종규 외(2010) 및 Baldwin and Gros(2010)) 이와 같은 맥락에서 5월초의 지방선거를 앞둔 독일정부가 독일국민들의 잠재적인 거부감 때문에 그리스에 대한 즉각적인 지원방안 마련에 대한 리더십을 발

19) 그리스 재정위기의 원인과 전개과정에 대한 상세한 분석은 한국은행(2009)을 참조.

회하지 못한 점도 EMU 전체의 체제위기로 확대된 중요한 요인이라는 분석도 있다.²⁰⁾

셋째, 역내의 거시경제 불균형이 심화되면서 적자국이 필요로 하는 외환을 흑자국의 금융기관이 제공해 주는 형태의 역내에서의 상호 대차행위가 크게 늘어났는데, 이는 결과적으로 Baldwin and Gros(2010) 및 Eurogroup (2010)이 지적하듯이 한 나라의 금융위기가 다른 나라로 전염되는 중요한 통로의 역할을 하였다고 하겠다. 즉, EMU 체제 내에서 급격하게 진행된 금융기관간의 상호연계성 강화에 따라 EMU 전체가 위기전염에 취약한 구조를 노정하게 되었던 것이다. 다음의 <표 7>은 1999년부터 2009년 까지의 기간 동안 EMU의 핵심회원국 은행들의 주변회원국 채권 보유현황을 보여 주고 있다. 말하자면, European Commission(2008a, 2008b)이 유로화 10년 평가보고서를 통해 유로화 도입 때문에 나타난 하나의 중요한 성과로 내세우고 있는 금융시장의 통합 진전에 따른 역내 국가간 매우 긴밀한 대차관계의 구축은 거래비용의 감소 등 다양한 긍정적인 측면도 있으나, 역설적이게도 지금과 같은 특정 회원국이 위기에 빠질 경우 그 위기를 다른 회원국으로, 그리고 결국에는 EMU 체제 전체로 전염시키는 통로라는 매우 부정적인 역할을 할 수도 있다는 사실이 밝혀졌다.²¹⁾

<표 7> EMU 핵심회원국¹⁾ 금융기관의 주변회원국 채권 보유현황(십억 유로)

채권발행국	1999년 4분기	2009년 4분기	기간중 변화율
포르투갈	26	110	320%
아일랜드	60	348	481%
이태리	259	822	217%
그리스	24	141	491%
스페인	94	613	554%
합 계	463	2033	340%

주 : 1) 핵심회원국은 독일, 프랑스, 오스트리아, 벨기에, 네덜란드를 지칭함.
자료 : Baldwin and Gros(2010).

20) 독일의 (직)간접적인 책임론에 대해서는 한국은행(2010d) 참조. Baldwin and Gros(2010)는 독일의 명시적으로 지목하지는 않았지만, 재정지원프로그램이 조기에 마련되었을 경우 그리스의 재정위기가 EMU 차원으로 확대되지 않았을 가능성이 높다고 조심스럽게 평가함.

21) Baldwin and Gros(2010)는 이와 관련하여 “... (이러한 상호연계성 때문에) EMU 위기에 있어서는 큰 회원국을 국가부도에 처하도록 내버려 둘 수는 없지 않느냐?는 더 이상 의미가 없는 질문이며, 이제 부도가 나도록 내버려 두어도 되는 충분히 작은 회원국이 과연 있는가? 라는 질문을 던져 보아야 한다”고 지적함.

넷째, 특히 아시아금융위기에서와 유사하게 국제신용등급회사들이 그리스의 신용등급을 연쇄적으로 하락시킨 것도 그리스가 국가부도에 처하게 되는 과정에서 중요한 요인으로 작용한 것으로 분석된다.²²⁾

2. 유로존 위기 극복을 위한 정책 수단

가. 한시적인 구제금융기금인 유럽안정화메커니즘의 설치

위에서 설명된 과정을 거쳐 그리스의 재정위기가 EMU 체제에 대한 심각한 도전이 될 수 있다는 인식이 확산되면서, EMU 회원국들은 IMF와의 협력 하에 2010년 3월 25일 일차적으로 450억 유로(EU: 300억+IMF 150억)의 구제금융을 제공하기로 결정하였다가, 2010년 5월 2일 그리스에 대한 구제금융의 총액을 1,100억 유로(EU 800억+IMF 300억)로 증액하였다. EU는 이에서 더 나아가 2010년 5월 9일 ‘유럽안정화메커니즘(Euro-pean Stabilization Mechanism)’이라는 명칭으로 총규모 7,500억 유로에 달하는 구제금융기금을 IMF와의 협력 하에 설치하게 된다.²³⁾ 이 구제금

〈표 8〉 EMU가 설치한 한시적 유럽안정화메커니즘의 주요 내용

재원 명칭	재원 규모	재원 조달방법 및 특징
유럽금융안정기금 (EFSF)	4,400억 유로	<ul style="list-style-type: none"> · EFSF는 룩셈부르크에 설립된 특수법인으로서 EMU 회원국들이 ECB에 출자한 지분의 비율대로 지급 보증을 하는 채권을 발행하여 재원을 조달함. 최근 이 채권은 AAA의 등급을 획득함. · 구제금융금지조항(no bail-out clause)에 저촉되지 않기 위해 특수법인 형태의 EFSF를 법인 형태로 설립하였으며, 위기국에 제공하는 자금도 유상으로 대여하는 형식을 취함.
유럽금융안정메커니즘 (EFSM)	600억 유로	<ul style="list-style-type: none"> · EU집행위원회가 위기에 처한 회원국에게 대출하는 자금이며, 재원은 EU의 예산임.
IMF 구제금융	2,500억 유로	<ul style="list-style-type: none"> · IMF의 자체적인 판단에 따라 위기에 처한 EMU 회원국에게 구조조정 약속과 함께 대출하는 형식

자료 : European Commission(2010j)의 내용을 자체 정리.

22) 신용등급의 변화추이에 대해서는 한국은행(2009) 및 이종규 외(2010) 참조.

23) 유럽안정화메커니즘을 설치하기로 결정한 후 대체로 긍정적인 반응이 주를 이루고 있음. 예를 들어 Kirkegaard (2010)는 이를 Grand Bargain이라 칭하며 크게 환영하였음. 한국은행(2010c)도 비교적 긍정적인 평가를 내리고 있음.

융펀드는 2013년 6월까지 한시적으로 운영하도록 규정되어 있는데, 다음의 <표 8>에서 보듯이 (i) 유럽금융안정기금(European Financial Stability Facility: EFSF) 4,400억 유로; (ii) 유럽금융안정메커니즘(European Financial Stability Mechanism: EFSM) 600억 유로; (iii) IMF 지원자금 2,500억 유로 등 세 가지의 재원으로 구성되어 있다.

나. 상시적인 위기관리체제인 유럽안정메커니즘(ESM)의 도입

2010년 12월 16~17일 브뤼셀에서 개최된 유럽이사회(European Council)의 가장 큰 초점은 유로존 위기극복을 위해 회원국들이 어떠한 조치를 취하느냐에 모아져 있었다. 사실 2009년부터 가시화되기 시작한 유로존 위기가 2010년 3월의 그리스 구제금융 결정, 동년 5월에 단행된 유럽금융안정기금(EFSF) 및 유럽금융안정메커니즘(EFSM)의 설치, 그리고 2010년 11월 아일랜드 구제금융 결정 등 일련의 상황변화에 따라 국제금융시장이 매우 민감하게 반응하는 시기였던 것이다. 이에 유럽연합 정상들은 EMU 회원국을 대상으로 하는 상시적인 위기관리체제인 유럽안정메커니즘(European Stability Mechanism: ESM)을 도입하기로 결정하였다. 이를 위해 '제한된 범위의 조약수정'이라는 절차에 따라 리스본조약을 수정하고 이 수정된 조약을 2013년 1월 1일을 기하여 발효시키기로 결정되었다. ESM은 2013년 6월말까지 한시적으로 EMU 회원국의 재정금융위기에 대한 대응체제의 역할을 하고 있는 유럽안정화메커니즘을 대체하여 2013년 7월 1일부터 영구적으로 설치되는 것이다. 이와 함께 EU 정상들은 2010년 10월 특별위원회를 통해 채택된 경제정책 거버넌스의 개혁과 관련된 구체적인 입법활동을 2013년 7월 1일을 법률발효의 목표기일로 하여 서둘러 진행할 것을 결정하였다. 이로써, EMU의 체제위기와 관련된 두 가지의 중요한 조치가 이루어진 것으로 평가할 수 있다. 즉, 위기의 발생을 방지하기 위해 회원국 사이의 거시경제 불균형을 제거하기 위한 목적으로 경제정책 거버넌스의 개혁을 실시한다는 합의가 이루어 졌고, 특정 회원국에서 금융재정위기가 발생했을 경우 이 위기가 유로화 체제 전체의 위기로 전이되지 않도록 하는 것을 목적으로 한 유럽안정메커니즘을 새로이 영구적으로 도입하기로 결정한 것이다.

유럽안정메커니즘(ESM)의 내용이 아직 완전히 확정되지는 않았으나,

European Commission(2010a)은 기본적으로는 유럽금융안정기금(EFSF)과 유사한 성격을 지니게 될 것이라고 설명하고 있다. 그러나, ESM은 다음과 같은 점에서 EFSF와 명확하게 차별화될 것으로 분석된다. 첫째, ESM은 뒤에서 논의되는 강화된 거시경제정책 감시제도를 보완하는 정책수단의 역할을 하게 된다. 특히, 부채의 지속가능성과 강화된 이행수단을 포함하는 새로운 정책감시제도가 도입되어 위기의 발생을 사전에 예방하는 데 중점을 둘 것으로 판단된다. 둘째, 일종의 구제금융기구라는 점에서는 EFSF와 커다란 차이가 없으나, ESM을 통해 구제금융을 제공받는 회원국은 매우 강한 경제정책 및 재정정책의 구조조정 압력을 받게 된다. 셋째, EU집행위원회는 국가부도시에 부도국 채권을 보유한 은행, 보험사 등 민간투자자들도 일정 부분 책임을 질 필요가 있다는 취지에서 집단행동조항(Collective Action Clause: CAC)을 ESM의 핵심적 수단의 하나로 도입하기로 결정하였다. 이에 따라 2013년부터 발행되는 EMU 회원국의 공공채권은 모두 CAC 조항을 삽입하도록 규정되어 있다. 넷째, ESM에서는 유동성위기와 국가부도위기를 구분하여 차별적으로 취급하는 접근방법을 취하게 될 것이다. 유동성위기의 경우 구조조정프로그램과의 연계 하에 구제금융이 제공되며, 민간투자자들에게는 자신들이 보유한 채권을 그대로 유지할 수 있도록 선택권이 주어지게 된다. 이에 반하여 국가부도위기가 발생할 경우에는 ESM이 일시적인 유동성을 제공할 수도 있으나, 기본적으로는 민간투자자들과 당해 회원국이 포괄적인 구조조정프로그램에 합의하는 내용의 ‘집단행동조항’이 적용될 것으로 알려졌다.

다. 경제정책 거버넌스의 개혁²⁴⁾

유로존 위기에 처한 상황에서 그리스에 대한 구제금융 여부를 결정하기 위하여 2010년 3월 25~26 기간 중 회동한 유럽이사회는 경제거버넌스의 개혁을 통해 한 회원국의 재정금융위기가 EMU의 전체적인 체제위기로 전이되지 않도록 해야 한다는 취지 하에 경제거버넌스의 강화방안을 제안할 목적의 특별위원회를 Task Force의 형태로 설치하기로 결정하였다. 유럽이사회 상임의장인 Van Rom Puy를 위원장으로 하여 27개 EU 회원

24) EU집행위원회가 특별위원회의 작업을 지원하기 위해 제작한 설명자료는 European Commission (2010b)에 수록되어 있음.

국의 대표들과 ECB 총재, EU집행위원회의 경제금융집행위원 및 Euro-group 대표자 등도 참여하여 총 38명²⁵⁾으로 구성된 동 특별위원회는 2010년 5월부터 10월 중순까지의 기간 중 총 6차례의 회의를 개최하였으며, 2010년 6월과 9월 각각 중간보고서를 제출하는 한편, 이러한 과정을 거쳐서 확정된 개혁안을 2010년 10월 21일 유럽이사회에 제출하여 승인을 받았다. 특별위원회는 동 개혁안에서 다음과 같은 다섯 가지의 경제거버넌스 개혁을 위한 정책수단을 제안하고 있다.²⁶⁾

1) 재정정책 규율의 강화²⁷⁾

재정정책에 있어서 특별위원회는 안정성장협약(SGP)에 규정된 정부예산 감시체제의 기본골격을 유지하면서도, 그 적용에 있어서 적절성과 일관성을 제고할 필요성이 있다고 지적하면서, 이에 있어서 특히 유로존 회원국의 공공부채 및 재정의 지속가능성(fiscal sustainability)에 초점을 맞추는 것이 바람직하다는 의견을 피력하고 있다. 특별위원회는 이러한 정책이 실시될 경우 유로존 회원국들의 SGP에 대한 준수가 강화되는 한편 각 회원국의 재정정책 체제가 EU의 재정정책 관련 규정을 반영하는 방향으로의 변화가 나타날 것으로 기대하고 있다.

정부재정의 지속가능성에 초점을 맞추는 방향으로 재정정책 규율강화 조치가 실시될 경우, 특별위원회는 이 제도가 효과적으로 작동하기 위해서는 적절한 계량화된 평가자료를 도입함으로써 리스본조약에서 규정하는 “공공부채” 기준을 종래보다 현실적으로 활용 가능하도록 만드는(operationalize) 한편, 이를 효과적으로 적용할 수 있어야 한다고 지적하고 있다. 특히, 이러한 과정에서 SGP에서 규정하는 과대적자시정절차(EDP)의 시발점 역할을 할 수 있도록 모든 관련성있는 요인들을 충분히 고려할 필요가 있다는 점이 지적되고 있다.

특별위원회는 이러한 조치들을 도입하여 재정정책 규율을 강화함과 동

25) 체코공화국, 에스토니아, 헝가리, 라트비아, 루마니아, 슬로바키아, 슬로베니아 등은 각각 2명씩의 대표자를 특별위원회에 파견하였음.

26) 본 절의 내용은 European Council(2010)의 주요 내용만 요약하여 정리한 것임.

27) EU집행위원회는 회원국의 재정정책 규율을 강화하기 위한 정책수단을 입법화하기 위한 여러 건의 법률초안을 유럽의회와 유럽연합이사회에 제출하였음. European Commission(2010c, 2010d, 2010f) 참조.

시에 이 조치들이 그 의도된 효과를 충분히 발휘하기 위해서는 재정적으로 부담을 주거나 또는 각 회원국의 명예 또는 정치적 평판에 부정적 영향을 주는 다양한 제재수단을 동원할 필요가 있다고 주장한다. 뿐만 아니라, 이 제재수단들은 SGP에서 규정하는 재정 감시체제의 초기단계부터 적용되는 것이 바람직하며, 궁극적으로는 SGP에 규정되어 있듯이 과대한 재정적자 또는 공공부채를 방지하는 절차 뿐만 아니라, 이를 시정하는 절차에도 적용할 수 있다는 것이 특별위원회의 견해이다.

특별위원회는 이 개선조치가 진가를 발휘할 수 있기 위해서는 제재조치들의 적용에 있어서 “공평성(fairness)”, “비례성(proportionality)”, “동등대우(equal treatment)”의 세 가지 원칙이 준수되어야 한다고 지적함으로써, 어떤 회원국이든지 동등한 조건 하에서 새로이 도입되는 재정정책 규율을 적용받게 될 것임을 강조하고 있다.

2) 새로운 감시체제 도입을 통한 거시경제 감시의 강화²⁸⁾

특별위원회는 ‘글로벌금융위기는 SGP의 규정을 준수하는 것만으로 EU 회원국들의 균형적인 성장을 보장하기에 불충분하다’는 사실을 일깨워 준 사건이라는 인식 하에 정부재정에 초점을 맞추고 있는 SGP에 추가하여 더욱 강화된 거시경제정책 감시제도를 시행할 수 있도록 새로운 체제를 도입할 것을 제안하였다.

특히, 주요 지표로 구성되어 있는 경보메커니즘을 활용하여 모든 회원국들을 대상으로 매년 거시경제 불균형과 불안정의 위험에 대한 평가를 실시하는 한편, 잠재적이거나 또는 현실화된 “과대불균형(excessive imbalances)” 현상이 발견될 경우, EU집행위원회가 상세한 연구조사를 실시하여 진상파악을 하는 작업이 선행될 필요가 있다고 주장한다. 또, 과대불균형의 상황이 매우 심각한 경우에 대비하여 과대적자시정절차와 유사한 “과대불균형시정절차(Excessive Imbalances Procedure: EIP)”를 개시하도록 개혁안은 규정하고 있다.

28) 이 정책을 전문적으로 지원하기 위해 EU집행위원회는 European Commission(2010i)를 설명자료로 발간하였음. 또 이 정책을 입법화하기 위해 EU집행위원회가 제출한 법률초안은 European Commission(2010e, 2010f)에 수록되어 있음.

3) “유럽 회기(European Semester)”의 도입

특별위원회는 유로존 뿐만 아니라 EU의 모든 회원국간 보다 심화되고 폭넓은 정책공조가 필요하다는 판단 하에 매년 봄의 일정기간 동안 모든 회원국들을 대상으로 성장 및 고용증진의 관점에서 예산(재정) 상황과 구조개혁 현황을 점검하고 회원국 상호간의 의견교환 및 최적관행의 학습 기회를 가지는 것을 의미하는 “유럽 회기(European Semester)” 제도를 도입할 것을 제안하였다.

유럽이사회는 이 제안을 이미 승인하였으며, 이에 따라 2011년 1월1일을 기하여 유럽회기 제도가 공식적으로 시작하도록 최종 결정되었다. 유럽회기 제도를 도입하는 가장 큰 목적은 EU 및 유로존 회원국들이 예산 편성 및 구조개혁의 입안 시에 공동체적 관심을 보다 더 잘 반영하는 유인책으로 활용하고, 이를 통해 회원국간 정책공조의 기초가 강화되도록 하는 데 있는 것으로 판단된다.

4) 보다 강화된 위기관리체제 구축

현재 2013년 6월말까지 한시적으로 작동하고 있는 유럽금융안정기금(EFSF) 및 유럽금융안정메커니즘(EFSM) 등의 위기관리기구들이 향후 수년간 필요한 위기방어기제를 제공하고 있다. 그러나, 특별위원회는 중장기적인 관점에서 재정금융의 경색에 대처하고 이의 회원국간 전염을 방지할 수 있는 새롭고 보다 신뢰성있는 위기해결체제(crisis resolution framework)가 필요하다는 평가를 내리고 있는데, 이를 위한 정책활동이 조속히 이루어져야 한다고 제안하였다. 이러한 제안은 특히 그리스 재정위기, 아일랜드 은행위기처럼 한 회원국의 금융위기가 매우 빠른 속도로 EMU 전체의 체제위기로 확대될 수 있다는 절박한 인식에 기초하고 있다고 하겠다.

특히 이에 있어서 IMF의 역할이 매우 중요하며, 민간투자자들의 책임성도 함께 고려하는 것이 바람직하다는 주장이 개진되고 있다. 뿐만 아니라, 개혁안은 구제금융을 제공하는 전제조건으로 위기에 처한 회원국에게 매우 강한 구조개혁을 요구할 필요가 있다는 주장도 담고 있다.

5) 경제거버넌스의 보다 효과적인 수행을 위한 강화된 제도적 장치 도입

특별위원회는 특히, EU 내에서, 그리고 특히 유로존 내에서 회원국 경제의 상호의존성이 매우 높은 현실을 고려하여 경제거버넌스의 개선이 매우 필요하며, 이를 위해서는 각 회원국 차원에서뿐만 아니라 EU의 정책 차원에서도 보다 강화된 제도적 장치들이 필요하다는 판단이다. 특히, 앞에서 제시한 네 가지의 다른 거버넌스 개선조치들이 보다 효과적으로 작동하기 위해서는 각 회원국의 재정정책의 현황 및 향후 발전방향을 독립적이고 중립적으로 연구분석하는 연구기관이 필요하다. 이 기관들의 연구분석 결과는 궁극적으로는 각 회원국의 재정정책이 중장기적으로 지속가능성을 보유하도록 하는 데 기여할 것으로 기대된다.

특별위원회는 각 회원국 차원에서뿐만 아니라 EU 차원에서도 제도의 개선이 필요하다고 제안하고 있는데, 특히 EU집행위원회의 각 회원국의 거시경제정책과 재정정책에 대한 감시역할을 강화하는 것이 전체 개선안의 신뢰도를 제고하는 데 도움이 될 것이라는 평가를 내리고 있다.

이상에서 살펴 본 위기극복을 위해 투입되고 있는 제반 정책조치들의 성공가능성을 평가하기는 아직 이르다. 이종규 외(2010)가 제시하듯이 EMU 체제의 위기 확산을 방지하기 위해서는 (i) 구제금융 재원조성방안에 대한 시장의 확신, (ii) 개별 회원국들의 긴축재정 의지와 정책집행능력 증명, (iii) EMU 체제의 구조적 취약성의 제도적 보완 등 세 가지 조건이 충족되어야 하는데, 세 가지 조건이 모두 완전히 충족된 것으로 판단하기는 아직 이르다고 하겠다. 지금까지의 EU의 경제통합 역사가 늘 그러 했듯이 점진적이기는 하지만 지속적인 움직임을 통해 이러한 조건들을 충족시키는 방향으로 나갈 것임을 예측해 볼 수 있다.

V. EMU 체제의 향후 전망

1. EMU의 미래에 대한 다양한 전망

가. EMU에 대한 평가의 기간별 변화

앞에서 언급했듯이 EMU 체제의 지속가능성에 대한 평가는 (i) 제1기 : 1999년 이전; (2) 제2기 : 1999~2008년 중반; (3) 제3기 : 2008년 중반~2010년 초반; (4) 제4기 : 2010년 초반 이후의 네 기간으로 나누어 살펴 볼 수 있다. 제1기의 EMU 체제에 대한 평가에 있어서는 대체적으로 EMU의 출범 가능성에 대한 소극적 비관론이 우세했던 것으로 평가된다. Jonung and Drea(2009)의 서베이 결과가 보여 주듯이 특히 미국의 학자 및 정책 담당자들을 중심으로 유로화를 단일통화로 하는 EMU의 출범 자체가 '가능하지 않다', '바람직하지 않다' 또는 '출범하더라도 오래가지 못할 것이다'라는 관측이 지배적이었던 것이다. 또한 앞에서 기술되었듯이 EU 회원국 내부에서도 적지 않은 반발이 관찰되었었다.

제2기는 EMU 체제가 출범한 후 글로벌금융위기가 발생하기 전까지의 10년 동안의 기간인데, 이 기간 중에는 비판적이었던 외부의 시각도 점차 긍정적으로 바뀌었고, European Commission(2008a, 2008b), Verdun(2010), Mongelli and Wyplocz(2008) 등 EMU 출범 10주년을 맞아 발표된 다양한 연구결과를 통해서도 볼 수 있듯이, EMU 체제가 잠재적인 위협들을 잘 회피하고 비교적 성공적으로 정착했다는 평가가 주류를 이루고 있었다.

글로벌금융위기에 기인하여 EMU 회원국들의 재정상황이 악화되어 그리스, 아일랜드, 포르투갈, 스페인, 이태리 등 소위 PIIGS라 불리는 EMU 회원국들이 재정위기를 겪기 시작한 제3기에는 단일통화정책과 양립할 수 없는 독립적인 재정정책을 용인하고 있는 EMU의 태생적 한계를 비판적으로 보면서 EMU의 체제위기를 거론하는 경우가 빈번하게 나타났다. 그럼에도 불구하고 이서원(2009), 한국은행(2010b), 하나금융그룹(2009) 등을 통해 볼 수 있듯이 이 시기의 평가들은 EMU 위기가 EMU 체제의 해체로까지 발전할 가능성은 크지 않다는 소극적 낙관론이 지배적이었다.

그러던 것이 제4기에 가서는, 즉 그리스의 재정위기를 해결하는 EMU 회원국들의 의견불일치, 국내적 정치일정에 얽매인 해결방안 지체(한국은행 2010a) 등에 따라 그리스 재정위기가 EMU의 체제위기로 전이되는 시기에 가서는 Münchau and Mundschenk(2009), Bloomberg(2010), Fels(2010) 등이 제시하듯이 EMU의 지속가능성에 대한 비관적인 견해를 펼쳤던 논리들을 다시 되새기며 EMU의 제도개혁과 회원국들의 구조개혁이 없을 경우 EMU가 와해될 수도 있다는 의견들이 증가하였다.

2010년 12월 16~17일 유럽이사회의 결정에 따라 2013년 7월을 기하여 (i) 구제금융 제공시 위기국의 강도 높은 구조조정을 전제조건으로 하고, (ii) 국가부도위기의 경우 채권자들에게도 일정 부분의 책임을 묻는 집단 행동조향을 신설하며, (iii) EMU 내부적으로도 거시경제 불균형을 해결하기 위한 ‘유럽 회기’의 실시 등 다양한 정책조치들을 도입하는 것을 주요 골자로 하는 유럽안정메커니즘(ESM)이 상시적인 위기관리체제로 도입되기로 확정됨에 따라 추후 EMU 체제의 미래에 대한 새로운 차원의 논의가 이루어질 것으로 전망된다.

나. EMU의 향후 시나리오에 대한 다양한 견해들

이상에서 살펴보았듯이 EMU 체제는 그리스 구제금융 결정(2010.3) → 한시적인 구제금융기구 설치(2010.5) → 아일랜드 구제금융 결정(2010.11) → 상시적인 위기관리체제인 유럽안정메커니즘(ESM) 도입 결정(2010.12) 등 일련의 정책과정을 통해 체제위기를 극복하기 위한 다양한 시도를 하고 있다. 이러한 점차 심화 및 확대된 정책활동에도 불구하고 아직도 EMU 체제에 대한 위기의식이 좀처럼 사그러들지 않고 있다. 즉, EMU 체제의 지속가능성에 대한 국제사회의 평가가 아직 안정되지 않고 있는 것이 현실이다.

일부에서는 EMU 체제에서 그리스, 포르투갈, 스페인 등의 경제안정성이 약한 주변국들이 탈퇴하고, 재정 및 경제펀더멘털이 강한 국가만 남는 체제로 축소될 것으로 예견하거나,²⁹⁾ 오히려 그 반대로 독일, 네덜란드 등

29) Nouriel Roubini 교수는 Bloomberg(2010)과의 인터뷰에서 “The euro zone could drift essentially with a bifurcation, with a strong center and a weaker periphery and eventually some countries might exit the monetary union”이라고 EMU 체제의 미래에 대

펀더멘털이 강한 회원국들이 다른 나라에 대한 구제금융의 비용부담이 감내하기 힘들어질 경우 EMU를 탈퇴하는³⁰⁾ 등의 요인에 의해 EMU 체제가 와해될 것이라는 예측을 하기도 한다. 또 다른 일부에서는 “EMU 체제의 붕괴 가능성 주장은 전혀 새로운 것도 아니고 설득력도 없다”(Regling et al., 2010)고 주장하면서, 이번의 EMU 체제위기를 통해 EMU가 다시 강한 결속력과 경쟁력을 지닌 체제로 거듭날 수 있는 가능성이 높다고 예측하기도 한다. 이 보다는 다소 소극적인 관점에서 한국은행(2010b)과 강중구 외(2010)는 ‘EMU 체제가 붕괴하거나 유로화가 소멸할 가능성은 크지 않은 것으로 판단’하고 있다.

그리고, 이종규 외(2010)는 EMU 체제의 향후 진로와 관련하여 (i) 회원국들의 긴축재정 및 구조개혁 의지 및 (ii) EMU의 제도적 보완 의지 등 두 가지 요인이 EMU의 미래에 결정적인 영향력을 행사할 것이라고 분석하였다. 동 보고서는 이러한 인식에 근거하여 (i) 회원국들이 긴축 및 개혁을 이행하고 EMU 차원의 제도적 보완이 이루어지는 경우 EMU는 강한 유로체제로 거듭날 수 있으며(시나리오 I); (ii) 회원국들은 긴축 및 개혁을 이행하나, EMU 차원에서의 제도적 보완이 제대로 이루어지지 않는 경우 느슨한 유로체제로 발전할 것이며(시나리오 II); (iii) 만약 회원국들의 긴축 및 개혁이 이행되지 않는 가운데, EMU 차원에서도 제도적 보완이 가능하지 않은 경우 유로체제의 위기는 계속될 것(시나리오 III) 이라는 세 가지의 시나리오를 제시하고, 그 중에서 시나리오 II가 가장 실현가능성이 높다는 견해를 밝힌 바 있다.

앞에서 살펴 본 EMU의 향후 발전에 관한 대내외 시각의 기간별 변화와 미래 시나리오에 대한 다양한 견해들을 종합해 보면, EMU의 미래에 대한 일치된 견해가 아직은 존재하지 않고 있다는 평가를 내릴 수 있다. 오스트리아의 Werner Faymann 수상이 유럽이사회에서 돌아온 후 2010년 12월 19일 한 국내신문과의 인터뷰를 통해 밝혔듯이 “옛날의 쉘링체제로 복귀하는 것은 치명적”이라는 것이 현재 EMU 체제에 속한 대다수 회원국의 견해인 것으로 판단된다.³¹⁾ 즉, EMU 체제는 앞으로도 지속적으로 체제유지를 위한 다양한 시도를 할 것이며, 이와 함께 회원국들의 동참을

한 회의적인 견해를 밝힘.

30) 이 가능성은 Münchau and Mundschenk(2009)가 제시하는 8개의 시나리오 중 하나임.

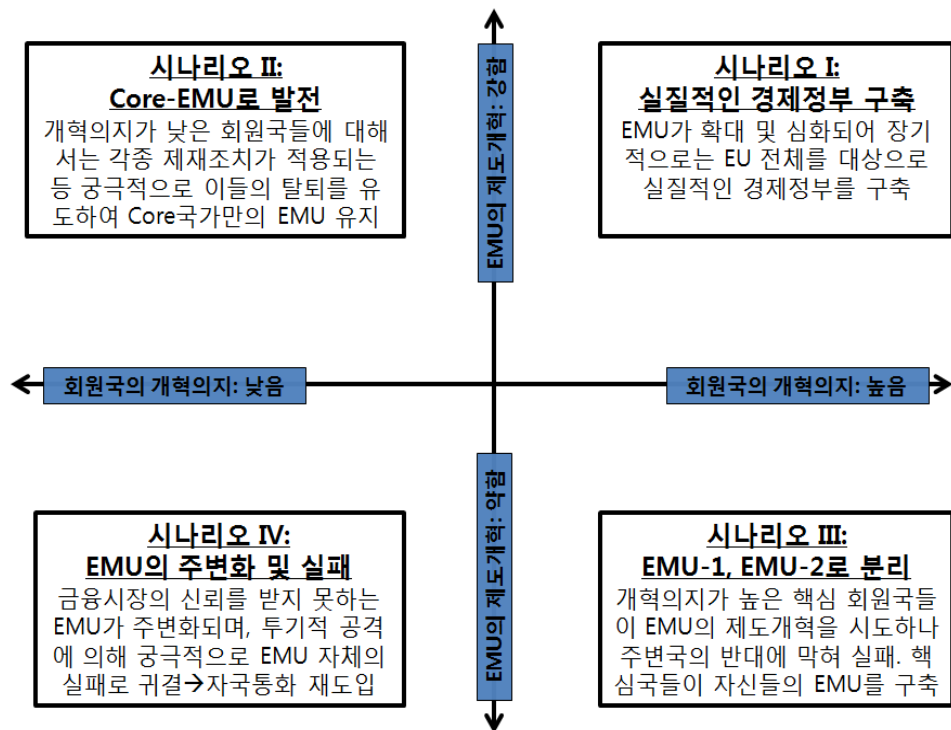
31) www.heute.at 2010년 12월 19일자.

요구할 것으로 전망된다.

2. 네 가지 시나리오를 통해 살펴 본 EMU의 미래

이상에서의 분석을 종합하여 본 절에서는 네 가지 시나리오를 통해 본 EMU의 미래를 제시한다. 시나리오의 설정을 위해 본 연구는 이종규 외(2010)가 제시한 두 가지 기준, 즉 (i) 회원국의 구조개혁 의지와 (ii) EMU의 제도개혁 성과를 활용하였다. 본 연구에서 제시하는 네 가지 시나리오는 다음의 <그림 4>를 통해 요약적으로 정리해 볼 수 있다.

<그림 4> EMU의 미래에 관한 네 가지의 시나리오



주 : 각 시나리오의 표제는 해당되는 여건들이 충분히 반영되었을 경우 장기적으로 안정화 단계에 들어갔을 경우의 상태를 표현한 것임.

자료 : 필자가 자체 작성.

가. 시나리오 I : 실질적인 경제정부 구축

이 시나리오는 개별 회원국의 긴축재정 및 구조개혁에 대한 강한 의지가 표출되고, 또 회원국들의 견해 차이가 성공적으로 조정되어 EMU 차원에서 추진하는 제도적 보완에 있어서도 성과가 나타나는 경우에 나타날 수 있는 시나리오이다.

개별 회원국들의 긴축재정과 구조개혁이 일정기간 진행되고 나면, 회원국 사이의 경제펀더멘탈에 있어서의 격차가 크게 감소하는 긍정적인 결과가 나타날 것으로 기대되며, 이러한 환경의 조성은 결국에는 EU 차원에서 추진되는 제도적 보완을 위한 회원국간 협상이 매우 용이하게 진행될 가능성이 크다. 이러한 상황이 지속될 경우 회원국들의 재정정책을 수렴되는 방향으로 움직이는 동력이 점차 강해지게 된다. 이는 종국적으로 단일 재정정책을 실시할 수 있는 기반을 제공해 줄 것으로 기대된다. 이 단계에 가면 EMU에 아직 가입하지 않고 있는 여타 EU 회원국들이 EMU에의 가입을 서두를 가능성도 확대될 것으로 예상해 볼 수 있다.

즉, 이미 실시하고 있는 단일통화정책에 새로이 도입되는 단일재정정책이 가세할 경우, 이는 EU 전체로 확대된 EMU가 실질적으로 단일경제정부를 발족시키는 결과를 가져올 수 있을 것으로 판단된다.

나. 시나리오 II : Core-EMU로 발전

이 시나리오는 개별 회원국의 긴축재정 및 구조개혁에 대한 의지가 그리 크지는 않지만, 회원국들의 견해 차이를 조정하는 데 성공함으로써 EMU 차원에서 추진하는 제도적 보완에 있어서는 성과가 나타나는 경우에 나타날 수 있는 시나리오이다. 즉, 이 시나리오는 경제의 안정성이 높은 핵심회원국들이 방만한 재정정책을 운용하는 주변회원국들을 설득(또는 압박)하여 EMU 차원의 제도적 보완을 위한 합의를 이끌어 내지만, 주변회원국들이 국내에서의 구조개혁과 긴축재정에 어려움을 겪는 상황이 발생하는 경우를 상정한 것이다.

EMU 차원의 합의를 이행하기 위해 긴축재정과 구조개혁에 안간힘을 쓰지만 뚜렷한 성과를 나타내지 못하는 회원국들은 지속적으로 핵심회원국들로부터의 개혁 및 긴축을 위한 압박에 시달리게 된다. 뿐만 아니라,

금융시장에서도 이들의 대내외 정책상의 불일치(mismatch)를 주도면밀하게 관찰하게 되는데, 이러한 상황이 지속될 경우 언젠가는 주변회원국의 재정위기(또는 더 광범위한 금융위기)가 재발될 가능성이 농후해 진다. 즉, 투자자들은 새로이 도입된 집단행동조항을 고려하여 국가부도의 가능성이 있는 회원국의 국채에 대한 투자를 빠른 속도로 회수하려고 시도할 가능성이 크다는 것이다. 결과적으로 이들의 투기적 공격으로 특정 주변회원국에 금융위기가 발생할 가능성이 커지게 되는 것이다.

이 상황이 극단으로 치달을 경우 핵심회원국들은 구제금융의 제공에 난색을 표명하게 되고, 결국에는 강제탈퇴 조항이 없는 마스트리히트조약의 특성상 주변회원국들이 EMU 체제를 탈퇴하도록 직간접적인 압력을 가하게 된다. 만약 몇몇 주변회원국이 EMU를 탈퇴하게 되면 EMU는 중국적으로는 핵심국가들만이 회원으로 남아 있는 Core-EMU의 형태로 발전하게 된다.³²⁾

다. 시나리오 III: EMU-1, EMU-2로 분리

이 시나리오는 핵심회원국들을 중심으로 긴축재정 및 구조개혁에 있어서 성과가 나타나지만, 주변회원국들의 반대에 막혀 EMU 차원에서 추진하는 제도적 보완에 있어서 실패하는 경우에 나타날 수 있는 시나리오이다.

핵심회원국들이 구조개혁과 긴축재정에 리더십을 발휘하지만, 주변회원국들이 이에 가세하지 않을 경우 유럽안정메커니즘(ESM)에서 규정하고 있는 많은 정책수단들이 효력을 발휘하지 못하게 된다. 특히, 거시경제정책에 대한 감시를 강화하여 불균형을 미연에 방지하고자 하는 정책방향에 치명적인 손상이 가해지는 것이다. 회원국간 불균형의 장기화가 EMU의 원죄(original sin)의 결과로서 체제위기를 불러 온 중요한 원인으로 작용했기 때문에, 핵심회원국들은 주변회원국의 비협조에 커다란 좌절감을 느낄 가능성이 크다. 특히, 방만한 재정을 그대로 방치하는 일부 회원국에서 재정금융위기가 발생할 경우 이에 대한 구제금융을 제공해야 할 명분이 그리 크지 않다고 느끼는 핵심회원국이 늘어날 가능성이 크다. 이들은 결국 구제금융의 비용부담이 국내적인 환영을 받지 못하게 되어 기존의

32) Münchau and Mundschenk(2009)는 마스트리히트의 조약을 검토한 결과 EMU 탈퇴가 곧 EU에서의 탈퇴를 의미할 가능성이 농후하다는 견해를 밝힘.

EMU로부터 집단적으로 탈퇴하여 자신들만의 EMU-2를 설립할 가능성이 있다.

이렇게 되면, 기존의 EMU-1에 남아있는 주변국들은 단일통화를 사용할 수 있는 경제적, 정치적 근거를 상실하게 된다. 뿐만 아니라, 이들은 금세 국제투기자본의 투기적 공격을 받게 될 가능성이 크다. 즉, EMU-1은 근거를 상실하고 주변회원국들은 극심한 인플레이션, 실업에 시달리게 된다. 결국 이 시나리오는 경로와 방법은 다르지만 시나리오 II와 같은 결과로 귀결될 가능성이 큰 것으로 판단된다.

라. 시나리오 IV: EMU의 주변화 및 실패

이 시나리오는 개별 회원국의 긴축재정 및 구조개혁이 지지부진하며, EMU 차원에서도 제도적 보완이 전혀 이루어지지 않는 경우에 나타날 수 있는 시나리오이다.

이러한 상황이 지속되면 유로화의 국제화는 더 이상 진전되지 않고 오히려 퇴보할 가능성이 크며, 이에 따라 달러화에 대한 유로화의 환율은 지속적인 평가절하의 압력에 시달리게 된다. 국제투기자본의 유로화에 대한 투기적 공격은 이러한 상황악화를 보다 가속화시키는 요인으로 작용할 가능성이 크다. EMU 체제 내에서는 높은 인플레이션과 금리인상 등으로 투자활동이 크게 부진해 짐과 동시에 회원국들의 성장잠재력은 크게 저하될 것이다. EMU의 체제위기가 나타났던 2008~2010년의 상황보다 훨씬 악화된 거시경제 상황이 전개될 것으로 예상해 볼 수 있다.

즉, 이러한 상황전개는 EMU가 주변화되는 (marginalization) 결과를 초래하게 되고, 결국에는 유로화를 단일통화로 채택한 세계경제사에서 유례 없던 EMU 실험이 커다란 실패로 귀결되는 것이다.

마. 종합적 평가

이상에서 살펴 본 네 가지의 EMU 미래 시나리오는 앞에서 설명한 바와 같이 주어진 환경이 장기간 지속할 경우 도달할 수 있는 안정적 상태 (steady state)를 상정해 본 것이다. 따라서, 단기간 내에 네 가지의 시나리오에 주어진 각각의 표제처럼 상황이 전개될 가능성은 거의 없을 것으

로 판단된다. 다만, 그러한 상황으로 움직이는 변화는 충분히 상정해 볼 수 있을 것이다.

본 연구에서는 EMU 체제가 향후 일정기간 동안 시나리오 I과 시나리오 II 사이에서 움직일 가능성이 가장 큰 것으로 판단하고 있다. 특히, 최근 채택된 유럽안정메커니즘(ESM)이 활용하고자 하는 다섯 가지의 정책수단에 의해 체제위기를 불러 온 요인들을 어느 정도 해결할 수 있을 것으로 판단되기 때문이다. 이러한 기본적으로 긍정적인 관측에도 불구하고 일부 회원국에서는 특수한 상황변화가 발생할 수 있기 때문에 시나리오 II로 가는 힘도 무시할 수 없을 것이다. 이에 반하여 시나리오 IV는 현실화되기 매우 어려운 시나리오인 것으로 판단된다. 시나리오 IV가 현실화될 경우 EMU가 와해됨은 물론이고 EU도 매우 커다란 도전에 직면하게 될 것이다. 이렇게 되면, 50년 이상 진행되어 온 유럽통합의 크고 작은 모든 성과들이 물거품이 되어 사라지는 것이다. 이러한 상황을 원하는 측은 아무도 없는 것으로 판단된다. 즉, EMU 회원국들은 시나리오 IV를 회피하기 위해 노력을 다 할 것으로 예상되는 바, 이에 따라 EMU는 시나리오 IV의 현실화를 회피할 수 있을 것으로 판단된다.

결론적으로 본 연구에서는 당분간 EMU 체제가 시나리오 I로 향하는 힘과 시나리오 II로 향하는 힘 사이에서 나타나는 줄다리기 현상 속에 놓이게 될 것으로 전망한다.

VI. 결론

본 연구는 2008년 중반 발발한 글로벌금융위기의 파급효과로 나타난 몇몇 EMU 회원국의 재정금융위기가 빠른 속도로 EMU의 체제위기로 전이되는 과정을 분석하고 이를 극복하기 위해 채택된 다양한 정책수단들을 점검하여 과연 EMU가 앞으로 어떠한 모습으로 발전할 것인가를 분석해보았다. 본 연구의 중요한 결론은 다음과 같다.

우선, 본 연구는 EMU 체제가 출범 후 10년 동안 다양한 성과를 거두었음에도 불구하고 체제위기에 직면한 것은 기본적으로 다음과 같은 세가지의 이유 때문이라고 분석하고 있다. 첫째, EMU가 가진 태생적 한계가 체제위기의 근본적인 원인으로 작용하였다. 즉, 단일통화정책을 실시하면서도 재정정책은 회원국별로 다양하게 운용하도록 허용함으로써 회원국간 거시경제불균형이 발생하는 단초가 제공될 수밖에 없었다. 이러한 불균형을 시정할 수 있는 장치가 결여되어 있는 EMU 체제는 언젠가는 체제위기에 직면할 수밖에 없는 구조적 문제점을 안고 있었다. 둘째, 출범후 10년 동안 나타난 다양한 성과에 안주하여 개별 회원국들은 긴축재정과 구조개혁을 위한 노력을 게을리하였고, 이러한 태도는 방만한 재정정책을 운용하는 회원국에 대한 EMU의 지나치게 관용적인 태도에 의하여 용인되었다. 이는 안정성장협약 등 EMU 차원에서 작동해야 할 감시체제들이 철저하게 실패했음을 의미한다. 셋째, EMU 체제는 금융시장의 통합을 더욱 진전시킴으로써 회원국의 금융시장 사이에 매우 긴밀한 대차구조가 형성되는 특징을 나타내었는데, 특히 이러한 상호연계성의 확대가 역설적이게도 위기에 쉽게 전염될 수밖에 없는 구조를 형성하였다.

본 연구는 체제위기의 원인을 진단하는 한편, EMU 체제가 향후 나아갈 것으로 예상되는 궤적을 시나리오의 형식으로 분석했다. 본 연구에서 검토한 시나리오는 시나리오 I(실질적인 경제정부 구축), 시나리오 II (Core-EMU로 발전), 시나리오 III(EMU-1, EMU-2로 분리) 및 시나리오 IV(EMU의 주변화 및 실패) 등 네 가지였는데, 본 연구에서는 시나리오 I과 시나리오 II의 중간 정도 형태가 현실적으로 EMU가 발전해 나갈 가능성이 가장 높은 시나리오인 것으로 분석하였다. 특히, 시나리오 I과 시나리오 II의 줄다리기 속에서 EMU가 제자리를 찾기에는 적지 않은 시간이 걸릴 것으로

예상하였다.

이상에서의 연구는 최근 수년간 다양한 형태로 시도되고 있는 동아시아의 금융통화 협력 및 통합 움직임에 대해서도 몇 가지의 시사점을 던져주고 있다. 특히, ‘금융통화 협력과 통합을 어떤 나라와 어느 단계까지 진행하는 것이 바람직한가’라는 본질적인 문제점에 대한 심도있는 분석과 정책조정이 필요한 것으로 판단된다. 이와 관련하여 EMU의 체제위기가 제공해 주는 중요한 시사점을 다음과 같이 제시해 본다. 우선, (i) 미약한 금융산업의 발전 수준, (ii) 저조한 금융시장 통합, (iii) 심도있는 금융협력의 부재 등으로 특징 지워지는 동아시아의 현실에 비추어 볼 때, 최근 10년 동안 동아시아 국가들이 추진하고 있는 금융협력은 향후에도 더욱 심도있게 전개될 필요가 있는 것으로 분석된다. 특히, 2010년 공식적으로 다자화된 치앙마이구상(Chiang Mai Initiative Multilateralization: CMIM) 및 역내 채권시장구축을 위한 정책공조 등은 지속적으로 추진되는 것이 바람직한 것으로 평가된다.

둘째, 통화협력 및 통합에 있어서는 EMU의 체제위기를 타산지석으로 삼아 매우 조심스러우면서도 치밀한 정책과정이 필요하다는 교훈을 얻을 수 있는 것으로 판단된다. 유럽 통화통합의 초석을 제공한 베르너보고서 및 들로르보고서 등 정책문서들은 그 당시 EU의 경제통합 성과를 보다 효과적으로 활용하기 위해 통화통합을 추진하는 것이 바람직하다는 회원국들의 합의에 그 근거를 두고 있다. 즉, 유럽에서는 경제공동체 구축(1957년)→관세동맹 실시(1968년) 등 경제통합 정책이 단계적으로 추진되면서 회원국의 실물경제 사이에 어느 정도의 통합이 이루어지고, 농업 정책, 통상정책 등 중요한 정책분야에서 공동정책이 채택되면서 통화통합의 절박한 필요성이 감지된 이후에야 비로소 통화통합을 추진하고자 하는 내부적인 동력이 나타났던 것이다. 이에 반하여 동아시아는 지역 전체를 아우르는 자유무역지대조차도 아직 출범시키지 못한 상황에 있다. 따라서, 금융협력 및 통합 분야와는 달리 동아시아에서 통화협력 및 통합 분야를 심도있게 추진하는 것은 아직은 시기상조인 것으로 판단된다.

셋째, 향후 통화협력 및 통합을 위한 다양한 전제조건이 형성된 이후에도 이를 구체적으로 추진하는 데 있어서 EMU의 체제위기는 “통화협력 및 통합을 추진할 대상국가의 선정에 있어서 매우 조심스러운 접근이 필

요하다”는 매우 중요한 교훈을 제공해 준다고 하겠다. 특히, 동아시아 국가들의 경제발전 수준, 경제정책 운용방식 등이 매우 다양한 현실을 고려할 때, 흔히 ASEAN+3의 13개국으로 대표되는 ‘전통적인 동아시아’ 구상에서 과감히 탈피할 필요가 있는 것으로 판단된다. 즉, 통화협력 및 통합이 필요할 경우 그 추진 과정에서 경제발전 수준과 경제정책 운용방식이 유사한 소수의 회원국을 선정하여 매우 치밀한 중장기계획 하에서 추진하는 것이 바람직하다는 점을 지적할 수 있다.

참고문헌

- 강인수 외, 2010, “국제경제학 원론”, 개정판, 박영사.
- 강중구·유승경·이창선, 2010, “그리스 구제금융에도 꺼지지 않는 남유럽 위기의 불씨”, LGERI 리포트.
- 유승경, 2010, “협난한 유럽의 미래. 필사적인 노력에도 흔들리는 유로화”. LGERI리포트. LGERI Business Insight 2010.12.15.
- 이서원, 2009, “글로벌 금융위기와 유로화의 미래”, LGERI 리포트, LGERI Business Insight, 2009.3.11.
- 이종규 외, 2010, “남유럽 재정위기와 유로경제의 향방”, 삼성경제연구소 Issue Paper, 2010.6.10.
- 하나금융그룹, “유로존 경제현황과 구조적 문제점 점검”, 하나금융정보 제 74호, 2009.11.3.
- 한국은행, 2009, “그리스 국가부도 위기의 원인과 전망”, 해외경제정보 제 2009-74호, 2009.12.23.
- 한국은행, 2010a, “그리스 사태로 드러난 EMU 체제의 문제점“, 해외경제정보 제2010-8호, 2010.2.17.
- 한국은행 2010b, “유로화의 미래”, 해외경제정보 제2010-19호, 2010.5.10.
- 한국은행, 2010c, “유럽금융안정메커니즘에 대한 평가와 전망”, 해외경제정보 제2010-22호, 2010.5.26.
- 한국은행, 2010d, “남유럽 재정위기가 세계경제에 미치는 영향”, 해외경제정보 제2010-25호, 2010.6.9.
- 한국은행, 2010e, “EU의 경제적 거버넌스 개혁방안과 전망”, 해외경제정보 제2010-45호, 2010.11.17.
- Angeloni I. and L Dedola, 1999, “From the ERM to the EURO: New Evidence on Economic and Policy Convergence among EU Countries”, ECB Working Paper No. 4.
- Baldwin, Richard and Daniel Gros, 2010, “Introduction: The Euro in Crisis - What to Do?”, in: Baldwin, Richard, Daniel Gros and Luc Leuven (Eds.), “Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to be Done?”, A VoxEU.org Publication, June, pp.1-24.

- Bloomberg, 2010, “Roubini Pessimistic on Euro Area, Calls Spain a Risk (Update3)”, January 27.
- Baldwin, Richard, Daniel Gros and Luc Leuven (Eds.), “Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to be Done?”, A VoxEU.org Publication, June.
- Christodoulakis, Nikos, 2009, “Ten Years of EMU: Convergence, Divergence and New Policy Priorities”, Hellenic Observatory Papers on Greece and Southeast Europe, GreeSE Paper No 22, January 2009.
- Committee for the Study of Economic and Monetary Union, 1989, “Report on Economic and Monetary Union in the European Community”, April 17, 1989.
- Eurogroup, 2010, “Statement of the Eurogroup on European Stability Mechanism (ESM)”, 28 November 2010.
- European Central Bank, 2010, “The Internationalization of the Euro”, July.
- European Commission, 2007, “The Road to the Euro: One Currency for One Europe”.
- European Commission, 2008a, “Special Report: EMU@10: Assessing the First Ten Years and Challenges Ahead”, in: Quarterly Report on the Euro Area, Vol. 7, No. 2, June.
- European Commission, 2008b, “EMU@10: Successes and Challenges after 10 Years of Economic and Monetary Union”, in: European Economy, No. 2.
- European Commission, 2009, “Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council Establishing a European Banking Authority”, COM(2009) 501 final, 2009/0142 (COD), September 23, 2009.
- European Commission, 2010a, “European Stability Mechanism (ESM) – Q&A”, MEMO/10/636, Brussels, 1 December.
- European Commission, 2010b, “The EC Proposals to Reinforce Economic Governance in Europe”, MEMO/10/204, Brussels, 20 May 2010.
- European Commission, 2010c, “Proposal for a Council Directive on

- Requirements for Budgetary Frameworks of the Member States”, COM(2010) 523 final, Brussels, 2010/0277(NLE), 29.9.2010.
- European Commission, 2010d, “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the Effective Enforcement of Budgetary Surveillance in Euro Area”, COM(2010) 524 final, 2010/0278(COD), Brussels, 29.9.2010.
- European Commission, 2010e, “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Enforcement Measures to Correct Excessive Macroeconomic Imbalances in the Euro Area”, COM(2010) 525 final, 2010/0279(COD), Brussels, 29.9.2010.
- European Commission, 2010f, “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council Amending Regulation (EC) No 1466/97 on the Strengthening of the Surveillance of Budgetary Positions and the Surveillance and Coordination of Economic Policies”, COM(2010) 526 final, 2010/0280(COD), Brussels, 29.9.2010.
- European Commission, 2010g, “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the Prevention and Correction of Macroeconomic Imbalances”, COM(2010) 527 final, 2010/0281 (COD), Brussels, 29.9.2010.
- European Commission, 2010h, “Public Finances in EMU 2010”, in: European Economy, No. 4, 2010.
- European Commission, 2010i, “Surveillance of Intra-Euro-Area Competitiveness and Imbalances”, in: European Economy, 1/2010.
- European Commission, 2010j, The European Stabilization Mechanism, MEMO/10/173, Brussels, 10 May 2010.
- European Commission, 2010k, “European Economic Forecast. Fall 2010”, in: European Economy, 7/2010.
- European Council, 2010, “Strengthening Economic Governance in the EU. Report of the Task Force to the European Council”, Brussels, 21 October 2010.
- Fels, Joachim, 2010, “Euro Wreckage Reloaded”, April 18.

- Jonung, Lars and Eoin Drea, 2009, "The Euro: It can't Happen. It's a Bad idea. It Won't Last. US Economists on the EMU, 1989-2002", Economic Papers 395, European Commission, in: European Economy, December.
- Kirkegaard, Jacob Funk, 2010, "In Defense of Europe's Grand Bargain", Petersen Institute for International Economics, Policy Brief Number PB10-14, June.
- Mongelli, Francesco Paolo and Charles Wyplocz, 2008, "The Euro at Ten: Unfulfilled Threats and Unexpected Challenges", A Revised Version of a Paper Presented at Fifth ECB Central banking Conference, 13-14 November 2008.
- Münchau, Wolfgang and Susanne Mundschenk, 2009, "Eurozone Melt-down: Eight Scenarios how the unthinkable might happen", EURO Intelligence, Briefing Note No. 1, 3. April.
- Regling, Klaus, Servaas Deroose, Reinhard Felke and Paul Kutos, 2010, "The Euro after Its First Decade: Weathering the Financial Storm and Enlarging the Euro Area", ADBI Working Paper Series, No. 205, March.
- Verdun, Amy, 2010, "Ten Years EMU: An Assessment of Ten Critical Claims", in: Journal of International Economic and Business Studies, Vol. 2, No. 1/2, pp.144-163.
- Werner Report, 1970, "Report to the Council and the Commission on the Realization by Stages of Economic and Monetary Union in the Community", Council and Commission of the EC, Bulletin of the EC, Suppl. 11, 8 October.