

투자포커스

그리스 국가부채와 자금조달 시나리오

Strategist 오승훈 769-3803 oshoon99@daishin.com

그리스 시나리오 : 진전되는 협상

그리스와 채권단간 협상이 또 다시 결론을 도출하지 못했다. 그러나 진전이 없었던 것은 아니다. 그리스의 달라진 협상 태도에 채권단이 우호적으로 반응했다. 협상의 진전으로 그리스의 유일한 유동성 공급처인 ECB의 긴급유동성 지원이 지속될 가능성도 높아졌다. 또한 우려와 달리 12일 예정된 7.5억유로의 IMF 채무를 상환함으로써 채무불이행 우려도 3주의 시간을 벌게 되었다.

*2,460억유로(트로이카 구제금융 총액) vs. 72억유로(구제금융 미지급 금액)

트로이카(EU, ECB, IMF)는 1, 2차 그리스 구제금융을 통해 2,460억유로를 지원했다. 그리스는 40년에 걸쳐 연 평균 70억유로씩 갚아 나갈 예정이다. 이번 협상은 2월말 구제금융 4개월 연장안에서 합의한 구제금융 잔여분 72억유로의 지급과 관련된 것이다. 채권단의 강경한 입장 고수에 그리스가 주장한 금지선이 후퇴하고 있다. 3주의 시간동안 72억유로의 구제금융 잔여분이 집행될 가능성이 높아졌다고 판단한다.

*그리스 기본 시나리오 : 협상 타결과 3개월의 릴리프, 8월 추가 협상

72억유로의 구제금융 잔여분이 집행되면 8월말까지 약 3개월간 그리스는 자금부족에서 벗어나게 된다. 6~7월 그리스 관련 안도감이 형성될 수 있다. 그러나 8월에는 자금조달을 위해 채권단과 협상에 나서야 한다. 현재 2015년 그리스의 필요자금이 172억유로로 추정되어 추가적으로 100억유로의 자금조달이 필요하기 때문이다. 8월 협상의 절충점은 ESM의 예비적프로그램이 될 가능성이 높다. ESM 예비적프로그램은 전면적 구제금융보다 긴축의 강도는 낮지만 MoU를 통한 개혁 프로그램 지속이 가능하다는 점에서 차선택으로 채권단과 그리스정부의 선택을 받을 수 있다.

*구제금융 잔여분 미집행시, 디폴트 D-day는 7월 20일

구제금융 잔여금 72억유로 미집행시 그리스의 디폴트(채무불이행) 시기는 IMF가 아닌 ECB에 의해 결정될 가능성이 높다. ECB의 유동성 공급이 지속되는 한 IMF가 먼저 그리스의 채무불이행을 선언할 가능성은 낮다. 6월말까지 합의에 이르지 못할 경우 ECB의 유동성 지원이 끊기면서 그리스는 채무불이행으로 몰릴 수 있다. 그 시기는 7월 20일 34억규모의 ECB 채무상환일이 될 가능성이 높다.

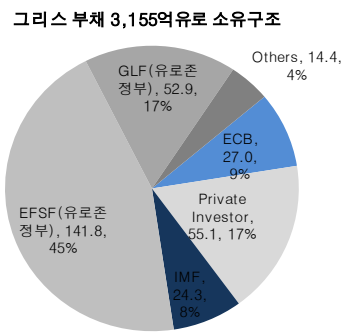
그리스 국가부채 규모, 만기 구조 : 3,155억유로를 40년에 나눠 갚는 구조

그리스의 국가부채 규모는 3,155억유로이다[그림1].

그리스 국가부채의 61.7%를 소유하고 있는 것은 유로존정부이다(EFSF, GLF에 국가별 출자 또는 대출). 다음으로 ECB가 8.6%, IMF가 7.7%를 보유해 트로이카가 보유한 비율이 78%(2,460억유로)에 이른다. 1차, 2차 구제금융을 통한 자금지원의 결과이다.

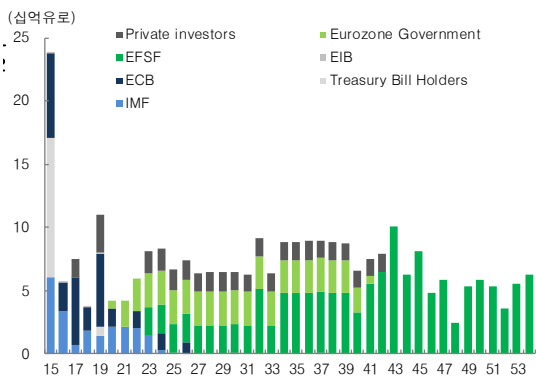
3,155억유로 규모의 그리스 국가부채는 40년에 걸쳐 매년 평균 70억유로씩 갚아 나가는 구조로 되어 있다[그림2]. 2022년까지 IMF와 ECB에 대한 부채를 상환하게 되고, 이후로는 유로존 국가에 대한 부채(EFSF, GLF)를 30년간 장기에 걸쳐 상환하는 구조이다. 2015년 상환규모가 큰 것은 1년미만의 그리스 단기국채 물량이 110억유로 포함되어 있기 때문이다. 현재 이 물량은 신규 발행을 통해 롤오버되고 있다. 단기국채 발행을 원활하게 하기 위해 그리스 정부는 ECB에 은행의 90억유로의 국채매입 한도를 증액 시켜줄 것을 요청하고 있는 상황이다.

그림 1. 그리스 국가부채 총 3,155 억유로



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 2. 그리스 국가부채의 만기구조



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

2015년 그리스의 필요자금은 172억유로

시계를 2015년으로 좁혀보면 그리스 정부의 2015년 필요자금은 172억유로이다. 이 금액은 전일 7.5억유로의 IMF 대기성 차관 상환을 감안한 금액이다.

필요자금에는 국채 이자 지출 및 상환 금액, IMF 이자 지출 및 상환 금액, GLF에 대한 이자가 포함되어 있다. 규모가 가장 큰 것은 IMF 대기성 차관에 대한 이자 및 원금상환으로 2015년 규모는 93억유로(현재 잔액 55억유로)에 달한다. 다음으로 7월과 8월 ECB보유 장기국채 만기 규모가 67억유로에 달한다.

[표1] 그리스 2015년 필요자금과 자금조달 시나리오

2015년 필요 자금 (백만유로)		2015년 필요 자금 조달 시나리오 (백만유로)	
국채 이자 지출 금액	3,992.4	옵션 1 (트로이카)	구제금융 미집행 분 (IMF 3,500, ECB 1,900 EFSF 1,800) 7,200.0
국채 만기 상환 금액	7,000.0		IMF 구제금융 (6,78차 리뷰) 7,100.0
IMF 이자 및 만기상환 금액	9,314.2		ESM Precautionary Program 10,000.0
(5.12일까지 상환 금액 차감 잔액)	5,487.9		소계 24,300.0
GLF (Greek Loan Facility) 이자	292.5	옵션 2 (그리스)	구제금융 미집행 분 (IMF 3,500, ECB 1,900 EFSF 1,800) 7,200.0
기타 이자	331.1		은행 재정증권 매입한도 확대 10,000.0
			기초재정수지 흑자 2,700.0
			브리지론, ESM프로그램 +α
Total	17,139.0		소계 19,900.0

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터 추정

2015년 자금조달 시나리오 (트로이카 vs. 그리스 정부)

현재 진행되는 트로이카와 그리스정부의 협상은 2015년 필요자금을 어떻게 조달할 것인가와 맞닿아 있다. 트로이카는 원활한 자금 회수를 위해 지속적인 감독과 감시의 틀이 유지되기를 바란다. 반면 그리스는 채권단의 감독을 최대한 줄이고 자체적인 개혁 플랜이 가동되기를 원한다.

트로이카의 입장은 그리스가 채권단의 요구를 수용해 구제금융 미집행분 72억유로 (IMF 35억유로, ECB 19억유로, EFSF 18억유로)를 받고, 2016년 2월까지 예정된 IMF 구제금융의 2015년 분할금(6,78차) 71억유로를 받으라는 입장이다. 여기에서 모자란 금액은 ESM의 Precautionary Program(예비적프로그램)을 통해 충당하자는 것이다.

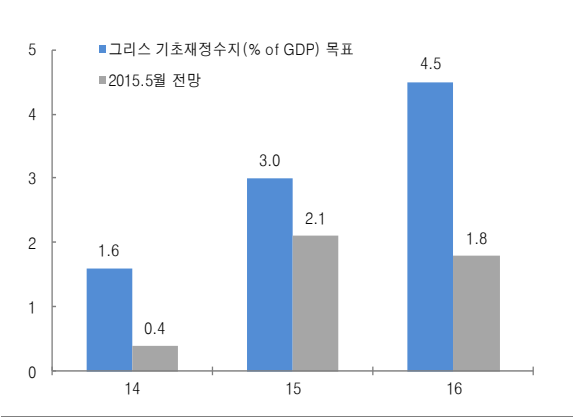
반면 그리스는 채권단의 통제가 최소화되기를 원한다. 약속된 구제금융 미집행분 72억 유로 외의 자금조달은 은행의 재정증권 매입한도 확대(100억유로), 기초재정수지 흑자 (27억유로)를 통해 가능하다는 입장이다. 그러나 재정증권 매입한도 확대 권한을 가진 ECB가 매입한도 문제를 협상과 연동시키고 있고, 최근 그리스 성장률 및 기초재정수지 전망이 하향되면서 그리스 자금조달 안의 현실화 가능성은 낮아지고 있다.

그림 3. 8월 이후 자금조달 수단 : 트로이카 (IMF 구제금융)

IMF 그리스 구제 금융	평가일	금액 (십억유로)	집행 여부
	2012-03-15	1.6	집행
First and Second Review	2012-08-31	3.3	집행
Third Review	2013-02-28	1.8	집행
Fourth Review	2013-07-25	1.8	집행
Fifth Review	2014-02-28	3.5	집행
Sixth Review	2014-08-31	3.5	미집행
Seventh Review	2014-11-30	3.5	미집행
Eighth Review	2015-02-28	1.8	미집행
Nineth review	2015-05-31	1.8	미집행
Tenth review	2015-08-31	1.8	미집행
Eleventh Review	2015-11-30	1.8	미집행
Twelfth Review	2016-02-29	1.8	미집행

자료: IMF, 대신증권 리서치센터

그림 4. 8월 이후 자금조달 수단 : 채권매입한도 상향과 기초재정수지 흑자



자료: EY집행위(5.5일), 대신증권 리서치센터

그리스 시나리오1(기본) : 2015년 디폴트, Grexit는 없다

*3주간의 협상시간 (디폴트 리스크 완화)

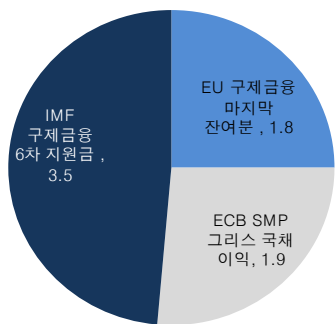
5월 11일 그리스 정부가 12일 예정된 IMF 대기성 차관 금액 7.5억유로를 상환하면서 6월초까지 다시 협상의 시간을 벌게 되었다. 6월 5일까지 공공부채에 대한 이자 및 만기상환이 없기 때문이다(5.15일 14억유로 단기채 만기가 있으나 신규발행을 통해 물오버 가능).

*협상 타결시 3개월간의 릴리프, 8월 최종 협상

지루하게 진행되는 이번 협상은 2월 구제금융 4개월 연장에서 합의한 구제금융 잔여분 72억유로의 지급과 연결되어 있다. 채권단의 강경한 입장 고수에 그리스가 주장한 금지선은 후퇴하고 있다. 3주의 시간동안 협상 타결을 통한 72억유로의 구제금융 잔여분이 집행될 가능성이 높다고 판단한다.

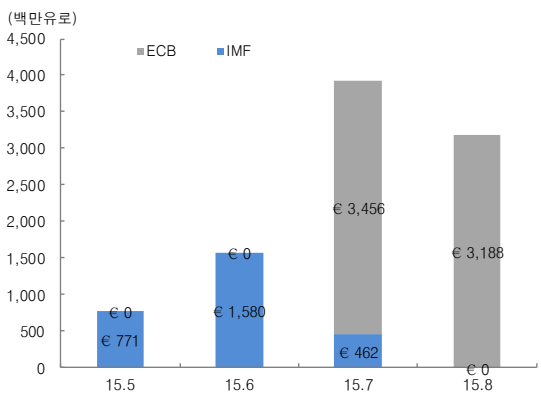
72억유로의 구제금융 잔여분이 집행되면 8월말까지 약 3개월간 그리스는 자금부족에서 벗어날 수 있다. 그러나 8월경에는 추가 자금조달을 위해 채권단과 협상에 나서야 한다. 현재 2015년 그리스의 필요자금이 172억유로로 추정되어, 100억유로의 추가 펀딩이 필요하기 때문이다. 100억유로의 자금조달과 관련 감축을 더 강화하려는 채권단과 자율적 개혁을 추진하려는 그리스 정부간의 입장차이가 뚜렷하다. 채권단은 내년까지 진행될 IMF 구제금융을 활용해야 한다는 입장이다. 그리스는 재정증권 매입한도 확대와 기초재정수지를 통해 채권단의 간섭을 최소화 한다는 입장이다.

그림 5. 구제금융 잔여분 72 억유로의 구성



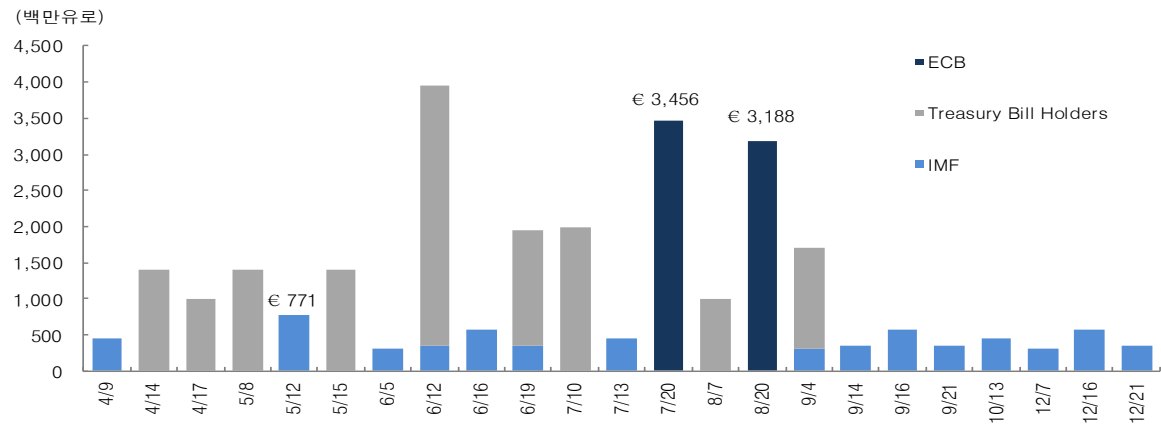
단위: 10억유로
자료: EY집행위, 대신증권 리서치센터

그림 6. 72 억유로의 활용도, 8.20 일까지의 자금소요 총당



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 7. 2015 년 그리스 국가부채(이자포함) 상황 일정



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그리스 시나리오 2 : 협상 결렬시 그리스 디폴트 데드라인은 7월 20일

6월초까지 협상 타결이 또 다시 지연되면 72억유로의 구제금융 잔여분 집행이 늦춰지면서 채무불이행 가능성은 다시 높아지게 될 것이다. 6월 IMF 상환 예정금액이 15억유로에 달하는 점을 감안하면 불안감은 더욱 커질 수 있다.

그리스의 디폴트(채무불이행)는 IMF 채무불이행이 아닌 ECB에 유동성 지원 중단에 의해 결정될 가능성이 높다. 주간 단위로 이뤄지는 그리스의 긴급유동성 지원은 지속적으로 상향되어 현재 잔액이 789억유로에 이른다. 유동성 공급이 지속되는 한 IMF가 먼저 그리스의 채무불이행을 선언할 가능성은 낮다. ECB의 유동성 지원은 채권단과 그리스의 개혁 프로그램 합의와 연동되어 있다. 구제금융 연장안의 종료 시한인 6월말까지 합의에 이르지 못할 경우 ECB의 유동성 지원이 끊기고 그리스 국채에 대한 담보요건 강화(헤어컷)이 발생할 가능성이 높다. 결국 7월 20일 예정된 34억규모의 ECB 채무상환일이 디폴트의 D-day가 될 가능성이 높다.

현재 협상 진행 과정 : 긍정적 분위기로 반전

5월초 EU 집행위와 그리스정부의 컨퍼런스가 잇따라 열려 절충점을 찾는 과정에 속도가 붙고 있다. 현재 협상은 2월말 합의한 Master Financial Assistance Facility Agreement(구제금융 4개월 연장안)에 근거하고 있다. 애초 설정된 시한은 5월말이지만 구제금융 4개월 연장안이 종료되는 6월말까지 협상이 가능하다(그리스의 디폴트가 없다는 전제하에).

협상의 쟁점은 연금, 세금, 민영화, 노동관계법 등 4가지 분야이다. 그동안 그리스 정부는 4가지 분야를 핵심 분야로 선정해 양보할 수 없다는 입장이었다. 5월초부터 그리스 정부의 입장 변화가 나타나고 있다. 이러한 변화가 합의를 도출하지 못했지만 협상 분위기의 반전을 이끌고 있다.

[표2] 협상의 쟁점과 진행상황

핵심 쟁점	그리스 입장	채권단 입장	진행상황
연금 개혁	연금삭감 반대	연금 삭감 연금 개시연령 65세 상향	연말 지금 연금 수령액 축소 연금 개시연령 65세 상향
세금 개혁	부가가치세율 인상 반대 통합재산세 폐지	부가가치세율 인상	상품(23%), 서비스(13%)의 이중 세율구조 단일세율 16%로 통합 통합재산세 유지
민영화	민영화 반대	민영화 촉진	14개 지역공항과 피레우스항만공사 우선 매각 합의
노동관계법	법 개정 (단체교섭 부활)	법 개정(노동 유연화)	단체교섭 도입

자료: 언론보도 종합, 대신증권 리서치센터

[표3] 5.11일 유로존 재무장관회의 결과와 비교

	424일 유로존 재무장관회의	5.12일 유로존 재무장관회의
협상 도출 여부	바루파키스(그리스 재무장관)의 강경한 태도로 협상 결렬	협조적인 자세로 효율적이었다고 발표. 그러나 여전히 갭을 줄여야 할 시간 필요
플랜 B(그렉시트)에 대한 언급	독일을 비롯한 여러 재무장관들 우려와 함께 플랜 B에 대한 가능성 언급	언급은 없었으며 긍정적인 결과
회의 후 반응	그리스 디폴트 및 그렉시트에 대한 우려, 바루파키스의 강경한 태도에 재무장관들 회의적	대체로 긍정적, 그리스의 IMF 상황 선지급의 효과는 미비
구제개혁 리스트 확인	그리스가 책임감을 가지고 구제개혁 리스트에 적극적으로 노력할 것을 촉구	여전히 그리스 리뷰의 기반이 되며 리스트 달성에 대한 입장 표명
구제금융 추가분 지급 여부	연기	연기
다가오는 만기 상황	5.12 – IMF 7.5억유로(11일 상환)	6.5일, 12일, 16일, 19일 – IMF 15억유로(대기성차관) 7.20월 – ECB 35억 유로(장기국채 만기)

자료: 언론보도 종합, 대신증권 리서치센터

3개월 후 협상의 궁극적 종착지 : ESM 예비적 프로그램

*8월 추가 협상 예상 : 타협점은 ESM 예비적 프로그램 도입

구제금융 잔여분 72억유로 집행으로 그리스의 자금부족이 해소되지 않는다. 8월경 추가 자금조달을 위한 채권단과 그리스 정부의 협상이 불가피하다.

트로이카는 IMF 구제금융 지속과 ESM 프로그램 가입을 통한 자금 부족 해결을 요구할 것이고, 그리스는 재정증권 한도확대 및 기초재정수지 흑자등 감독이 약한 자금조달을 주장할 것이다. 타협점은 ESM의 예비적 프로그램(Precautionary Program)이 될 가능성이 높다.

ESM의 예비적 프로그램은 전면적 구제금융보다 긴축의 강도가 약하다는 점에서 그리스 정부에 차선이 될 수 있고, 채권단 입장에서도 채권단의 감시, 감독이 유지된다는 점에서 차선의 선택이 될 수 있기 때문이다.

예비적 프로그램은 GDP의 2~10%규모로 크레딧라인을 설정하는 것이다. 예비적 프로그램은 긴축조건이 붙지않는 PCCL(precautionary conditioned credit line)과 긴축조건이 붙는 ECCL(Enhanced conditions credit line)로 나뉘는데 그리스는 긴축조건이 붙는 ECCL를 받게 될 것으로 보인다.

ECCL은 전면적 구제금융보다 긴축이 조건이 약하다. ECCL은 GDP의 2~10% 한도에서 Credit Line(신용공여)을 개설하는 것으로, 신용공여를 받는 국가는 대출을 받을 것 인지, ESM에 발행시장 개입을 요청할 것인지를 결정하게 된다. 발행시장 개입규모는 MoU에 명시하게 되며 신용공여의 기간은 1년이며, 6개월씩 2번에 걸쳐 연장이 가능하다.

그리스의 유로존 탈퇴 가능성 : 그리스 여론은 유로화 유지 압도적

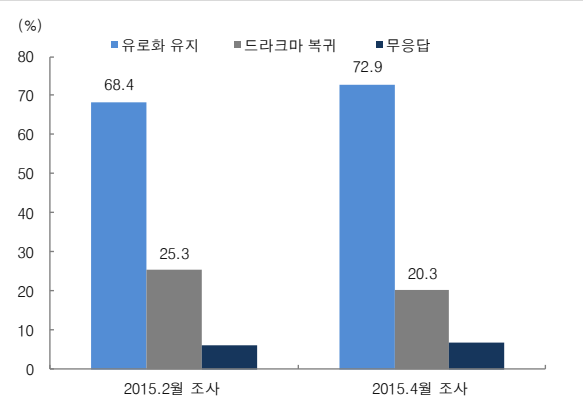
그리스의 유로존 탈퇴는 그리스 정부와 채권단 모두에 쉽지 않은 선택이다.

그리스의 여론은 유로존 잔류(유로화 유지)가 압도적이다. 여론조사 기관 Kapa의 4월 정기 여론조사(4.21~22일 1007명 대상 실시, 전화인터뷰, 표준오차 3.09%, 95% 신뢰수준)에 따르면 드라크마 복귀 의견은 20.3%이며, 유로화 유지 의견은 72.9% 였다. 2월의 조사보다 유로화 유지 의견은 더 증가했다[그림8]. 그리스 정부가 국민투표라는 승부수를 던지더라도 쉽지 않은 선택이 될 것이다.

채권단과의 협상에 대한 여론도 변화가 나타나고 있다. ‘정부의 제안을 채권단이 최종 거절하면 정부가 어떻게 해야하나?’라는 질문에 51%가 긴축을 일부 수용하며 후퇴해야 한다는 의견을 냈다[그림9]. 2월보다 다소 높아졌다. 협상타결이 지연되면서 디폴트 및 유로존 탈퇴에 대한 불안감이 높아졌기 때문으로 해석할 수 있다.

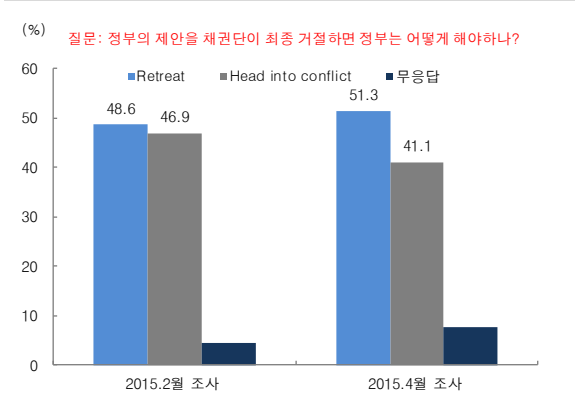
6월말이 되면 연장된 그리스 2차 구제금융(정식명칭: Master Financial Assistance Facility Agreement) 종료된다. 5월 협상이 통과되며 72억유로의 구제금융 잔여분이 집행되면 약 3개월의 시간을 벌 수 있다. MFAFA가 종료되고 2개월의 협상 시간이 남아 있는 셈이다. EU의 구제금융이 종료된 상황에서 ECB와 IMF의 역할이 중요할 수 밖에 없다.

그림 8. 그리스 여론조사 : 유로화 유지 압도적



주: 4.21~22일 조사. 전화인터뷰, 표본 1007명, 표준오차 3.09%, 95% 신뢰수준
자료:Kapa Research, 대신증권 리서치센터

그림 9. 그리스 여론조사 : 협상의 최종선택



주: 4.21~22일 조사. 전화인터뷰, 표본 1007명, 표준오차 3.09%, 95% 신뢰수준
자료:Kapa Research, 대신증권 리서치센터

그리스의 유로존 탈퇴는 EU 탈퇴를 의미(법적 절차)

그리스의 유로존 탈퇴는 법적으로 EU조약의 탈퇴조항에 준용될 것으로 판단한다. 강제적 탈퇴조항은 없고 자발적 탈퇴만 가능하다. 또한 유로존을 탈퇴하면서 EU에 잔류하기는 어렵다.

유럽연합은 1993년 11월 1일 마스트리히트 조약에 의해 설립되었다. 마스트리히트 조약에는 회원국이 EU 또는 EMU(통화동맹)에서 탈퇴하는 조항이 존재하지 않았다.

2009년 12월 1일 발표된 리스본 조약을 통해 회원국 탈퇴에 관련 사항이 처음으로 규정되었다. 리스본 조약 제50조는 회원국의 탈퇴에 대한 사항과 해당 프로세스를 규정하고 있다.

제50조에서 탈퇴는 각 회원국의 의지와 주도에 의해서 이루어진다는 것을 규정하고 있다. 다만 회원국의 추방에 대한 내용은 포함되어 있지 않다. 따라서 자발적 탈퇴는 가능하나 강제적 탈퇴는 법적 규정이 없다.

유로존 탈퇴는 EU 탈퇴 조항이 준용될 것으로 판단한다. 이러한 이유로 유로존만 탈퇴하고 EU에 남을 수 있는 가능성은 없다.

[EU조약 50조 탈퇴와 관련한 사항]

- 자발적인 탈퇴를 원한다면 우선 탈퇴 의사를 통보하고 유럽이사회와 협의 과정 거쳐 유럽의회 동의, 유럽이사회 투표, 탈퇴 허가 순으로 진행. 유럽의회가 동의할 경우 유럽이사회는 가중다수결에 의해 탈퇴 승인 여부 결정
- 유럽이사회에서 탈퇴가 공식적으로 승인되면 탈퇴 희망국에 적용됐던 EU 조약의 효력은 중지. 탈퇴를 통보한 날로부터 2년 이내에 합의에 이르지 못할 경우 이사회와 신청국이 기간 연장에 만장일치로 동의하지 않는 이상 자동으로 탈퇴

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.