

2014.03.13.

# 위기와 기회 사이에 선 신흥국, 2014년에 부활할 수 있을까?

| 송기중 국제사업실 연구위원 ☎02.2014-6225 song72@nicerating.com

당사는 2011년 4월 6개국에 정부신용등급을 발표한 이후 신흥국 경제 및 금융시장에 대한 정보를 시장에 제공하고 있으며, 2012년 하반기부터는 유럽 경제에 대한 리서치 작업도 진행하고 있다. 당사가 정부신용평가 및 외국 거시경제에 대한 리서치에 나선 것은 외국 언론과 해외 증권사의 리서치에 대한 과도한 의존도를 극복하고, 세계경제에 대한 우리 금융시장의 독자적인 시각을 만들어 나가기 위한 것이다. 이러한 의미에서 지금은 신흥국에 대한 당사의 시각을 시장에 전달하기에 좋은 시기로 판단된다.

2013년 5월부터 신흥국 자산에 대한 외국인 투자자들의 Sell-off가 진행되면서 외신들의 신흥국 경제에 대한 부정적 시각과 신흥국 때리기가 아직도 사라지지 않고 있다. 신흥국 연쇄위기론으로 지칭된 이러한 부정적인 시각은 초기에는 취약 5개국 (Fragile 5 : 남아공, 터키, 인도, 인도네시아, 브라질)에 집중되었으나, 이후 8월에는 비교적 건전한 거시경제를 가진 것으로 평가되는 말레이시아, 태국, 필리핀 까지 그 대상이 되었으며, 우리나라도 예외는 아니었다. 또한, 외신들의 부정적 시각에 바탕을 둔 신흥국 경제에 대한 관점이 우리나라 투자자들에게도 퍼져 있다는 점을 부인할 수 없다.

그러나, 어떤 경제가 이런 저런 취약점을 가지고 있다는 사실과 그 취약점이 진짜 Sell-off의 배경이라는 논리는 냉정한 검토가 필요한 문제이다. 투자자들에게는 가십거리가 아니라 실제로 Sell-off 기간 동안 신흥국 금융시장에서 진행된 내용과 그 함의가 중요하기 때문이다. 우리나라뿐 아니라 대부분의 신흥국, 그리고 선진국들조차도 갖가지 취약점을 가지고 있지만 모든 취약점들이 실제 Sell-off로 이어지는 것이 아니라면, 과연 어떤 요인들이 Sell-off 기간 동안 개별 신흥국들의 환율변동에 영향을 미쳤는지를 파악해야 한다.

뒤에서 설명할 바와 같이, 2013년 8월 외신들에 의해 버블의 상징으로 지목되었던 태국의 새로 지어진 쇼핑센터들은 실제 Sell-off 과정과는 전혀 무관했으며, 멕시코 국채 시장의 높은 외국인 보유 비중도 Sell-off로 이어지지 않았다. 말레이시아의 과잉 가계부채와 높은 정부부채 비중은 분명히 말레이시아 경제의 취약점이지만, 이번 Sell-off 과정에서 말레이시아 금융자산에 대한 외국인 투자자들의 Sell-off를 야기하지는 않았다. 사실 Sell-off가 진행되던 초기에 이런 저런 이유로 취약해질 것이라고 지목하였던 신흥국 대부분이 현재 완만한 경기 조정과정을 거치고 있을 뿐이며, 이들 국가들의 외환 시장 및 금융시장도 패닉에 빠지지 않았었다.

그렇다면, 과연 Fed의 Tapering과 미국 국채금리 상승, 그리고 신흥국 조달금리 급등과 경기침체,

외국인 투자자 대량 이탈로 이어지는 소위 신흥국 연쇄위기론에는 무엇이 잘못된 것일까? 아직 본격적인 Sell-off가 남아있으니 시간 문제일 뿐이라고 이야기해야 할까? 이 글은 이러한 질문에 대한 것이다.

이 글에서는 2013년 5월부터 진행되어 온 소위 신흥국 자산에 대한 Sell-off 과정과 이 기간 동안 환율변동에 영향을 미친 요인들에 대해 살펴보았다. 또한, 취약국으로 분류되었던 국가들을 중심으로 Sell-off 진행 과정에서 이들 국가들의 불균형 조정과정도 살펴보았다. 이러한 과정을 통해 이번 신흥국 자산에 대한 Sell-off가 1990년대 후반의 신흥국 연쇄위기와 큰 차이점을 보였다는 점을 확인하고 그 배경을 검토해 확인해 보았다.

이와 더불어, 이 글에서는 지난 번 리포트에서 다루었던 10개국 (취약 5개국과 말레이시아, 태국, 필리핀, 페루, 멕시코)를 중심으로 2014년 성장률 및 거시경제 전망에 대한 살펴보았다. 2014년 신흥국 경제는 전반적으로 상반기 다소 부진한 성장률이 하반기 점차 회복되는 경제 흐름을 보이는 가운데, 취약국과 비취약국간, 그리고 취약국 내에서도 불균형 조정이 어느 정도 진행된 국가와 그렇지 못한 국가들 간의 차별화가 더욱 진행될 것으로 예상된다.

## 1. 실제 Sell-off에 영향을 미친 요인들은 무엇이이었을까?

이 부분에서는 실제 Sell-off 기간 동안 개별 신흥국들의 환율변동에 영향을 미친 요인들을 검토하였다. 선험적인 해석보다는 먼저 실제 환율변동을 결정한 요인을 찾아내고, 이후 이를 해석하는 방식이 향후 신흥국 투자에 있어서 이번 Sell-off의 함의를 찾아내는 데 바람직한 방식일 것이다.

이 글에서는 분석의 편의 상 분석 대상국을 주요 신흥 10개국으로 한정하였으며, 신흥국 자산에 대한 외국인투자자의 Sell-off 개시 시기는 2013년 5월로 간주하였다.

모든 경제 현상과 마찬가지로 2013년의 신흥국 자산에 대한 외국인 투자자들의 Sell-off (이하 Sell-off로 지칭)를 명확히 정의하기 어렵다. 대체적인 흐름이 존재하는 것은 명확해 보이지만, 신흥국을 어떻게 정의해야 하는지와 더불어 Sell-off가 과연 언제 시작되었으며 과연 언제 종료되었는지를 정하는 것은 쉬운 일이 아니기 때문이다.

여기서는 분석의 편의상 분석 대상국을 이번 Sell-off가 집중되었던 취약 5개국과 비취약국 중 우리나라 투자자들의 관심이 많은 말레이시아, 태국, 필리핀, 멕시코, 페루로 한정하였다. 그리고, 2013년 신흥국 자산에 대한 Sell-off 시작 시기를 2013년 5월 초로 간주하였다. 금융시장의 충격 정도를 반영하는 환율변동을 보면 2013년 5월부터 급격히 환율변동성이 커졌으며, 8월 신흥국 환율 급등 이후 잠잠했던 충격이 2013년 11월~2014년 1월 사이에 다시 재개되었기 때문이다. 한편, 필요에 따라서 2013년 5월~8월 사이의 기간을 1차 Sell-off로, 그 이후의 기간을 2차 Sell-off로 분류하기도 하였다.

그림 1 월별 주요 신흥국 환율변동

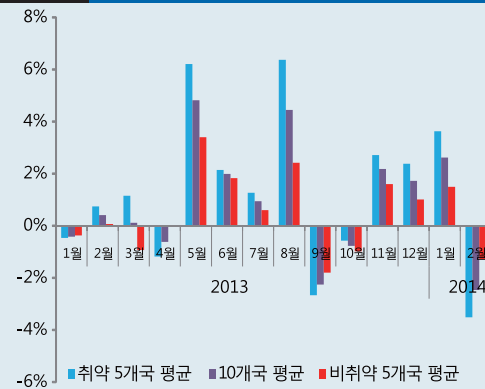
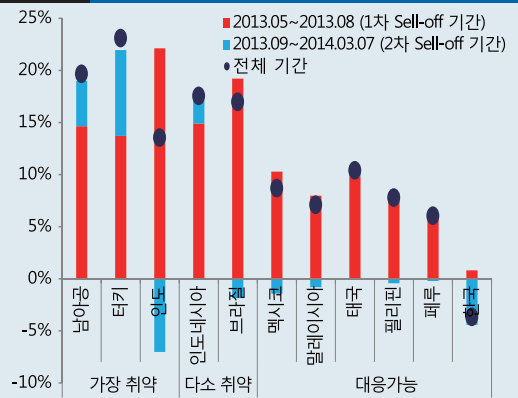


그림 2 Sell-off 기간 중 환율변동



주 : 취약 5개국은 남아공, 터키, 인도, 인도네시아, 브라질. 비취약 5개국은 말레이시아, 태국, 필리핀, 페루, 멕시코  
 자료 : Bloomberg

지난 리포트에서는 외환보유고, 경상수지, 광물수출 의존도, 인플레이션 수준, 여신 증가율 등을 기준으로 위험도를 분류하여 제시한 바 있다.

당사는 지난 2013년 9월 1차 Sell-off가 마무리된 시점에서 그 배경과 향후 전망에 대한 시각을 “세계 경제환경 변화에 대한 신흥국의 대응능력 점검” (NICE Credit 2013.09)을 통해 제시한 바 있다. 여기서 당시 리포트의 내용을 점검하면서, 당시의 시각과 현재의 시각을 비교하는 것은 그 동안 진행된 Sell-off의 의미를 이해하는 데 좋은 출발점일 것이다.

당사는 지난 번 리포트에서 당시 진행되고 있는 Sell-off를 “2010년 이후 진행되어 온 선진국과 신흥국 경제간의 Decoupling 현상이 결국 지속 가능하지 않다는 것이 판명되면서, 그 동안 누적되었던 경상수지 악화와 인플레이션 상승, 과도한 대출 증가 등의 불균형이 조정되는 과정”으로 이해하였다.

또한, 그 동안 누적되었던 경제적 불균형 (경상수지 적자 및 인플레이션, 과도한 여신 증가)의 국가별 정도가 다르기 때문에, 광물자원의 하향 추세와 관련된 위험을 추가하여 외환보유고, 경상수지, 광물수출 의존도, 인플레이션 수준, 여신 증가율 등을 기준으로 신흥 10개국의 위험도를 분류하여 아래와 같이 제시한 바 있다.

[표1] 9월 리포트에서 제시된 신흥 10개국 경제상황 및 대응능력 비교

| 당사 분류 | 국가명   | 기준 시각  | Tapering Issue<br>(외환보유고+ 경상수지) | 1차상품 가격하락<br>(광물수출 비중) | 통화긴축 필요성<br>(Inflation) | 여신증가율 |
|-------|-------|--------|---------------------------------|------------------------|-------------------------|-------|
| 가장 취약 | 남아공   | 취약 5개국 | 매우 취약                           | 매우 취약                  | 취약                      | 중립    |
|       | 터키    |        | 매우 취약                           | 중립                     | 매우 취약                   | 매우 취약 |
|       | 인도    |        | 취약                              | 중립                     | 매우 취약                   | 중립    |
| 취약    | 인도네시아 | 취약 5개국 | 취약                              | 취약                     | 매우 취약                   | 취약    |
|       | 브라질   |        | 보통                              | 취약                     | 취약                      | 취약    |
| 대응 가능 | 멕시코   | 비취약국   | 영향 크지 않음                        | 중립                     | 중립                      | 중립    |
|       | 말레이시아 |        | 영향 크지 않음                        | 중립                     | 중립                      | 취약    |
|       | 태국    |        | 영향 크지 않음                        | 중립                     | 중립                      | 취약    |
|       | 필리핀   |        | 영향 크지 않음                        | 중립                     | 중립                      | 중립    |
|       | 페루    |        | 영향 크지 않음                        | 매우 취약                  | 중립                      | 취약    |

하지만, 실제 Sell-off의 성격을 밝히기 위해서는 현 시점에서 Sell-off 기간 동안 환율변동에 영향을 준 변수가 무엇이었는지를 다시 살펴볼 필요가 있다. 이 기간 동안 환율변동은 인플레이션, 외환수급구조 (경상수지 혹은 Core Balance) 등에 의해 주로 영향을 받았다. 반면, 흔히 거시경제 안정성을 나타내는 지표로 사용되는 경제성장률, 정부부채, 재정수지 등은 환율변동에 큰 영향을 주지 않았다.

2013년 9월에 당사가 제시한 위험도 분류 기준은 사실 2014년 2월 Fed가 미국 의회에 제출한 Monetary Policy Report 중 신흥국 위험도 분류 기준으로 제시한 6가지 기준 (GDP 대비 경상수지 규모, GDP 대비 정부부채 규모, 지난 3년간 Inflation 수준, GDP 대비 지난 5년간 민간부문에 대한 은행여신 증가규모, 연간 수출액 대비 대외부채 규모, GDP 대비 외환보유고 규모)과 대부분 일치하며, GDP 대비 정부부채 규모 및 광물수출 비중의 포함 여부만이 차이가 있다. 또한, Fed가 제시한 기준이 외부 충격에 대한 개별 경제의 중기 대응능력을 판별하는 기준으로 널리 사용되는 지표인 반면, 2013년 9월 당시 당사가 제시한 기준은 Sell-off가 진행 중인 상황에서 단기 안정성을 검토하는 차원이었기 때문에 이러한 차이가 발생한 것으로 이해할 수 있을 것이다.

그렇다면, 당사나 Fed가 제시한 변수들이 모두 실제 개별 신흥국들의 환율변동을 결정하는 요인이었을까? 이와 관련하여 미국 버클리 대학의 Eichengreen 교수와 World Bank의 선임 연구원인 Gupta의 연구는 중요한 함의를 제공해 주고 있다. (Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets, World Bank Working Paper, 2013.12, 보다 읽기 쉬운 함의 위주의 내용은 <http://www.voxeu.org/article/fed-tapering-and-emerging-markets> 참조)

이 연구에서 저자들은 신흥국 55개국에 대해 2013년 4~7월 사이의 환율변동에 영향을 미칠 것으로 예상되는 다양한 거시경제 변수들을 검토하면서, 첫째, 환율이 크게 상승한 국가들은 QE 기간 동안 실질환율 (인플레이션의 차이를 반영한 환율)의 하락이 진행되어 경상수지가 크게 악화되었다는 특징을 가지고 있으며, 둘째 거시경제 정책 및 경제적 성과를 나타내는 정부부채, 공공부채, 외환보유고 규모, GDP 성장률 등은 환율변동에 영향을 미치지 않았다고 결론 내리고 있다. 또한 이 연구에 따르면 자본시장 규모가 클수록 환율 상승폭이 컸으며, 마지막으로 Capital Control은 환율변동에 영향을 거의 미치지 않았다.

당사가 제시한 위험도 분류 기준 및 Fed가 제시한 위험도 분류기준을 사후적으로 신흥 10개국에 적용해본 결과도 Eichengreen & Gupta의 연구와 대체로 유사하다. 우선 아래 표에서 보는 바와 같이, 정부부채나 재정수지는 전체 Sell-off 기간 (2013년 5월~2014년 2월) 동안의 환율변동에 큰 영향을 미치지 않은 반면, Eichengreen & Gupta가 언급한 실질환율 및 그 영향을 의미하는 물가상승률과 Core Balance (경상수지+Net FDI)는 환율변동과 높은 상관관계를 보였다.

그림 3 2012년 GDP대비 정부부채 vs Sell-off 기간 환율변동

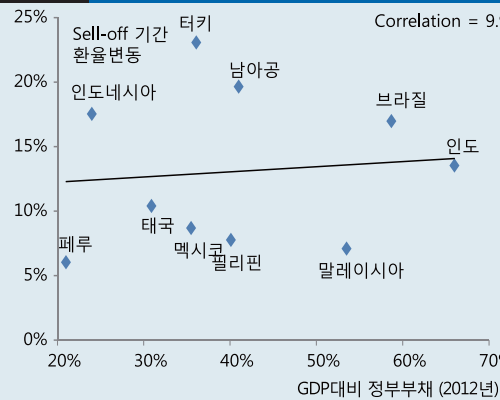
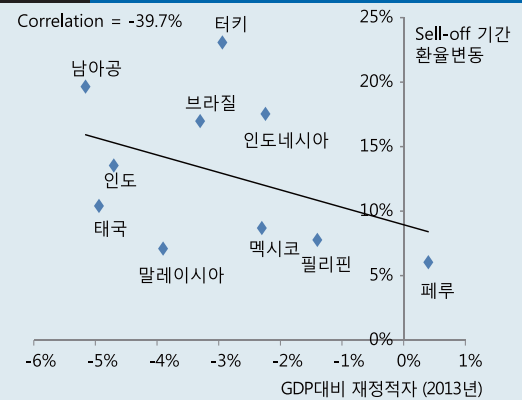


그림 4 2013년 GDP대비 재정적자 vs Sell-off 기간 환율변동



주 : 인도, 남아공, 태국, 터키의 2013년 GDP 대비 재정적자는 당사 추정치  
자료 : 각국 재무부 및 중앙은행

그림 5 2013년 물가상승률 vs Sell-off 기간 환율변동

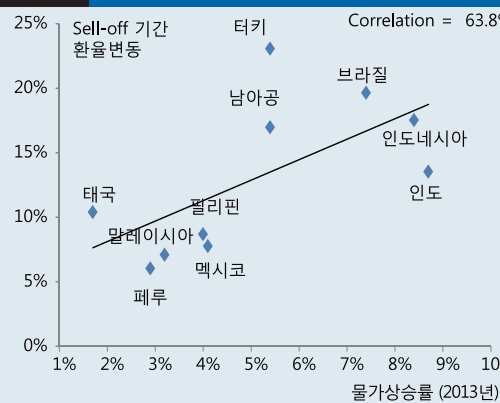
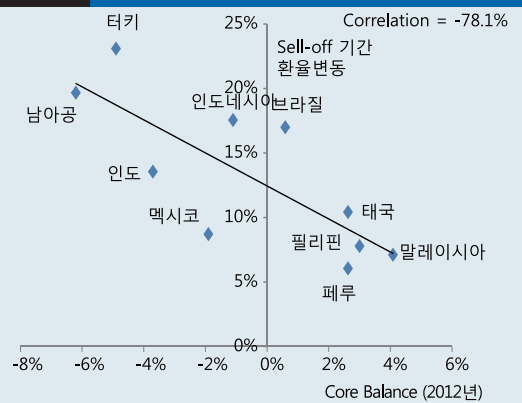


그림 6 2012년 Core Balance vs Sell-off 기간 환율변동



주 : Core Balance = 경상수지 + Net FDI  
자료 : 각국 재무부 및 중앙은행

반면, 당사가 제시했던 위험도 분류 기준 중에서 광물수출 비중과 여신 증가율은 환율변동에 큰 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다. 당사가 2013년 9월에 위험 분류기준으로 광물수출 비중을 제시한 배경은 신흥국들의 실물부문 위기가 본격화되면서 광물가격의 하락 가능성이 있다고 판단했기 때문이다. 그러나, 이러한 시나리오가 현실화되지 않았기 때문에 실제로 광물수출 비중은 Sell-off 기간 동안의 환율변동에 큰 영향을 미치지 않았다.

한편, 여신증가율이 환율변동에 영향을 미치지 않았다는 것은 중요한 함의를 가진다. 실제로 이 글의 검토 대상인 신흥 10개국의 자료를 검토해 보면 역의 약한 상관관계를 보이고 있다. 이는 “QE 기간 동안 신흥국에서 과도한 여신 증가가 있었기 때문에, 미국 국채금리 상승과 신흥국들의 조달금리 상승으로 자산 버블이 붕괴될 것”이라는 신흥국 연쇄위기론의 중요한 위기 시나리오가 현실화되지 않았다는 것을 의미한다.

그림 7 여신 증가율 vs Sell-off 기간 환율변동

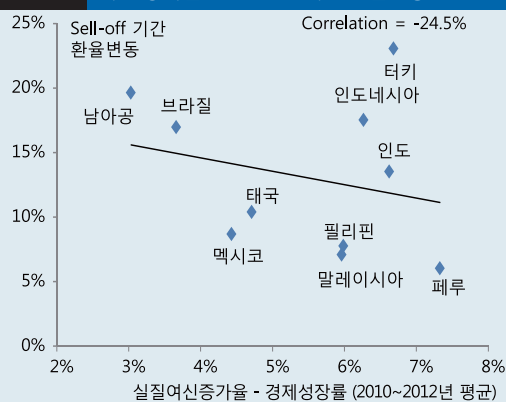
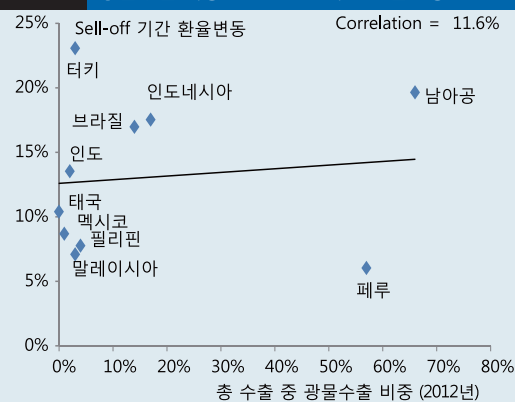


그림 8 광물수출 비중 vs Sell-off 기간 환율변동



자료: 각국 통계청 및 중앙은행

외환보유고의 역할에 대해서는 Eichengreen & Gupta의 연구와 신흥 10개국에 국한한 검토 내용과 다소 상이한 결과를 보이고 있다. 이 부분에 대해서는 추가 연구가 필요하지만, 전반적으로 당사의 검토 샘플수가 작다는 점과 실제 Sell-off 기간 동안 각국 중앙은행의 개입 규모가 크지 않았다는 점을 고려하면 외환보유고가 Sell-off 기간 동안 환율변동에 미친 영향은 제한적인 것으로 판단된다.

앞에서 언급한 Eichengreen & Gupta의 연구에서는 외환보유고 규모를 평가하는 변수로 “외환보유고/M2”를 사용하고, 신흥국 55개국 중 데이터 접근이 가능한 40~45개 내외의 국가를 대상으로 외환보유고와 다양한 변수들을 종합하여 회귀분석을 한 후 그 결과를 바탕으로 외환보유고가 Sell-off 기간 동안의 환율변동에 영향을 주지 않았다고 결론 내리고 있다.

그러나, 이 글의 검토 대상인 신흥 10개국에만 국한해서 보면 다소 다른 결론에 도달하게 된다. 당사는 외환보유고 수준 평가에 있어서 외국인 포트폴리오투자액을 반영한 방식을 사용하고 있다. 이는 신흥국의 금융시장이 개방되면서 과거와 달리 외국인 포트폴리오 투자의 유출입이 자본계정에서 차지하는 비중이 증가하고 있다는 점을 반영한 것이다. 즉, 외환보유고 수준을 “단기대외채무+외국인포트폴리오 투자액\*Stress Ratio+4분기 누적 경상적자액 (적자일 경우 (+), 흑자일 경우 (-))”과 비교하고 있으며, 이는 1년간 유출될 가능성이 있는 경상/자본계정의 유출액과 외환보유고를 비교하는 방식이다. 여기서 Stress Ratio란 외국인 포트폴리오 투자액의 유출 비율을 의미한다. 예를 들어 Stress Ratio가 0.5일 경우 외국인 포트폴리오 투자액의 절반이 1년 이내에 유출되는 Stress 시나리오를 말하고 있다.

이 기준을 사용할 경우, 아래 그림에도 보는 바와 같이 외환보유고 수준과 Sell-off 기간 동안의 환율변동이 높은 상관관계를 가진다는 것을 알 수 있다. 또한, Eichengreen & Gupta가 사용한 “외환보유고/M2”를 Sell-off 전체 기간의 환율변동과 비교할 경우에도 유사한 결과를 얻게 된다.

그림 9 당사외환보유고 평가기준 vs Sell-off 기간 환율변동

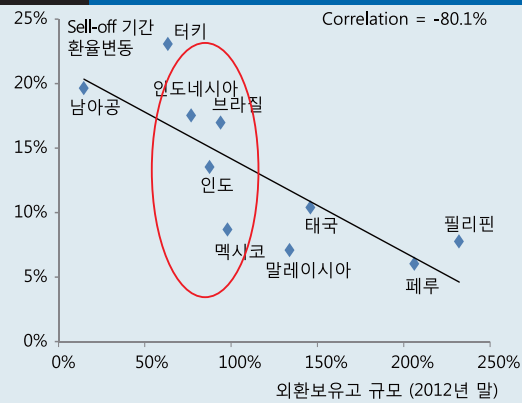
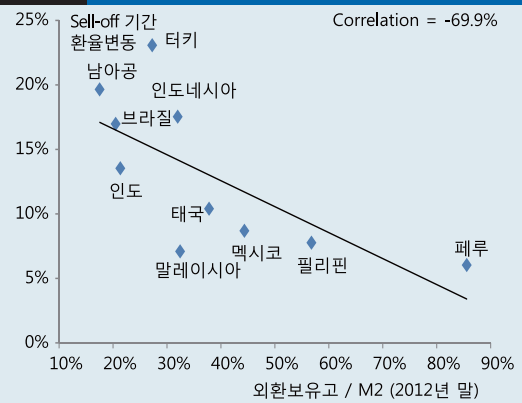


그림 10 외환보유고 / M2 vs Sell-off 기간 환율변동



주 : 당사 외환보유고 평가 기준 = 외환보유고 / (단기대외채무 + 외국인 포트폴리오 투자액 \* 0.5 + 4분기 누적 경상수지 적자(+) / 흑자(-))  
 당사 기준 검토에서 멕시코 외환보유고에는 IMF에서 제공하는 Flexible Credit Line 포함  
 자료: 각국 통계청 및 중앙은행

그러나, 이러한 결과에도 불구하고 전반적으로 당사의 검토 샘플수가 작다는 점과 실제 Sell-off 기간 동안 각국 중앙은행의 개입 규모가 크지 않았다는 점을 고려하면, Eichengreen&Gupta의 연구 결과를 받아들여 외환보유고가 Sell-off 기간 동안 환율변동에 미친 영향은 제한적이었다고 평가하는 것이 합리적일 것이다.

실제로 당사 기준으로 외환보유고 규모가 유사한 인도네시아, 브라질, 인도, 멕시코 간에 환율변동 폭은 매우 큰 차이를 보였다. 또한, Sell-off 기간 동안 정책당국이 외환시장에 직접적으로 개입한 사례는 인도, 인도네시아, 터키, 브라질, 페루가 있었는데, 브라질과 페루를 제외하고는 매우 일시적이었으며 사실상 환율 상승압력을 막지 못하고 정책당국이 후퇴할 수 밖에 없었다.

## 2. Sell-off의 재구성 : 신흥국 연쇄 위기론은 설득력을 가진 것일까?

이 부분에서는 앞에서 검토한 Sell-off에 영향을 미친 변수들을 정리하고, 어떠한 배경 하에서 이러한 결과들이 나왔는지에 대해 해석해 보았다. 또한, 그 과정에서 신흥국 연쇄위기론의 현실화 가능성에 대해 검토해 보았다.

Sell-off는 Default의 문제였나, 가격 조정의 문제였나? 앞에서 언급한 결과들을 종합해 보면, Sell-off 기간 동안 환율변동에 영향을 미친 요인들은 QE 기간 동안의 실질환율의 변동(명목환율변동과 인플레이션의 국가별 차이를 반영한 환율변동)과 이에 따른 경상수지 악화 정도였으며, 나머지 요인들의 영향은 제한적이었다는 점을 알 수 있다. 이는 Sell-off 과정이 Default에 대한 우려였다기 보다는 환율 및 이자율 조정을 통해 거시경제 내 불균형이 조정되



는 과정이었다는 점을 보여주고 있다.

여기서 중요한 점은 영향을 미친 요인 뿐 아니라, 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있지만 실제 영향을 미치지 않은 요인들이다. 거시경제 안정성의 기본적인 변수들 중 정부부채나 재정적자는 영향을 미치지 않았으며, 앞에서 언급한 바와 같이 여신증가율도 영향을 미치지 않았다. 또한, Eichengreen & Gupta의 연구에 따르면 경제성장률도 Sell-off 기간 동안의 환율에 영향을 미치지 않았다.

**[표2]** Sell-off에 영향을 미친 변수들 검토 종합

| 검토 변수   | 당사 검토 요인 | Fed 제시 요인 | Eichengreen & Gupta 검토여부 | 결론          |
|---------|----------|-----------|--------------------------|-------------|
| 정부부채    | X        | O         | O                        | 영향 없음       |
| 재정적자    | X        | O         | O                        | 영향 없음       |
| 인플레이션   | O        | O         | O                        | 중요          |
| 경상수지    | O        | O         | O                        | 중요          |
| 외환보유고   | O        | O         | O                        | 영향 없음 (잠정적) |
| 여신증가율   | O        | O         | O                        | 영향 없음       |
| 광물수출 비중 | O        | X         | X                        | 영향 없음       |
| 경제 성장률  | X        | X         | O                        | 영향 없음       |
| 자본시장 크기 | X        | X         | O                        | 중요          |

이러한 변수들이 영향을 미치지 않았다는 것은 Sell-off 기간 동안 외국인 투자자들이 투자자금을 회수하는 이유가 해당 국가의 거시경제 안정성에 대한 우려는 아니며, 오히려 환율상승 전망이나 이자율 상승 전망에 따라 일시적인 가격 하락을 예상하고, 이에 대해 선제적으로 반응하기 위한 것이라는 의미이다. 즉, QE 기간 동안 경상수지가 악화되었거나, 인플레이션 압력이 높은 국가들에서 정책당국이 환율상승을 허용하거나, 기준금리를 인상할 것이라는 전망이 우세해짐에 따라 외국인 투자자들이 일시에 출구로 몰리면서 환율이 급속히 조정되었던 것이다. 또한, 개별 국가들의 사례를 살펴보면, 기준금리 인상이나 환율의 급속한 조정이 있는 후 급속히 금융시장이 안정화되는 모습을 보여왔다는 것도 이러한 해석을 뒷받침하고 있다.

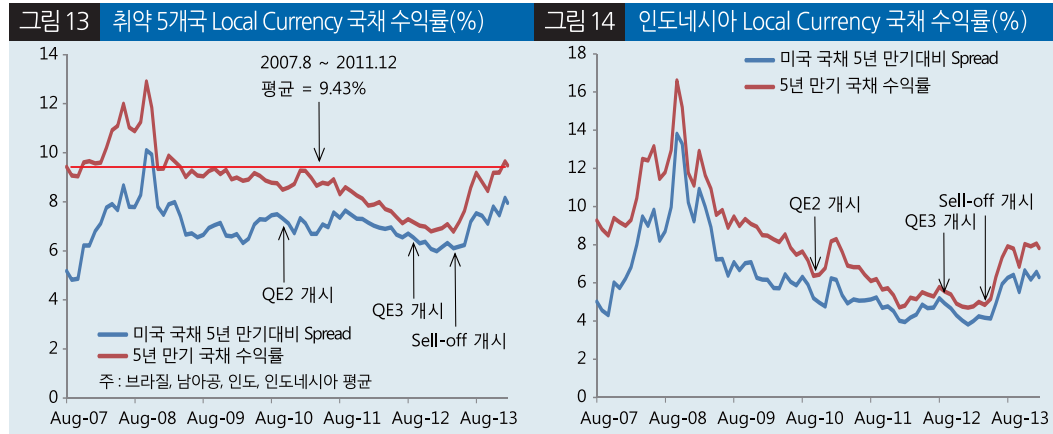
취약 신흥국 정책당국은 패닉에 빠졌었나? 이들 국가들의 정책당국은 변동환율제도의 장점을 최대한 활용하면서, 국내 시장금리의 상승을 억제하고 환율 조정을 통한 거시경제 불균형 해소를 도모해 왔다. 이러한 측면에서, 오히려 신흥국 정책당국은 비교적 성공적으로 위기관리를 해 온 것으로 평가된다.

앞에서 이야기 한 바와 같이, 2013년 5월 이후 외국인 투자자들의 신흥국 금융자산에 대한 Sell-off가 신흥국 경제 시스템에 대한 불신에 기인한다는 인식은 오해에서 비롯된 것이다. 그리고, 이와 유사한 또 한가지 오해는 Sell-off 기간 동안 취약 5개국 정책당국들이 위기상황에 잘 대처하지 못하면서 환율 상승폭을 키웠고, 대응책을 마련하기 위해 우왕좌왕했다는 인식이다. 물론, 터키의 경우 과도하게 오랜 기간 동안 정책금리 인상을 주저하면서 시장에 일시적인 혼란을 주기는 하였지만 이는 오히려 예외적인 경우이다.





만, 절대적인 수준 측면에서는 오히려 과도하게 낮아졌던 시중 금리가 정상화된 측면이 강하다.



인도네시아의 경우를 예로 보면 위의 그림에서 보는 바와 같이 5년 만기 국채수익률은 2009년 이전에 인도네시아 기업들이 생각했던 수준으로 회복된 데 불과하며, 현재 수익률인 7.83%는 2007년 8월~2011.12월 평균 9.13%보다 오히려 낮은 수준이다. 또한, 브라질의 경우에도 최근의 정책금리 인상이 다소 가파르기는 하지만, 지난 정책금리 고점이 2011년 7월의 12.5%였다는 점을 고려하면 현재의 10.75%의 정책금리 수준이 경제활동을 질식시킬 수준이라고 볼 수는 없다.

이러한 상황을 종합적으로 고려해 보면, 결국 브라질을 제외한 취약 5개국의 실질실효환율은 2006년 이후 최고치 수준에 근접할 정도로 조정된 반면, 국내 시장금리 수준은 2008~2009년 수준으로 회복된 데 불과한 것을 알 수 있다. 이는 취약국 정책당국이 변동환율제도의 장점을 최대한 활용하면서, 국내 시장금리의 상승을 억제하고 환율조정을 통한 거시경제 불균형 해소를 도모해 왔다는 것을 의미한다.

현재의 신흥국 시중금리 상황에서 신흥국 연쇄 위기론이 현실화될 가능성은 극히 낮은 것으로 판단된다.

이러한 큰 폭의 환율상승과 비교적 작은 수준의 시중금리 상승은 최근의 Sell-off가 1990년대 후반에서 2000년대 초반에 진행된 신흥국 연쇄위기 진행과정과 차별화되는 가장 큰 원인이다. 우리나라 외환위기를 비롯하여 1990년대 후반에서 2000년대 초반에 진행된 신흥국 연쇄위기 과정을 보면, 직전의 저금리 기간 동안 경상수지 적자가 증가하고 물가상승률이 높아진 가운데 이 기간 동안 정부, 기업 혹은 가계부문의 부채가 크게 증가하였다. 여기까지는 현재 취약국들의 상황과 상당부분 유사하다.

그러나, 과거의 경우 위기가 시작된 상황에서 정책당국이 관리변동환율제나 고정환율제를 유지하기 위해 과도한 시장금리 상승을 유도해야 했고, 이러한 금리 상승이 과잉부채 상태의 경제주체들

을 압박하면서 경기침체가 진행되고, 다시 이를 예상한 외국인 투자자들이 해당국 금융자산을 투매하면서 위기가 증폭되는 모습을 보였다. 그리고, 이러한 상황에서는 여신증가율이나, 외환보유고 수준, 정부부채 수준, 재정적자 등이 실제 Sell-off에 영향을 미치게 되었다.

그러나, 현재와 같은 변동환율제 하에서는 앞의 취약국들의 사례와 같이 환율 상승을 통한 조정 효과를 활용하여 시장금리 상승을 최소한으로 억제할 수 있기 때문에, 불균형 조정과정이 경제에 주는 충격을 분산할 수 있다. 최근까지 진행된 Sell-off에서는 앞에선 검토한 바와 같이 취약 신흥국의 국내 시장금리 상승폭은 크지 않은 가운데, 환율 조정만이 급격히 이루어진 것이기 때문에 앞에서 언급한 “위기의 증폭” 과정이 진행되지 않았다. 이러한 이유에서 Fed의 Tapering과 미국 국채금리 상승, 그리고 신흥국 조달금리 급등과 경기침체, 외국인 투자자 대량 이탈로 이어지는 소위 신흥국 연쇄위기론은 현실화되지 못할 수 밖에 없었던 것이다. 또한, 이러한 배경 하에서 앞에서 검토한 바와 같이 여신증가율이나, 외환보유고 수준, 정부부채 수준, 재정적자 등이 실제 Sell-off에 영향을 미치지 않았다.

마지막으로, 비취약 5개국의 환율 변동과 시장금리 변동폭을 고려할 때 이들 국가들이 경제위기에 빠질 것이라는 이야기는 기우에 불과한 것으로 판단된다. 이들 국가들의 경우 QE 기간 동안 실질실효환율이 과도하게 하락하지도 않았으며, 이에 따라 Sell-off 개시 이후의 환율 조정폭도 크지 않았다. 비취약 신흥국들의 실질실효환율을 보면 가장 낮았던 2013년 4월에도 QE2 개시 직전 대비 평균 7.4% 절상(환율 하락)된 수준에 불과했으며, 2014년 1월의 실질실효환율을 2006년 1월~2014년 1월 평균과 유사한 수준에 머물고 있다. 이는 미국의 양적완화로 인해 다소 강세를 보였던 비취약 신흥국들의 환율이 Sell-off 개시 이후 정상화되는 수준으로 조정되었다고 평가할 수 있다.

한편, 비취약국들의 시중금리 상승폭을 보면, Sell-off 개시 이후 5년 만기 국채 수익률의 상승폭은 미국 동일만기 국채 수익률의 상승폭과 유사한 수준이었으며, 이는 금리 상승속도가 빠르지 않다는 것을 의미한다. Sell-off가 개시된 이후 5년 만기 국채 수익률의 상승폭은 79 bp에 불과하며 이는 동일 기간 미국 5년 만기 국채의 수익률 상승폭과 유사한 수준이다. 이러한 점을 고려할 때, 신흥국 연쇄위기론이 주장하는 태국의 새로 지어진 쇼핑센터가 Sell-off를 야기하고 태국 경제를 위기에 빠뜨릴 것이라는 논리는 설득력이 낮은 것으로 판단된다.

그림 15 취약 5개국 실질실효환율 추이(2010.3Q=100)

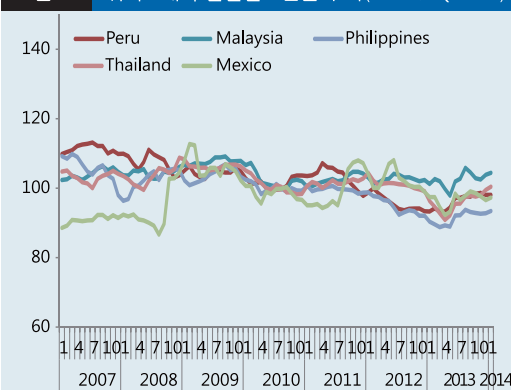
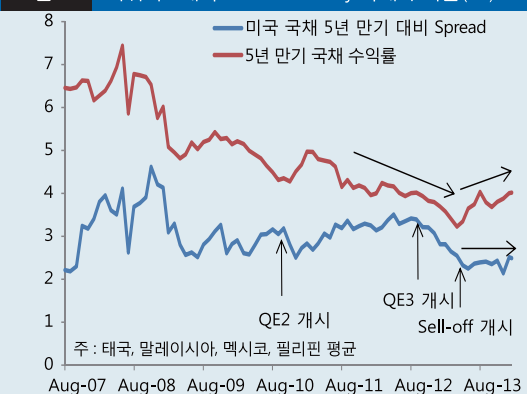


그림 16 비취약 5개국 Local Currency 국채 수익률(%)



주 : 실질실효환율은 무역대상국 간 인플레이션 차이와 상대환율 변동을 반영한 환율  
자료: BIS, Bloomberg

### 3. 취약 5개국 경기 전망 : 불균형 조정의 정도와 개혁 기대감에 따른 차별화

앞에서는 주로 현재까지 진행된 신흥국 금융자산에 대한 Sell-off 과정을 검토하면서 그 함의를 찾아 보았다. 이 부분에서는 이러한 논의를 바탕으로 취약 5개국 중 국내 투자자들이 관심이 많은 인도, 인도네시아, 브라질, 터키의 경제전망에 대해 살펴 보았다.

취약국의 경우 향후 경기 전망은 크게 세가지 요인에 의해 차별화될 것으로 전망된다. 우선 가장 중요한 것은 그 동안의 경제정책이 경상수지 개선 및 인플레이션 압력 완화에 효과가 있었는지이다. 만일 아직도 이 두 가지 문제가 지속된다면, 이는 향후 추가적인 환율 상승과 시장금리 인상을 유도할 필요하다는 것을 의미하며 이러한 요인들이 경기상황에 부담을 주면서 자칫 과거의 “위기 증폭” 시나리오가 다시 현실화될 수도 있기 때문이다.

둘째는 성장률 하락의 정도이다. 성장률이 과도하게 하락한 경우, 정책당국이 현재의 긴축적 경제정책을 유지하는 것이 부담스럽다는 것을 의미하기 때문이다. 반면, 성장률이 예상보다 양호한 경우에는 경제정책 당국이 보다 탄력적인 입장에 설 수 있으며, 투자자들에게 해당국 경제에 대한 신뢰감을 줄 수 있다.

마지막으로는 현재의 상황을 타개할 수 있는 소위 “+α”를 가지고 있는 지 여부이다. 이는 선거 과정에의 개혁 기대감일 수도 있고, 혹은 외국인 투자자들의 진출일 수도 있다. 이러한 요인들은 긴축 과정에의 성장률 하락 정도를 완화할 수 있다.

#### 1) 인도, 인도네시아 – Turn-around 기대감

인도와 인도네시아에서의 경상수지 개선 및 인플레이션 압력 약화는 비교적 성공적으로 진행되고 있다.

인도와 인도네시아의 거시경제 불균형 조정은 비교적 성공적으로 진행된 것으로 평가된다. 이는 이들 국가의 정책당국이 Sell-off 개시 초기부터 경제 내의 문제를 인식하고, 신속하게 각종 정책들을 입안하였으며, 중앙은행도 너무 늦지 않은 시기에 정책금리 인상에 나섰기 때문으로 판단된다.

우선 인도의 경우 기본적인 거시경제 추이를 살펴보면, 전형적인 고인플레이션과 쌍둥이 적자(재정적자 및 경상수지 적자) 구조를 보유하고 있다는 것을 알 수 있다. 특히 전통적으로 강한 금 보유 성향에 인플레이션 헷지를 위한 금 매입 수요가 더해져 FY2011년부터 금 수입이 크게 증가하였으며 이로 인해 경상수지가 급속히 악화되어 왔다. 이러한 금 매입 증가에는 현재 여당인 국민회의의 경제정책에 대한 부유층들의 신뢰상실도 작용한 것으로 판단된다.

이와 같이 거시경제 상황이 악화되는 과정에서 2013년 5월 신흥국 금융자산에 대한 외국인 투자자의 Sell-off가 개시되면서, 인도는 취약국으로 분류되어 환율이 급속히 상승했다. 또한, 2012년 하반기부터 인플레이션을 억제하기 위해 진행되었던 긴축적 통화정책으로 인해 신흥국 자산에 대한 Sell-off가 개시되기 이전에 성장률이 과거 대비 크게 하락한 상태였기 때문에 정작 Sell-off가 시작된 시점에서 중앙은행의 통화정책 사용범위가 이미 제한되어 있었다.

이러한 중앙은행의 입지 축소로 인해 1차 Sell-off 기간 동안 국내외 금융 투자자들은 인도의 통화정책 당국이 쉽게 정책금리 인상에 나서기 어려울 것이라고 예상하였으며, 이는 곧 경상수지 문제 및 인플레이션 문제의 해결이 쉽지 않을 것이라는 전망으로 이어지면서 2013년 8월 환율이 급속히 상승하는 현상까지 발생하였었다.

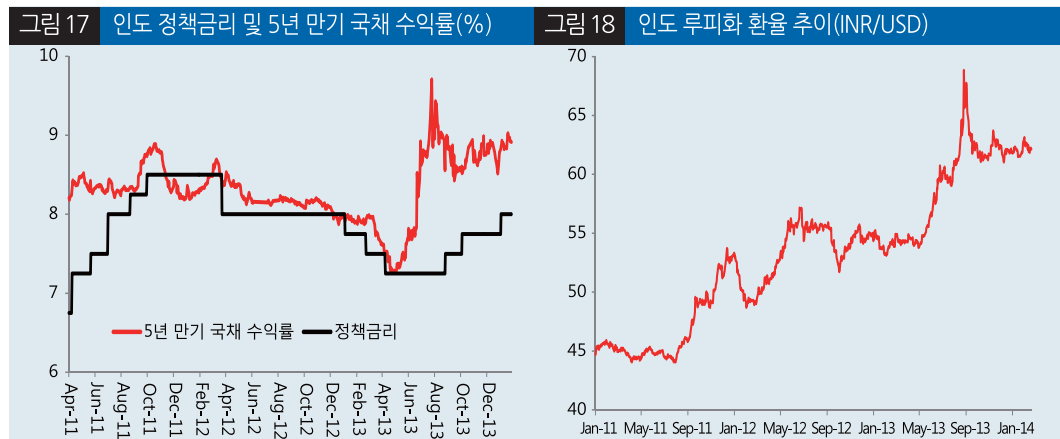
**[표3] 인도 주요 경제지표**

|                   | FY07 | FY08 | FY09 | FY10 | FY11 | FY12 |
|-------------------|------|------|------|------|------|------|
| Growth (% YoY)    | 9.8  | 3.9  | 8.5  | 10.5 | 6.3  | 3.2  |
| Inflation (% YoY) | 7.9  | 8.0  | 14.9 | 8.8  | 9.4  | 10.4 |
| 재정수지 (% of GDP)   | -4.0 | -8.2 | -9.5 | -6.9 | -8.2 | -7.4 |
| 경상수지 (% of GDP)   | -1.3 | -2.3 | -2.8 | -2.8 | -4.2 | -4.8 |
| 여신성장률 (% YoY)     | 22.3 | 17.5 | 16.9 | 21.5 | 17.0 | 14.1 |

주 : 인도 회계연도는 4월에서 익년 3월. 즉, FY2012는 2012년 4월에서 2013년 3월

그러나, 다행히도 경상수지 개선과 인플레이션 압력 완화를 위한 정책들이 효과를 거두면서 현재는 거시경제 상황이 개선되는 모습을 보이고 있다. 우선 정부는 경상수지 개선을 위해 수입 금에 대한 관세를 큰 폭으로 인상(2012년 초 2%에서 현재 10%로 인상)하면서 사실상의 금 수입제한 조치를 취했다. 이와 더불어 중앙은행이 시장의 예상과 달리 비교적 늦지 않은 시기에 정책금리 인상에 나선 것으로 평가된다.

이러한 정책의 효과와 2013년 하반기 풍작으로 인해 물가 측면에서는 월간 물가상승률이 2013년 12월부터 크게 하락하는 추세를 보이면서 일단 인플레이션 압력도 완화된 것으로 평가된다. 또한, 주로 금 수입 감소와 경기 위축에 따른 수입수요 감소로 경상수지가 점차 개선되고 있으며, 이에 따라 2013년 9월 이후에는 급격한 환율상승 추세가 일단 안정화되었다.



자료: 인도 중앙은행 및 Bloomberg

그림 19 인도 수출입 및 무역수지 추이(3개월 평균, bn.USD)

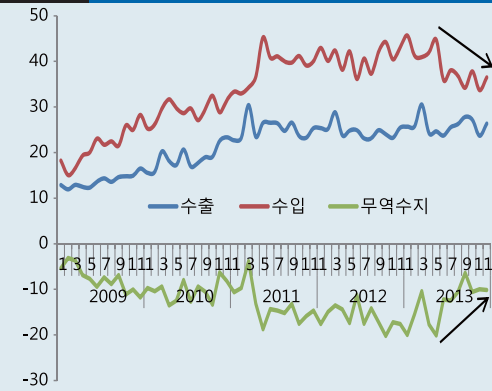
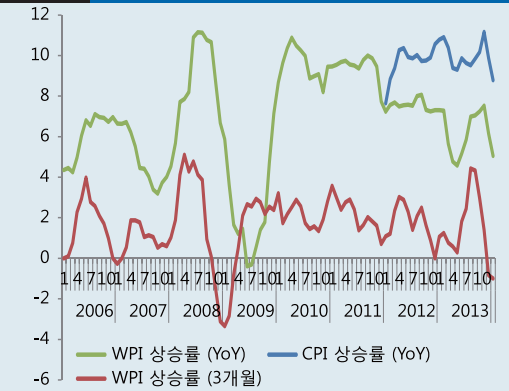


그림 20 인도 소비자물가 및 생산자물가 상승률(%)



자료: 인도 중앙은행 및 통계청

한편, 인도네시아의 경우 다른 취약국들과 달리 2013년 6월까지의 비교적 안정적인 인플레이션 수준을 유지해 왔으며, 2012년 상반기까지 경상수지도 흑자 기조를 유지했었다. 또한, 2010~2012년 사이 성장률은 6.0%를 초과하였으며, 2012년 물가상승률은 4.3%로 신흥국 중에서 비교적 낮은 수준을 기록했었다.

그러나, 유류보조금으로 인해 낮은 유류 가격이 지속되면서 유류 수입이 급증하였으며 이로 인해 2012년 하반기 이후 경상수지가 급속히 악화되는 추세를 보였다. 또한, 이 문제를 해결하기 위해 2013년 6월 유류 가격을 인상하면서 그 파급효과로 인해 인플레이션 압력까지 상승하였으며, 결국 1차 Sell-off가 진행되던 시점에는 과거의 거시경제 안정성이 모두 사라지고 높은 물가상승률과 취약한 경상수지 구조를 가진 취약 신흥국의 모습을 보일 수 밖에 없었다. 이는 신흥국들의 경제안정성이 잠깐 동안의 정책 실수로 얼마나 빠르게 악화될 수 있는 지를 잘 보여주는 사례이다. 예를 들어, 유류보조금을 미리 점진적으로 인상했었다면 인도네시아에 대한 외국인 투자자의 Sell-off는 충분히 예방할 수 있었던 것으로 평가된다.

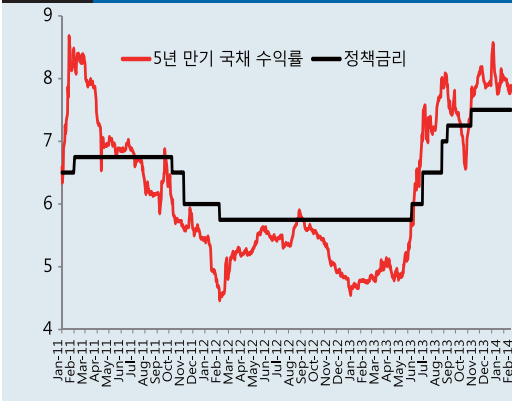
다행스럽게도, 인도 중앙은행과 마찬가지로 인도네시아 중앙은행도 비교적 늦지 않은 시기에 정책금리 인상에 나서면서 총 175bp의 정책금리 인상이 있었으며, 경기 둔화에 따른 유류수입 감소와 사치품 수입에 대한 관세 인상의 효과 등으로 무역수지가 2013년 9월 이후 개선되는 모습을 보이고 있다. 또한, 유류가격 인상에 따라 7월 급등하였던 물가 수준도 이후 안정된 모습을 보이고 있어, 현재까지 경상수지 개선 및 인플레이션 압력 완화가 원활하게 진행되고 있는 것으로 판단된다.

[표4] 인도네시아 주요 경제지표

|                     | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013p |
|---------------------|------|------|------|------|------|-------|
| Growth (% , YoY)    | 6.0  | 4.6  | 6.1  | 6.5  | 6.2  | 5.8   |
| Inflation (% , YoY) | 11.1 | 2.8  | 7.0  | 3.8  | 4.3  | 8.4   |
| 재정수지 (% of GDP)     | -0.1 | -1.6 | -0.7 | -1.1 | -1.9 | -2.4  |
| 경상수지 (% of GDP)     | 0.0  | 2.0  | 0.7  | 0.2  | -2.8 | -3.3  |
| 여신성장률 (% , YoY)     | 30.8 | 10.1 | 23.3 | 24.7 | 23.1 | 21.9  |



그림 21 인도네시아 정책금리 및 5년 만기 국채 수익률(%)

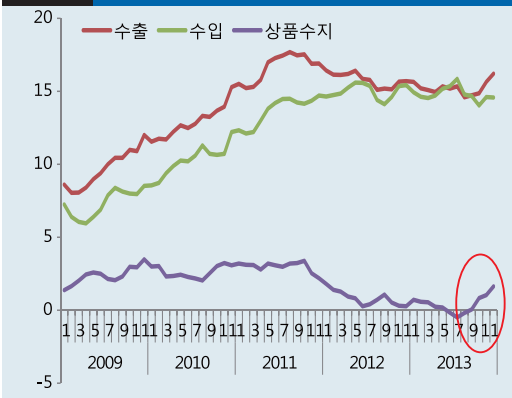


자료: 인도네시아 중앙은행 및 Bloomberg

그림 22 인도네시아 루피아화 환율 추이(IDR/USD)

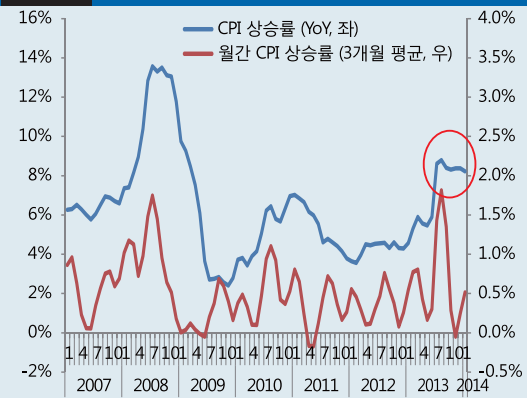


그림 23 인도네시아 상품 수출입 및 수지(3개월 평균, bn.USD)



자료: 인도네시아 중앙은행 및 통계청

그림 24 인도네시아 소비자물가 상승률(%)



이 두 국가의 2013년 4분기의 성장률 하락폭이 크지 않았다는 점도 일단 긍정적인 신호이다.

앞에서 언급한 경기 조정과정에도 불구하고, 인도의 2013년 4분기 성장률은 4.7% (YoY)를 기록하여 경기 하강 속도가 비교적 완만했던 것으로 평가된다. 물론 4분기 성장률 수치는 3분기의 5.6%와 비교할 때 크게 낮은 수치이며, 경기 회복이 계속 지연되고 있다는 점에서 다소 실망스러운 것이 사실이다. 그러나, 경상수지 개선과 인플레이션 압력 완화를 위해서 긴축적 경제정책이 진행되고 있으며, 2013년 4분기에도 인도의 외환시장 및 금융시장에서 불안 심리가 지속되었다는 점을 고려할 때 경기급락은 없었다는 점 만으로도 일단 다른 취약국들에 비해서 다소 나은 상황으로 판단된다.

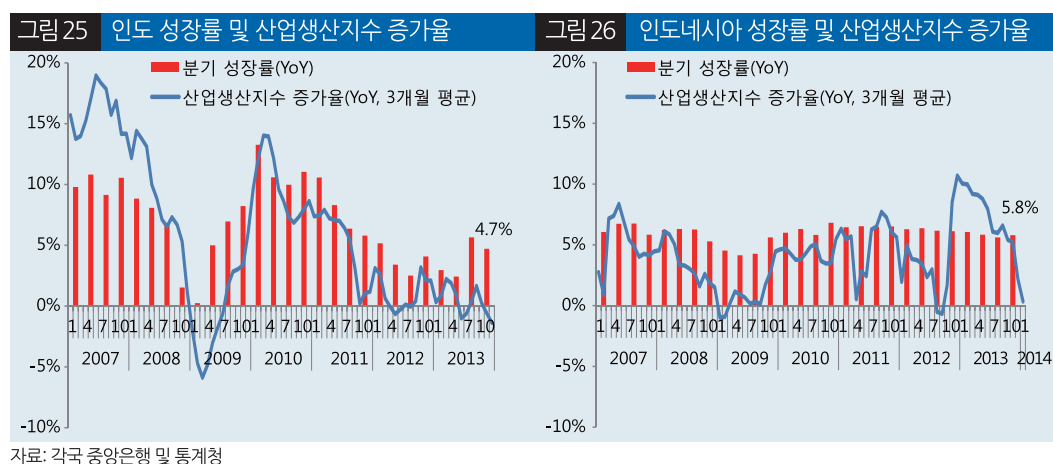
한편, 인도네시아의 경우 2013년 4분기 성장률이 3분기 5.6%에 비해 개선된 5.8%를 기록하면서 시장 예상치를 크게 상회했다. 투자심리 위축으로 고정자산 투자 증가율이 3분기 4.5%(YoY)에서 4분기 2.4%로 하락하였지만, 수출 부문의 성장률이 크게 개선되면서 성장률 회복을 이끌었다.

물론, 인도네시아 4분기 성장률에는 2014년 1월부터 시행된 미제련 광물 수출규제와 관련된 선 수출 물량이 반영되어 있다는 점에서 다소간의 조정된 시각이 필요한 것이 사실이다. 인도네시아 정



부는 국내 제련산업의 발전을 위해 2014년 1월 12일부터 미제련 광물(석탄 제외)에 대해 수출세 부과 등의 조치를 취했으며, 이를 회피하기 위해 광산기업들이 2013년 4분기 생산량 및 수출량을 크게 증가시켰기 때문이다.

그럼에도 불구하고, 이러한 요인이 GDP 성장률에 미친 영향은 0.3%p 내외로 추정되고 이러한 효과를 조정한 조정 성장률도 5.3%로 낮지 않다는 점을 고려할 때 전반적으로 인도네시아의 성장률 하락 정도는 가파르지 않은 것으로 평가된다.



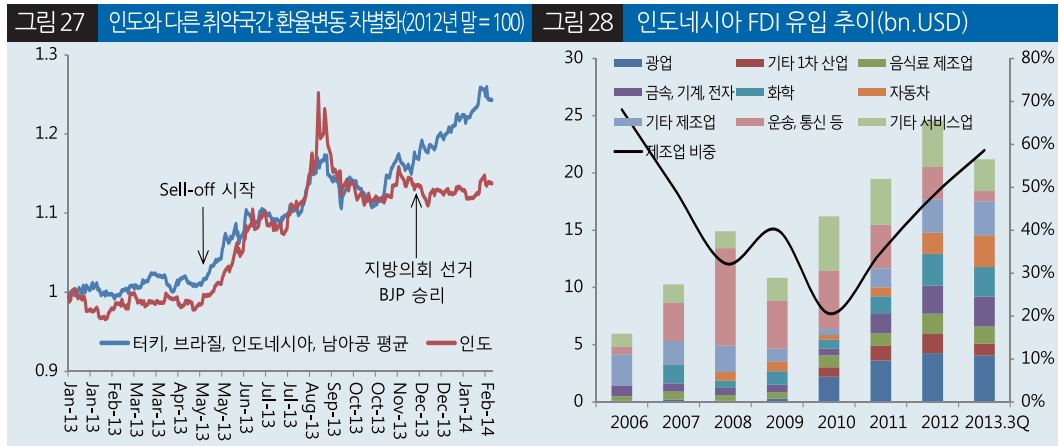
마지막으로, 인도의 선거 후 개혁 기대감과 인도네시아의 FDI 유입추세도 성장률 하락속도를 완화하는 요인으로 작용할 전망이다.

한편, 최근 인도 금융시장의 가장 큰 화두는 선거 이후 새로 총리에 취임할 것으로 예상되는 Narendra Modi에 대한 기대감이다. 이러한 기대감의 내용을 살펴보면, 오는 5월 16일 최종적으로 마무리되는 총선에서 보수야당 BJP 중심의 선거연합이 승리한 이후 Modi가 총리로 취임할 것이며, 총리 취임 이후 Modi가 그 동안 인도 경제 성장의 걸림돌이었던 각종 규제조치들을 완화하고 시장 개방 및 외국인 투자 활성화를 통해 인도 경제를 다시 부흥으로 이끌 것이라는 것이다.

이러한 기대감은 야당인 BJP의 총리후보인 Modi가 2001년 이후 현재까지 인도 내에서도 낙후되어있던 구자라트주의 주지사로 있으면서, 외국인 투자유치와 구자라트주 내 투자 활성화를 이끌면서 다른 주에 비해 높은 경제성장을 이끌어냈다는 점에 근거하고 있다. 이러한 배경 하에서 Modi는 외국인 투자자뿐 아니라 인도 국내 산업, 금융계의 지지를 받고 있다.

사실 그 동안 인도 경제가 과도한 규제로 인해 성장 잠재력을 충분히 발휘하지 못했었다는 점을 고려할 때, 이러한 경제개혁에 대한 기대감은 충분한 근거가 있는 것으로 판단되며, 우리나라 투자자들도 주목할 필요가 있다. 또한, 이러한 기대감에 기인하여 인도의 환율변동은 BJP가 지방선거에서 승리하여 BJP 연합의 총선 승리 가능성이 높아진 2013년 12월 이후 다른 취약국들과 차별화된 추세를 보이고 있다.

물론, 이러한 선거 결과에 대한 기대는 선거결과가 나오고, 신임 총리의 경제정책이 추진되어 본격적으로 실물경제에 영향을 주기까지 긴 시간이 필요하다는 측면에서 갑작스럽게 실망감으로 바뀔 가능성도 존재하는 것이 사실이다. 그러나, 현재 거시경제 불균형의 조정 과정이 진행되는 과정에서 이러한 기대감이 고정자산 투자와 소비의 위축 속도를 다소나마 완화시킬 수 있다는 점은 여전히 긍정적인 요인으로 판단된다.



자료: 각국 중앙은행 및 통계청, Bloomberg

한편, 인도네시아의 경우, 경기둔화 및 금융시장 불안에도 불구하고 FDI 유입이 지속되고 있다는 점이 장기 성장성에 있어서 가장 긍정적인 요인이다. 인도네시아향 FDI는 주로 인도네시아의 풍부한 노동력과 넓은 내수시장을 활용하기 위한 목적이며, 최근에는 환율상승에 따른 임금경쟁력 상승도 FDI 유입에 도움이 되고 있는 것으로 분석된다.

또한, 많은 사람들의 인식과는 달리 FDI가 유입되는 산업부문이 광물자원 개발 위주에서 자동차 제조를 비롯한 제조업 중심으로 변화되고 있으며, 특히 인도네시아가 일본기업들의 주요 투자처로 부각되고 있다는 점은 외국인들의 직접투자가 양적인 측면에서뿐 아니라 질적인 측면에서도 개선되고 있다는 것을 보여주고 있다. 이러한 FDI 유입은 국내 시장금리 상승으로 인해 2014년 상반기 부진할 것으로 예상되는 기업부문의 투자를 보충하는 역할을 하면서 거시경제 불균형 조정과정에서의 성장률 하락을 일부 완화할 수 있을 것으로 전망된다.

## 2) 터키, 브라질 – 추가적인 불균형 조정 필요. 정치 상황도 부정적인 요인으로 작용할 전망이다.

브라질의 경우 정책금리 인상이 마무리 단계에 접어든 것으로 보이지만, 아직까지 경상수지 문제와 인플레이션 압력이 완전히 해소되지 않은 상황이다.

브라질의 경우 외견상으로 보면, 정책금리 인상 사이클이 Sell-off 개시 이전인 2013년 4월부터 개시되었고 대미 환율도 큰 폭으로 올랐기 때문에, 경상수지 문제나 인플레이션 압력 완화 측면에

서 큰 성과가 있었을 것으로 기대할 수 있다. 그러나, 내면을 꼼꼼히 따져 보면 실제로 브라질 경제정책 당국은 인도나 인도네시아에 비해 거시경제 문제의 해결에 적극적이지 않았다는 것을 알 수 있다.

우선 정책금리 조정 부분을 보면, 실제로 이번 정책금리 인상 사이클은 그 동안 과도하게 낮았던 정책금리를 정상화하는 측면이 강했으며, 경기위축을 유도하기 위한 것으로 보기 어렵다. 즉, 호세프 정부가 지난 대선기간 동안 제시했던 정책목표인 기업들의 조달금리 인하를 달성하기 위해 정책금리가 과도하게 긴 기간 동안 낮게 유지되었으며, 이에 따른 부작용으로 인플레이션이 급등하자 이를 정상화하는 수준의 정책금리 인상이 있었던 것이다. 이는 흔히 실질 정책금리라고 불리는 정책금리( $\text{Selic Rate} - 12\text{개월 물가상승률}$ )가 이제야 비로서 2009~2011년 평균 수준에 도달했다는 점을 보면 확인할 수 있다.

한편, 환율상승 추이를 보면 그 동안 브라질의 대미 달러환율이 많이 상승한 것은 사실이지만, 브라질의 인플레이션을 자체가 매우 높기 때문에 이를 반영한 실질실효환율의 상승폭이 크지 않았다. 즉, 다른 취약국들의 경우 앞에서 확인한 바와 같이 2014년 1월의 실질실효환율이 2006년 1월~2014년 1월 평균 대비 15% 정도 높은 수준으로 역사적 고점에 근접해 있지만, 브라질의 경우 2014년 1월 실질실효환율은 2006년 1월~2014년 1월 평균 약 5% 정도 높은 수준에 불과하다.

이러한 다소 소극적인 거시경제 안정화 정책은 인플레이션 압력 완화 및 경상수지 개선을 지연시키고 있다. 아래 그림에서 보는 바와 같이 경상수지의 추세적인 악화가 아직까지 진행되고 있으며, 3개월 기준 물가상승률도 2014년 1월 2.0% (연 환산 8.2%) 수준으로 높게 유지되고 있다.

그림 29 브라질 인플레이션 및 정책금리 추이

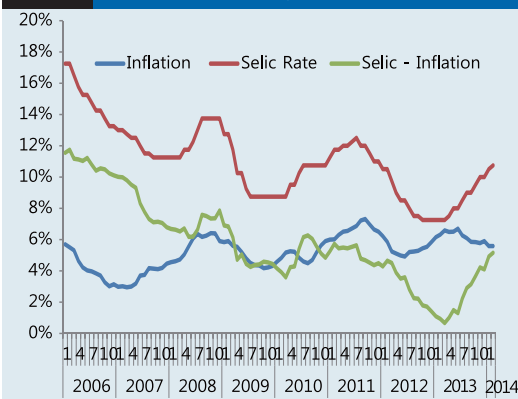


그림 30 브라질 실질실효환율 추이(2010.3Q=100)



자료: 각국 중앙은행 및 통계청, Bloomberg

그림 31 브라질 무역수지 및 경상수지(bn.USD, 3개월 누적)

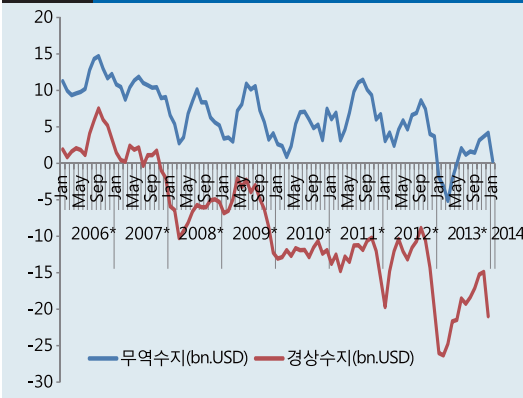
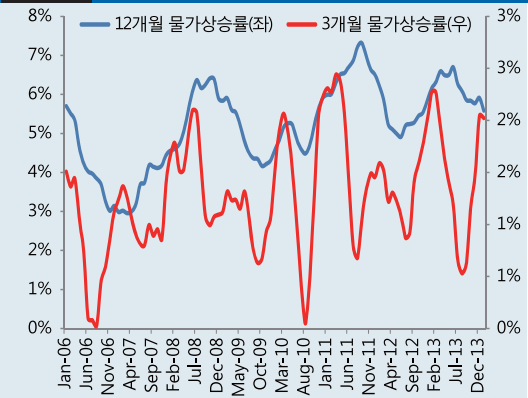


그림 32 브라질 물가상승률 추이



자료: 각국 중앙은행 및 통계청, Bloomberg

문제는 최근 정책금리 인상 사이클이 종료되는 신호가 감지되고 있으나, 이것이 인플레이션 압력의 약화에 따른 것이라기 보다는 경기침체 지속으로 인해 더 이상의 정책금리 인상이 어렵다는 인식에 기인한다는 점이다. 현 시점에서 볼 때 4월 초 예정된 통화정책 위원회에서 정책금리를 11.0%로 25 bp 인상한 후 정책금리 인상 사이클이 종결될 것으로 보이지만, 이러한 통화정책 방향의 전환은 물가 상승압력이 완전히 사라지지 않은 가운데에서도 2013년 4분기 1.7%까지 떨어진 성장률을 더 이상 하락시키기 어렵기 때문에 이루어진 것으로 평가해야 한다. 또한, 2014년 2분기 이후 경기가 회복될 경우, 브라질 경제의 특성상 다시 물가상승 압력이 증가할 수 있다는 측면에서 브라질의 거시경제 불균형 조정은 아직 성과를 내지 못하고 있는 것으로 판단된다.

그림 33 브라질 분기 성장률 및 인플레이션(YoY)

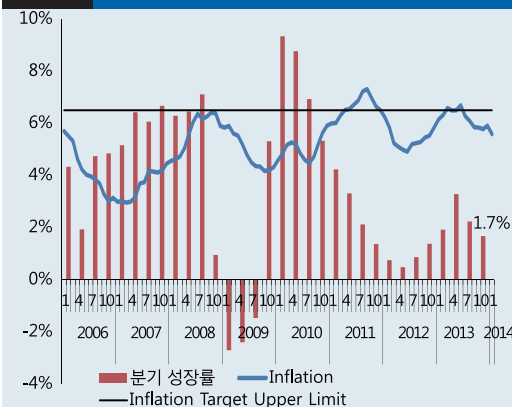
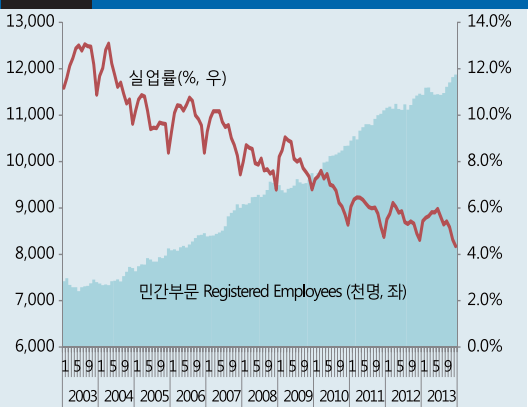


그림 34 브라질 노동시장 상황



자료: 각국 중앙은행 및 통계청, Bloomberg

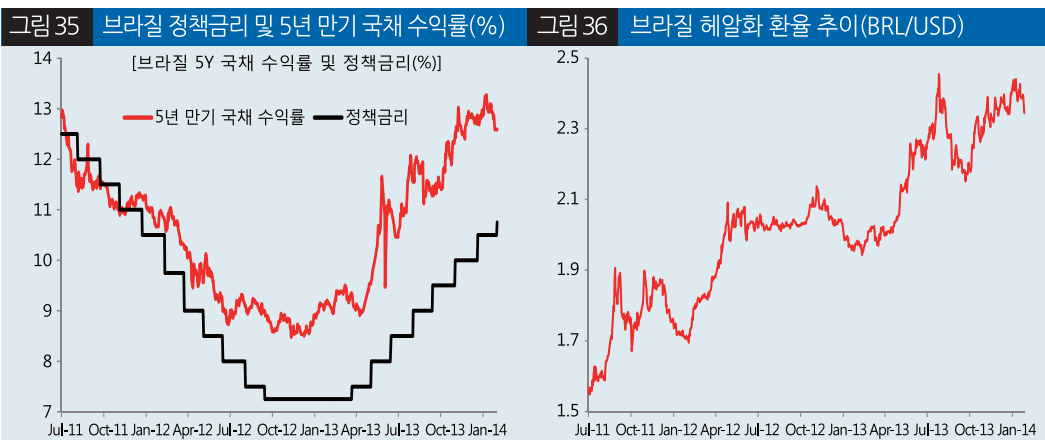
경제구조 개혁을 기대할 수 없다는 점도 브라질 장기 경제전망에 부정적인 요인이다.

호세프 정부의 경제정책은 사회간접자본 확충 및 조달금리 인하를 통해 기업들의 투자 환경을 개선하면서 빈민층에 대한 복지를 개선하고 주택보급을 확대하는 것으로 요약할 수 있다. 그러나, 이러한 단기적인 목표에 집중한 호세프 정부의 경제정책은 정작 고용시장 유연성 확대, 연금 개혁을 비롯한 재정 개혁, 시장 개방을 통한 상품시장 효율성 강화 등 장기 성장성을 개선하는 개혁에는 소홀

했던 것으로 평가된다. 그 결과 소비확대에 따른 수입수요 증가로 경상수지 악화가 진행되었으며, 인플레이션도 높은 수준을 유지하고 있다.

물론, 소위 남미 좌파의 좌장 격인 브라질 여당의 시각에서는 호세프 정부의 경제적 성과를 과소 평가할 수 없다. 노동시장에서는 민간부문 정규직(Registered Employees)가 최대치를 기록하고 있으며, 실업률도 역대 최저 수준을 유지하고 있기 때문이다. 즉, 브라질의 저임금 노동자와 빈민층 입장에서는 지난 12년 간의 PT 집권기는 역사상 가장 풍요로운 시기로 평가할 수 있을 것이다. 이를 반영하여 2014년 하반기 선거에서 현 호세프 대통령의 무난한 재선이 예상되는 상황이다.

그러나, 이러한 호세프 정부의 재선이 투자자 입장에서는 결코 환영할 만한 소식이 아니다. 여당인 PT가 현재의 경제정책을 근본적으로 수정할 가능성이 낮은 것으로 판단된다. 하지만, 앞에서 본 바와 같이 재정수지와 경상수지가 악화되고 있고, 인플레이션 압력이 가라앉지 않고 있기 때문에 현재의 경제정책을 지속한다면 거시경제의 안정성이 계속해서 악화될 것으로 전망되기 때문이다. 이러한 측면에서, 브라질 경제의 장기 안정성에 대해서는 경계감이 필요하며, 투자자 입장에서는 선거 기간 동안 여당이 어떠한 경제정책을 들고 나올지에 대해 주목해야 한다. (브라질 재정 건전성 악화 전망에 대해서는 당사 리포트인 “브라질 재정악화, 어떻게 바라볼 것인가?” 2013.12 NICE Credit 참조)



자료: 브라질 중앙은행 및 Bloomberg

**[표5] 브라질 주요 경제지표**

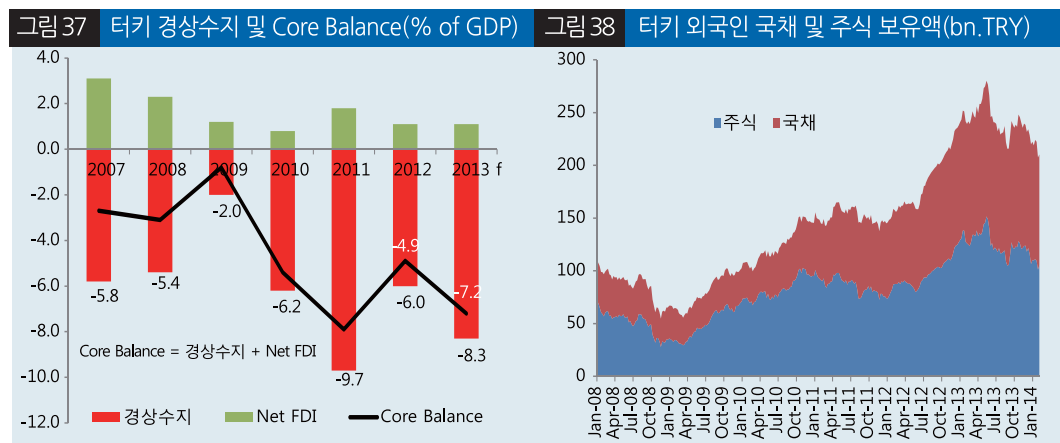
|                   | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013p |
|-------------------|------|------|------|------|------|-------|
| Growth (% YoY)    | 5.2  | -0.3 | 7.6  | 2.8  | 0.9  | 2.3   |
| Inflation (% YoY) | 5.9  | 4.3  | 5.9  | 6.5  | 5.8  | 5.9   |
| 재정수지 (% of GDP)   | -2.0 | -3.3 | -2.5 | -2.6 | -2.4 | -3.3  |
| 경상수지 (% of GDP)   | -1.7 | -1.5 | -2.2 | -2.1 | -2.4 | -3.7  |
| 여신증가율 (% YoY)     | 31.1 | 15.2 | 20.5 | 19.0 | 16.2 | 14.5  |

터키의 경우 경상수지 개선 및 인플레이션 압력 완화가 지연되고 있는 가운데, 정치 리스크 확대에 의해 위기감이 고조되고 있는 상황이다.

터키는 2000년대 중반 이후 경상수지 적자를 외국인들의 포트폴리오 투자를 통해 조달하는 불안정한 외환 수급구조를 지속해 오고 있다. 하지만, 이러한 취약성에도 불구하고 터키의 개방적인 무역정책과 2002년 이후 지속되어 온 정치적 안정, 그리고 현 에르도완 총리에 대한 외국인 투자자들의 강한 신뢰감에 기인하여 포트폴리오 투자가 지속적으로 유입되어 왔으며, 2013년 5월 Sell-off 개시 이전에는 BRICs에 이어 신흥국들의 약진을 이어갈 공업형 신흥국으로 각광받기도 하였다.

하지만, 이러한 포트폴리오 투자 유입의 기저에는 2008년 3분기 이후 지속되어 온 선진국들의 완화적 통화정책이 있었기 때문에, 터키는 Sell-off 개시 시점부터 미국 국채금리 상승의 충격이 가장 클 것으로 예상되는 국가로 분류되었으며, 대미 환율도 지속적인 상승 추세를 보이고 있다.

문제는 이와 같이 대외환경의 불안정성이 커진 가운데, 정치 리스크가 확대되면서 외국인 투자자들의 이탈이 가장 빠르게 진행되고 있다는 점이다. 우선 2013년 5월 탁심 시위 이후 에르도완 총리의 정국 장악능력 약화되면서, 터키의 정치 안정성에 대한 의구심이 확대되었다. 탁심 시위 이전까지 터키 여당인 AKP에 대한 평가는 이슬람 정당을 표방하면서도 합리적인 경제정책과 사회 통합을 지향하고 있으며, 경제발전 및 사회/정치 안정 측면에서 과거의 터키 정치를 지배했던 세속주의 정당보다 낫다는 것이었다. 그러나, 탁심 시위 과정에서 표출된 터키 내 세속주의 세력과 이슬람 세력의 갈등으로 인해 외국인 투자자들은 터키의 정치적 상황이 예상보다 불안정하다는 것을 비로서 확인할 수 있었다.



자료: 터키 중앙은행

이러한 가운데, 2013년 12월 발생한 수뢰 사건이 현 에르도완 총리의 퇴진 가능성까지 이어지면서, 정치상황에 대한 불안감을 더욱 확대시키고 있다. 2013년 12월 현직 장관 아들 3명과 국영 Halk은행 은행장이 수뢰혐의로 체포되었는데, 이 사건이 단순한 비리 사건이 아니라 현재 터키 이슬람 세력의 양대 축이었던 Gulen 세력과 에르도완 중심의 여당 AKP 사이의 정치적 충돌이라는 것이 밝혀지면서, 정치 상황이 기존 세속주의 세력과 이슬람 세력과의 갈등에 이슬람 세력 내의 갈등까지 더해지는 양상으로 진행되고 있다.



에르도안 총리 측은 이 수뢰사건을 사법부 및 검찰, 경찰 조직을 사실상 장악하고 있는 Gulen 세력이 총리를 실각시키기 위해 조작한 사건으로 규정하면서, 수사를 주도했던 검사뿐 아니라 Gulen 세력으로 알려진 검찰, 경찰, 판사들을 조직에서 축출하였다. 이에, 세속주의 세력을 대표하는 야당 CHP는 2014년 3월 30일 예정인 지방선거를 앞두고 이 사건을 이용하여 정치 공세를 강화하고 있으며, 에르도안 총리의 퇴진을 요구하는 거리 시위도 점차 격화되는 양상이다.

사실 이번 지방 선거에서 여당인 AKP가 패배하고, 에르도안 총리가 퇴진하는 최악의 시나리오가 현실화되더라도 많은 신흥국에서 발생하는 정권교체 과정의 하나로 판단할 수도 있다. 그러나, 다음 두 가지 요인을 고려할 때, 이러한 시나리오의 현실화가 터키 경제에 예상 외의 큰 충격을 줄 가능성이 있는 것으로 판단된다.

우선 에르도안 총리가 그 동안 터키 경제부흥의 상징이었으며, 여당인 AKP가 사실상 에르도안 1인 체제로 운영되어 왔기 때문에 에르도안 총리 퇴진 이후 경제정책 방향에 대한 외국인 투자자의 불안이 증폭될 가능성이 존재한다. 둘째, 이번 수뢰사건에서 밝혀진 바와 같이 여당인 AKP와 기업들 간의 다양한 비리의혹이 있는 것으로 예상되는 가운데, 에르도안 총리 퇴진이 기업 및 금융계의 비리 사건 수사로 확대될 우려가 존재한다. 이 경우 외국인 투자자들의 터키 경제에 대한 신뢰감이 훼손되어 외국인 투자자들의 이탈을 가속화할 우려가 있다.

이러한 점을 종합적으로 고려할 때, 터키 경제와 관련된 불확실성은 크게 높아진 상태이며, 이러한 정치적 불확실성과 불안감이 실물부문에도 일정 정도 영향을 미칠 수 밖에 없을 것으로 보인다.

[표6] 터키 주요 경제지표

|                   | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013f |
|-------------------|------|------|------|------|------|-------|
| Growth (% YoY)    | 0.7  | -4.8 | 9.2  | 8.8  | 2.2  | 3.6   |
| Inflation (% YoY) | 10.1 | 6.5  | 6.4  | 10.5 | 6.2  | 7.4   |
| 재정수지 (% of GDP)   | -1.9 | -5.5 | -3.7 | -1.4 | -2.1 | -1.2  |
| 경상수지 (% of GDP)   | -5.4 | -2.0 | -6.2 | -9.7 | -6.2 | -7.1  |
| 여신증가율 (% YoY)     | 23.0 | 10.7 | 44.3 | 32.5 | 18.4 | 33.4  |

## 4. 2014년 신흥국 거시경제 전망

시장금리 상승과 금융시장의 불안감으로 인해 부진한 고정자산 투자를 보완하기 위해 수출 확대가 필요한 상황이다. 그러나, 2014년 상반기 수출 환경도 우호적이지 않을 것으로 전망되어, 전반적으로 상저하고의 경제 흐름을 보일 것으로 전망된다. 이와 관련하여 가장 큰 위험 요인은 중국의 수입수요 증가율이 예상보다 부진할 가능성이 있다는 점이다.

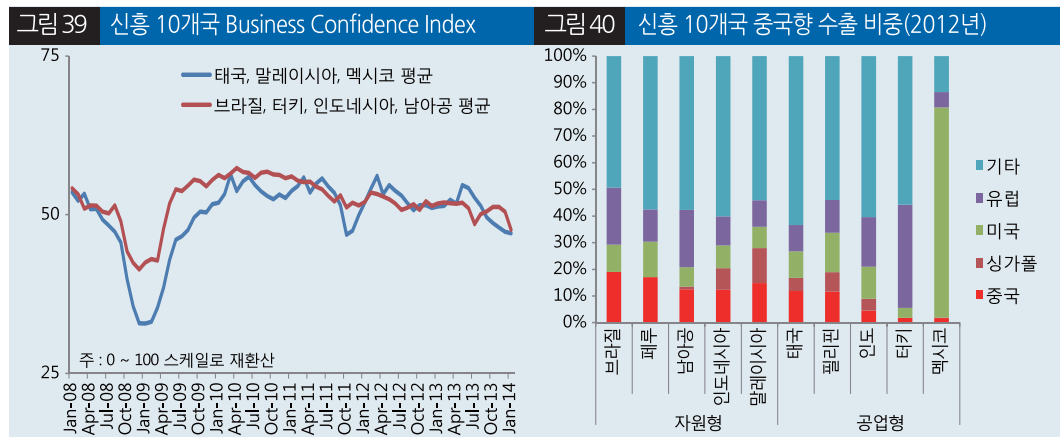
앞에서 살펴본 바와 같이, 취약 신흥국의 경우 전반적으로 가파른 시장금리 상승이 있었으며 비 취약국의 경우에도 신흥국에 대한 비우호적인 시각이 지속되고 있기 때문에, 신흥국 전반에 걸쳐 기

업들의 투자 심리는 크게 위축되어 있는 상황이다. 이러한 이유에서 2014년 대부분의 신흥국들은 경제성장을 선진국 및 중국의 수입수요 증가에 기댈 수 밖에 없다.

그러나, 당사는 미국의 성장률 개선에 대해서는 비교적 낙관적인 입장을 견지하면서도, 유럽 지역의 회복 전망에 대해서는 아직까지 의구심을 가지고 있다. 유럽 경제의 추가 하락위험이 크게 낮아진 것은 사실이지만, 경제구조 조정이 과연 이루어졌는지에 대해 확신할 수 없으며 고용시장도 회복되지 않고 있기 때문이다. 또한, 독일 및 일부 북유럽 국가에 크게 의존하는 성장구조가 점차 강화되고 있다는 점도 부정적인 요인이다. (유럽 경제에 대한 당사의 시각은 “유럽 경제의 주요 Risk 요인 및 성장회복 가능성 점검”2013.3 NICE CREDIT 참조)

한편, 중국 정부가 Shadow Banking 부문에 대한 통제에 나서면서 중국의 수입수요가 예상보다 적게 증가할 가능성이 있다는 점도 신흥국들의 수출부문 회복 여부에 중요한 위험 요인이다. 그 동안 중국의 Shadow Banking 부문은 WMP(Wealth Management Product) 형태로 국영기업 및 민간기업에 자금을 제공하면서 도시화, 사회간접자본 건설 및 제조업 시설투자에 중요한 역할을 담당해 왔다. 그러나, 중국 정부가 지나치게 높아진 대출증가율을 통제하기 위해 Shadow Banking 부문에 대한 감독강화에 나설 것으로 예상되며, 이는 일시적으로나마 중국경제의 수입수요 증가율을 낮추면서 신흥국 경제 전반에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 있는 것으로 판단된다. 특히, 그 영향은 이미 하향 안정화 추세에 있는 자원가격을 더욱 하락시키면서 자원형 신흥국에 가장 큰 영향을 줄 것으로 예상되며, 중국 의존도가 높은 동남아 신흥국도 수출 중심의 성장에 의존해야 된다는 측면에서 영향이 있을 것으로 예상된다.

다만, 당사는 중국의 수입수요 둔화 속도는 완만할 것으로 전망하고 있다. 중국 정부의 기본적인 정책 방향이 Shadow Banking 부문에 대한 투명성을 높이면서도, 도시화 및 산업화 과정은 지속하여 성장률을 유지한다는 것이기 때문이다. 이러한 정책기조는 결국 Shadow Banking 부문의 위축이 도시화 및 산업화 과정에 대한 자금공급 채널의 투명화와 합리화 과정이지, 그 속도 자체를 감소시키는 것은 아니라는 것을 의미한다. 이러한 배경 하에서 Shadow Banking 부문의 Credit Event 등으로 인한 충격이 발생하더라도 실제 실물경제에 미치는 영향은 일시적이며 제한적일 것으로 판단된다.



자료: 각국 통계청 및 중앙은행, NICE 재계산

비우호적인 대외 환경에도 불구하고, 성장 모멘텀을 가진 개별 신흥국들의 약진은 지속될 것으로 전망된다.

신흥국 경제가 선진국 경제 상황 및 대외 금융환경에 큰 영향을 받는 것은 사실이지만, 개별 국가들의 정치, 경제 상황에 따라 독자적인 흐름을 갖는 경우도 흔히 발견할 수 있다. 이는 신흥국들이 경제 내에 많은 비효율성을 가지고 있으며, 이러한 비효율성을 개선함으로써 비우호적인 대외환경을 극복할 수 있기 때문이다. 이러한 측면에서 앞에서 언급한 인도 및 인도네시아와 더불어 개혁 모멘텀을 가지고 있는 멕시코 및 필리핀의 경제상황을 주목할 필요가 있다.

한편, 아래 표는 최근의 세계경제 흐름과 개별 신흥국들의 상황을 종합하여, 개별 국가들의 2014년 거시경제 방향 및 주요 이슈를 정리한 것이다. 2013년 9월에 제시한 내용과 비교할 때 차이점은, 앞에서 서술한 이유에서 터키 경제의 위험도가 상승했다는 점과 취약 5개국 중 인도 및 인도네시아의 Turn-around 기대감이 증가했다는 점이다. 또한, 멕시코와 필리핀의 경우 그 동안 진행된 개혁 정책의 성과가 가시화되면서, 비취약 신흥국 중에서도 눈에 띄는 경제적 발전이 기대된다는 점을 반영하여 Re-emerging으로 분류하였다.

[표7] 2014년 신흥 10개국 거시경제 전망

| 분류             | 국가명   | 구분        | 2011 | 2012 | 2013 | 2014f | 주요 이슈                                                                    |
|----------------|-------|-----------|------|------|------|-------|--------------------------------------------------------------------------|
| Danger         | 터키    | 성장률       | 8.8  | 2.2  | 3.6  | 1.9   | * 만성적인 경상수지 적자 및 높은 인플레이션                                                |
|                |       | Inflation | 10.5 | 6.2  | 7.4  | 7.0   | * 부패 스캔들로 인해 여당의 정국 장악능력 약화<br>* 3월 30일 지방선거 결과에 따라 Self-off 재현 가능       |
| Downturn       | 남아공   | 성장률       | 3.5  | 2.5  | 1.9  | 2.0   | * 높은 실업률 지속 / 경상수지 불안 지속                                                 |
|                |       | Inflation | 6.4  | 5.7  | 5.4  | 5.8   | * 경기하강 국면 속에서 정부의 경제개혁 프로그램 부재<br>* 노노갈등 심화 / 빈곤층 불안 확대 / 여당의 개혁부재       |
|                | 브라질   | 성장률       | 2.7  | 0.9  | 2.3  | 1.9   | * 인플레이션 압력은 다소 약화될 전망                                                    |
|                |       | Inflation | 6.5  | 5.8  | 5.4  | 5.5   | * 투자심리 위축 / 경상수지 악화 지속<br>* 월드컵 이후 실업률이 상승할 경우 경제위기 재발 우려 존재             |
|                | 태국    | 성장률       | 0.1  | 6.4  | 2.9  | 2.1   | * 경기하강이 진행되는 과정에서 정치 불안으로 리더십 실종                                         |
|                |       | Inflation | 3.8  | 3.0  | 1.7  | 2.0   | * 풍부한 외환보유고를 통해 금융시장은 아직까지 안정된 모습<br>* 정치위기 지속 시 금융시장 불안으로 전이 우려         |
| Turn-Around 기대 | 인도    | 성장률       | 6.3  | 3.2  | 4.5  | 6.0   | * 인플레이션 압력 및 경상수지 문제는 약화                                                 |
|                |       | Inflation | 9.0  | 11.2 | 8.7  | 8.0   | * 경제구조상의 문제는 지속<br>* BJP 승리 이후 개혁추진에 대한 기대감 존재 (총선 개표일 5월 16일)           |
|                | 인도네시아 | 성장률       | 6.5  | 6.2  | 5.8  | 5.4   | * 인플레이션 압력 약화 / 경상수지 문제 완화                                               |
|                |       | Inflation | 3.8  | 4.3  | 8.4  | 5.5   | * Jokowi Rally에 대한 기대감 존재 (총선 4월 9일)<br>* 중국 수입수요 감소 및 미제련 광물 수출규제 이슈 존재 |
| Steady         | 페루    | 성장률       | 6.9  | 6.3  | 5.3  | 5.6   | * 2014년 3대 광산업개발 프로젝트 재개를 통한 성장률 회복 도모                                   |
|                |       | Inflation | 4.7  | 2.4  | 2.9  | 3.2   | * 개발 프로젝트 관련 사회적 갈등은 상존<br>* 인플레이션 압력 증가에는 관심 필요                         |
|                | 말레이시아 | 성장률       | 5.1  | 5.6  | 4.0  | 4.8   | * 4분기 성장률 Surprise / 상반기 완만한 경기하강 전망                                     |
|                |       | Inflation | 3.2  | 1.2  | 3.2  | 3.8   | * 하반기 수출 중심의 회복 기대<br>* 장기 성장성 이슈는 상존                                    |
| Re-Emerging 기대 | 멕시코   | 성장률       | 3.9  | 3.9  | 1.1  | 3.0   | * 미국 제조업 회복 및 2014년 정부의 부양조치로 성장률 회복 기대                                  |
|                |       | Inflation | 3.8  | 4.1  | 4.0  | 4.3   | * 에너지 개혁을 비롯한 개혁정책 성공적 추진<br>* 인플레이션 압력 증가 여부 주목 필요                      |
|                | 필리핀   | 성장률       | 3.6  | 6.8  | 7.2  | 6.5   | * 안정적인 소비 성장에 고정자산 투자가 더해지면서 높은 성장세 지속                                   |
|                |       | Inflation | 4.8  | 3.2  | 4.1  | 4.6   | * 인플레이션 압력 증가에는 관심 필요<br>* 세부 부동산 Sector 별 과열 우려 경계 필요                   |

한편, 태국의 경우 경기 하강이 진행되는 와중에 정치불안으로 현 정부의 리더십이 약화되었다는 점에서 2013년 9월 대비 위험도가 다소 상승한 것으로 판단된다. 물론, 풍부한 외환보유고를 바탕으로 금융시장은 아직까지 안정된 모습을 보이고 있지만, 정치적 혼란이 지속되어 정부의 정책운영 능력이 약화될 경우 금융시장 불안으로 전이될 가능성이 존재한다. 이러한 측면에서 당사는 태국의 정치 상황 전개를 예의 주시하고 있다. (태국 정치상황에 대한 당사의 시각은 “지속되는 정치 불안, 무너지는 태국 경제” 2014.02 NICE Credit Issue와 “쌀 수매 정책으로 태국 재정안정성 무너지나?” 2013.01 NICE Credit Issue 참조)

## 5. 결 론

아직까지 신흥국 금융시장을 둘러싼 환경이 우호적이지는 않다. 미국 중앙은행의 Tapering이 진행 중이며, 중국 경기상황 및 수입수요와 관련된 부정적인 전망도 대두되고 있기 때문이다. 또한, 우크라이나 사태 확대 가능성이나 터키의 정치 불안정성 증가도 잠재적인 위험 요인으로 지목되고 있다.

하지만, 좀 더 큰 시각에서 보면 신흥국 금융시장을 둘러싼 환경은 2013년 4월 이후 진행된 상황과 비교할 때 개선되고 있는 것으로 보인다. 2013년 하반기에 대두되었던 신흥국 연쇄위기 우려는 줄어들었으며, 2014년 하반기 경기 반등에 대한 기대감도 점차 증가하고 있다. 또한, 이러한 가운데 인도와 인도네시아 경제에서 주목할 만한 개선이 있었다는 점과 일부 국가들의 2013년 4분기 성장률 Surprise 등도 신흥국들에 대한 시각에 변화를 줄 만한 뉴스들로 평가된다.

이러한 상황하에 이 글에서는 신흥국 Sell-off 과정을 다시 살펴보면서 함의를 도출하고, 신흥 10개국을 중심으로 2014년 거시경제를 전망해 보았다. 그 결론은 크게 네 가지로 요약할 수 있다.

우선, 신흥국 연쇄 위기 가능성은 크게 낮아졌다고 판단된다. 환율조정이 취약국들을 중심으로 가파르게 이루어졌지만, 그 성격은 1990년대 후반의 신흥국 연쇄위기의 것과는 다르다는 점은 이 글에서 설명한 바 있다. 또한, 연쇄위기론의 핵심인 신흥국들의 조달금리 상승이 예상보다 가파르지 않았다는 점도 이러한 판단의 배경이다.

둘째, 소위 취약 신흥국 중 인도와 인도네시아의 Turn-around 기대감에 주목할 필요가 있다. 이들 국가들은 경상수지 개선 및 인플레이션 압력 완화에 성과를 보이는 가운데, 경제구조를 개선시킬 것으로 기대되는 요인들이 부각되고 있다.

셋째, 취약 신흥국 중 터키 경제의 위험도가 크게 증가하였다. 터키의 경우 경상수지 개선 및 인플레이션 압력 완화가 지연되고 있는 가운데, 정치 리스크 확대에 의해 위기감이 고조되고 있는 상황이다.

마지막으로 2014년 경제 전망과 관련하여 상저하고의 흐름을 보일 것으로 예상되는 가운데, 개혁정책을 성공적으로 추진하고 있는 멕시코 및 필리핀의 약진은 지속될 것으로 전망된다.

신흥국들의 위험을 과소평가해서는 안되지만, 긴 호흡으로 볼 때 이들의 성장성 또한 간과되어서는 안 된다. 현재 신흥국에 대한 투자 위험이 다소 높아져 있는 것은 사실이지만 투자의 다변화가 절실한 우리나라 금융시장 상황에서 장기적으로 높은 성장성을 보일 것으로 기대되는 신흥국에 대한 지속적인 관심과 진출이 필요하다고 판단된다. 이러한 점을 고려하여 NICE신용평가는 앞으로도 신흥국들의 경제 흐름에 대한 지속적인 모니터링을 통해 전문적이고 독자적인 견해를 시장에 제공할 계획이다. 