코로나19 팬데믹과 미국 경기과열 속 라틴아메리카 국가들의 선택[1)]

김권식

국제금융센터 연구위원

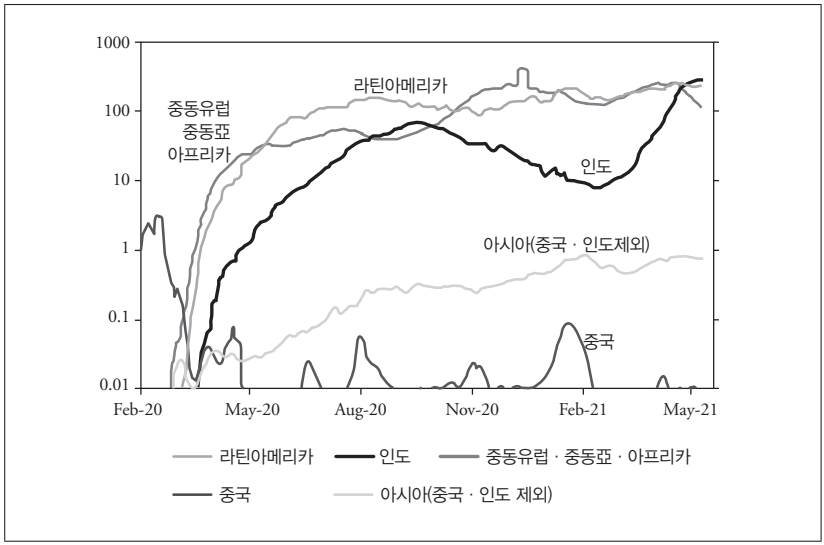
핵심어: 코로나19 팬데믹, 미국 경제 회복, 라틴아메리카 불확실성

서론

2021년 5월 20일 오전 현재 전 세계 코로나19 누적 확진자 수는 1억 6,459만 명이고 일일 신규 확진자 수는 총 64만 8천명에 달한다. 신규 확진자 중 71%에 해당하는 45만 8천명이 신흥국에서 발생하고 있다. 최근 신규 확진자가 급증하면서 새로운 진앙지로 떠오른 인도(일일 신규 확진자 26만 7천명, 신규 사망자 4천 5백명)를 제외하면 신규 확진자의 대다수는 라틴아메리카 지역에서 발생하고 있다(그림 1). 라틴아메리카 국가의 코로나19 검사 역량의 취약성을 고려할 때

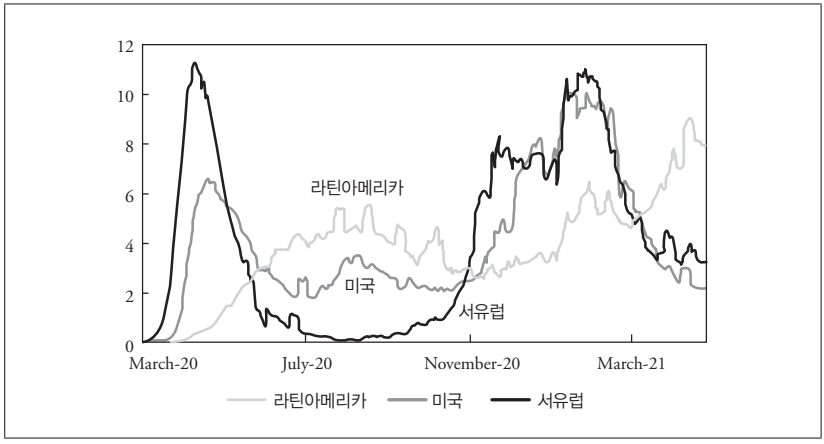
1) 본 글은 참고문헌의 그림들을 직접 인용하면서 가공·편집 및 종합 분석하여 작성하였음을 밝힌다.

〈그림 1〉 라틴아메리카 지역의 백만 명당 코로나19 신규 확진자 수



주: 단위는 7일 이동평균을 취한 백만 명당 신규 확진자 수.
출처: Bloomberg, Goldman Sachs.

〈그림 2〉 라틴아메리카 지역의 백만 명당 일일 신규 사망자 수



주: 단위는 7일 이동평균을 취한 백만 명당 신규 사망자 수.
출처: Bloomberg, Citi.

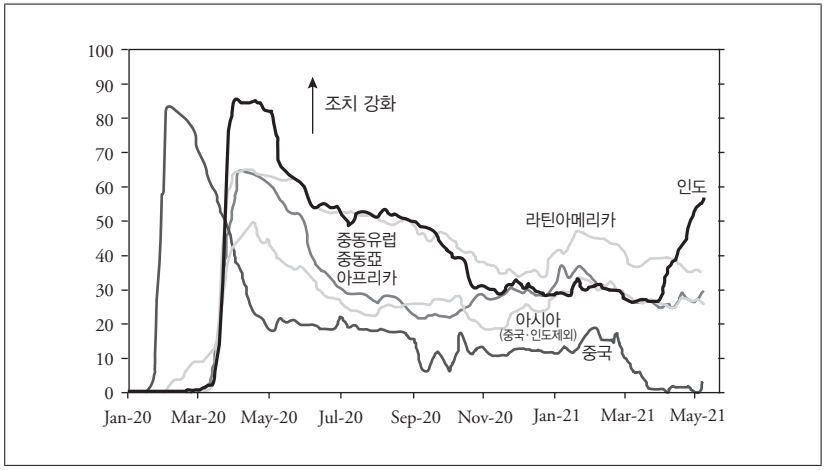
문제의 심각성은 이보다 훨씬 클 수 있다. 코로나19 일일 사망자 수 추이를 보면 이를 명확히 확인할 수 있다. 현재 라틴아메리카의 일일 사망자 수는 코로나19가 대유행하였던 미국과 유럽의 사망자 수와 비슷한 수준에 도달해 있다(그림 2). 브라질의 경우 매일 사망자가 사상 최고치를 경신하면서 평균 3천명에 육박한다. 우루과이는 잘 알려져 있지 않지만 신규 확진자가 백만명당 1천명에 이르고 하루 사망자는 백만명당 17명으로 브라질을 훨씬 능가하고 있다(표-1). 상황이 이렇게 악화하다보니 사회적 거리두기 조치는 인도를 제외하면 신흥국 중에서 최고 수준이다(그림 3).

[표-1] 라틴아메리카 개별국가의 코로나19 Heat Map(백만 명당)

	신규확진자 수	신규사망자 수
아르헨티나	496.54	8.93
브라질	267.54	11.22
칠레	310.58	5.22
콜롬비아	342.81	8.70
코스타리카	333.65	2.40
에콰도르	119.22	5.36
엘살바르도	20.05	0.68
멕시코	23.41	2.57
파나마	61.10	0.66
페루	271.33	11.77
우루과이	823.60	16.69

주: 단위는 7일 이동평균을 취한 백만 명당 수.
출처: Bloomberg.

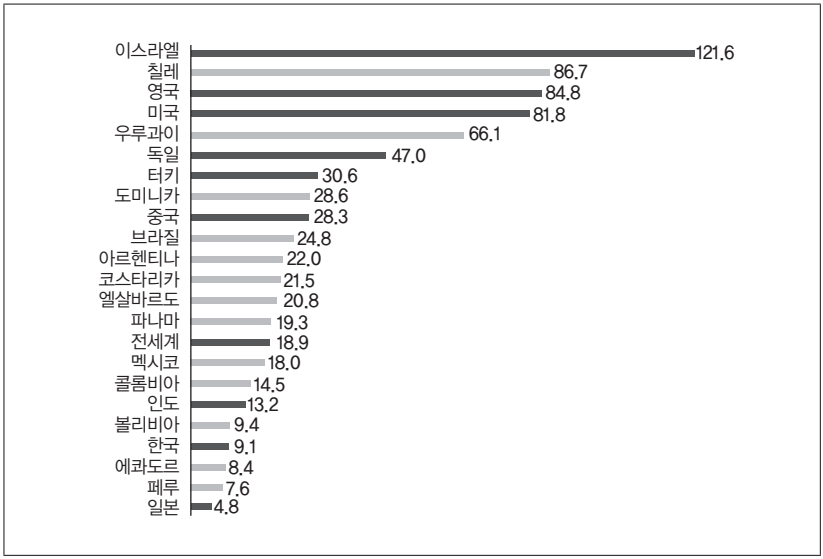
〈그림 3〉 라틴아메리카 지역의 사회적 거리두기(Effective Lockdown Index) 조치 추이



출처: Goldman Sachs.

게다가 코로나19 백신 접종 속도도 상당히 느리다. 100명당 접종 회분 기준으로 보면 칠레와 우루과이를 제외한다면 브라질 24.8, 아르헨티나 22.0, 멕시코 18.0, 콜롬비아 14.5, 페루 7.6 회분 접종에 불과하다(그림 4). 인구 비율로 보면 인구의 41.1% 정도를 접종한 칠레를 제외하면 아르헨티나 12.95%, 브라질 11.92%, 멕시코 9.01%, 콜롬비아 5.60%, 페루 2.36%로 집단면역을 갖추려면 아직도 상당한 시간이 필요하다. 글로벌 백신 생산이 연말까지 전 세계 인구의 4분의 3에 해당하는 114억회 분량에 이를 것으로 예상되면서 코로나19 팬데믹에 대해 긍정적으로 보고 있지만 라틴아메리카 지역의 코로나19 재확산세, 더딘 백신 접종 속도 등으로 저명한 전염병 학자들은 아직까지 안심할 단계가 아니라며 경고하고 있다.

〈그림 4〉 라틴아메리카의 코로나19 백신 접종 상황(100명당 접종 회분 기준)



출처: BBC News, https://www.bbc.com/korean/features-56066227.

라틴아메리카 지역의 코로나19 팬데믹 상황과 달리 경제적인 측면에서는 다른 현상이 목격되고 있다. 미국과 중국의 강한 경기회복세, 장기간의 제로금리 유지 정책 등으로 우호적인 대외여건이 형성되고 있다. 단기적으로 물가상승 없이 경제가 성장하는 골디락스(goldilocks) 여건이 마련된 것으로 보인다. 특히 미국의 경기부양 규모를 감안할 때 미국 경제가 과열로 진입하는 시나리오도 배제하기 어려운 상황으로 전개될 가능성이 있는 만큼 다양한 파급경로를 통해 라틴아메리카 지역에 상당한 기회요인과 위험요인을 줄 것으로 사료된다. 미국 경제의 견실한 성장은 무역, 관광, 이전소득 등을 통해 라틴아메리카 경제에 긍정적으로 작용할 것이다. 부정적인 측면에서는 미국 경제의 과열 시나리오에서 미국

금리와의 스프레드가 축소되면 자본유출 위험이 있고 이를 억제하기 위해 금융여건을 타이트하게 운용할 경우 성장을 저해하고 특히 팬데믹 극복과정에서 늘어나 정부부채 및 관련 비용이 큰 폭으로 증가할 우려가 있다. 본 글에서는 이에 대해 구체적으로 살펴보고자 한다.

단기적 대외여건, 라틴아메리카에 매우 긍정적

대외여건은 이보다 더 좋을 순 없다. 금년 상반기 코로나19 백신 제조업체의 생산이 단기 목표에 미달하면서 백신 출시가 기대를 충족하지 못했으나 하반기에는 전 세계적으로 빠르게 출시 될 것으로 기대됨에 따라 코로나 펜데믹 대유행 위기 속에서 세계경제는 회복세가 강화될 것으로 예상된다. 국제통화기구(IMF)에 따르면 2021년 세계 경제는 6.0%, 미국은 6.4%, 중국은 8.4% 성장할 것으로 전망하고 있다. 이러한 글로벌 성장세는 라틴아메리카 경제에 매우 긍정적으로 작용할 것이다.

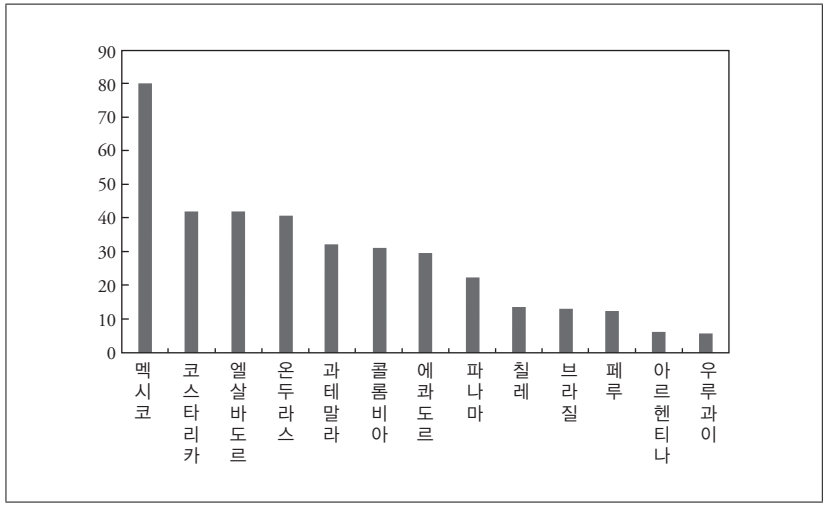
최근 미국의 4월 소비자물가가 4.2%로 13년 만에 최대 증가폭을 기록하면서 인플레이션 우려가 고개를 들고 있지만 기저효과와 미국 내 일자리가 팬데믹 이전인 지난해 2월에 비해 여전히 800만개 이상 부족한 상황을 고려하면 최근의 인플레이션은 일시적일 가능성이 높다. 씨티그룹이 미국의 인플레이션을 금년 2.8%, 내년 2.0%로, 골드만삭스는 금년 2.9%, 내년 2.1%로 전망하고 있다는 점도 이를 뒷받침해 준다. 미국 연방준비제도이사회도 물가보다 완전고용에 더 무게를 두면서 2023년까지 기준금리를 인상하지 않을 것으로 예상된다.

이러한 예상 경로가 자금조달 비용 상승을 늘리지 않으면서 자본유출 위험이 없는 라틴아메리카 경제의 골디락스 시나리오다. 미국의 회복을 근간으로 하는 골드락스 시나리오는 무역채널, 관광채널, 이전소득 채널을 통해 경제 효과

가 나타날 것이다. 무역채널 효과는 대미 수출 비중으로, 관광채널 효과는 경제규모대비 여행서비스로, 이전소득 채널은 경제규모대비 미국발 송금액으로 측정할 수 있다. 대표적인 국제투자은행인 씨티은행은 이들 3가지 측정치의 효과를 종합적으로 계측하기 위해 순위 기준으로 'XTR(eXport, Travel service and Remittances)' 지수를 작성하였다. XTR지수는 점수가 낮을수록 대미 노출도가 높아 미국 경제 회복시 더 많은 혜택을 본다는 의미를 내포한다.

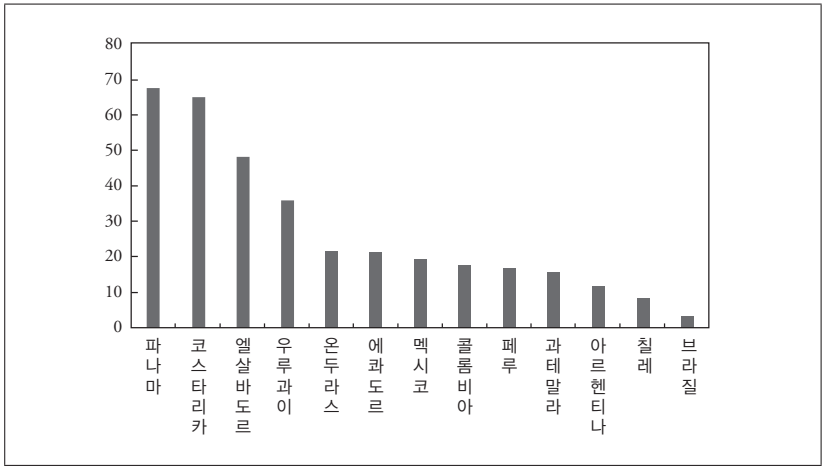
멕시코는 대미 수출이 전체의 80%이고 코스타리카, 엘살바도르, 온두라스는 40%로 높아 이들 국가들은 무역채널에서 주요 수혜국이 될 것이다(그림 5). 여행 서비스는 파나마가 GDP의 6.8%, 코스타리카가 6.5% 엘살바도르가 5.0%로 관광채널의 주요 수혜국이 될 것이다(그림 6). 미국발 송금액은 온두라스가 GDP의 22%, 엘살바도르가 21%, 과테말라가 14%, 에콰도르와 멕시코가 각각

〈그림 5〉 라틴아메리카 국가들의 對미 수출 비중(2019년)



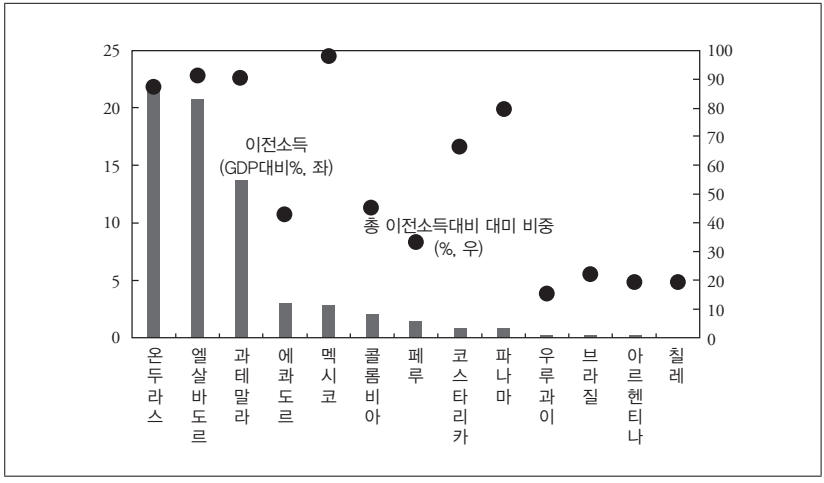
출처: Bloomberg, Citi.

〈그림 6〉 라틴아메리카 국가들의 GDP대비 여행 서비스 비중(2019년)



출처: Bloomberg, Citi.

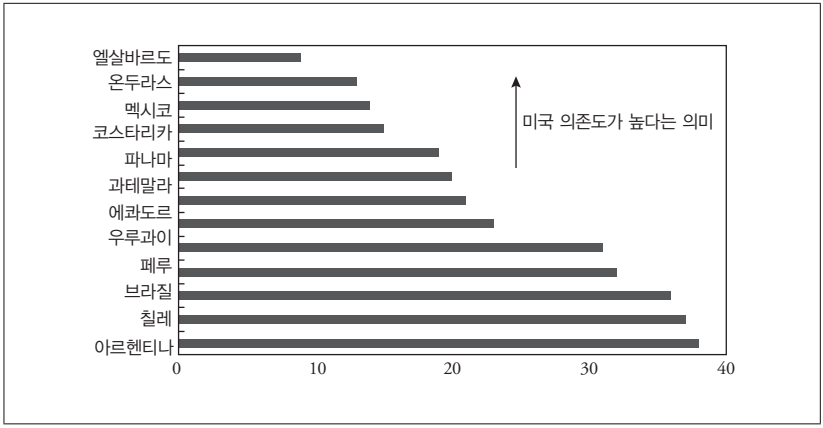
〈그림 7〉 라틴아메리카 국가들의 GDP대비 이전소득 비중(2019년)



출처: Bloomberg, Citi.

3%로 이전소득 채널의 주요 수혜국이 될 것이다. 이들 개별지표를 종합한 XTR 지수로 보면 멕시코와 엘살바도르, 온두라스, 멕시코, 코스타리카, 파나마 등의 중앙라틴아메리카 국가들이 미국 경제의 급부상으로 막대한 수혜를 입을 것으로 예상된다.

〈그림 8〉 라틴아메리카 국가들의 XTR(eXport, Travel service and Remittances) 순위 지수



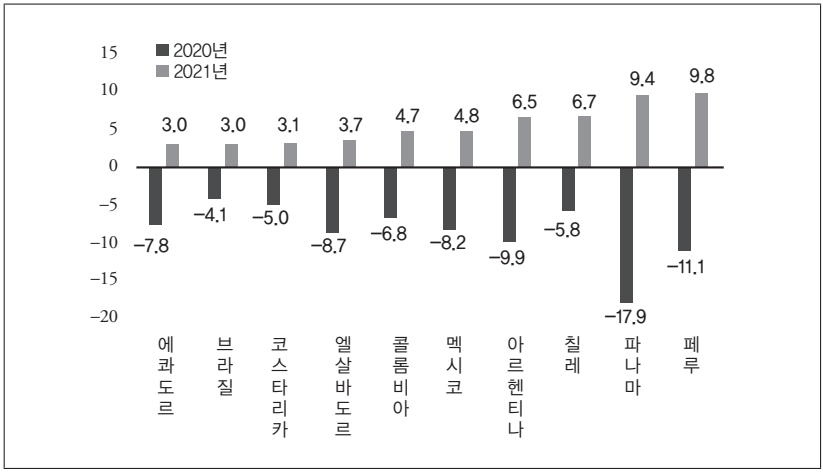
출처: Citi.

미국 경제 과열, 오히려 라틴아메리카에 위험요인으로 작용

미국 경제에 많이 노출되어 있는 점이 라틴아메리카 경제에 전반적으로 긍정적으로 작용할 것으로 예상하지만 대외여건이 너무 좋아서 미국 경제가 과열 국면으로 진입하게 되면 라틴아메리카 경제에 오히려 해가 될 수 있음을 주목할 필요가 있다.

현재 라틴아메리카 국가들의 경제 회복세는 긍정적인 대외여건에도 불구 기대

〈그림 9〉 라틴아메리카 국가의 성장 전망(%)



출처: Bloomberg, Citi.

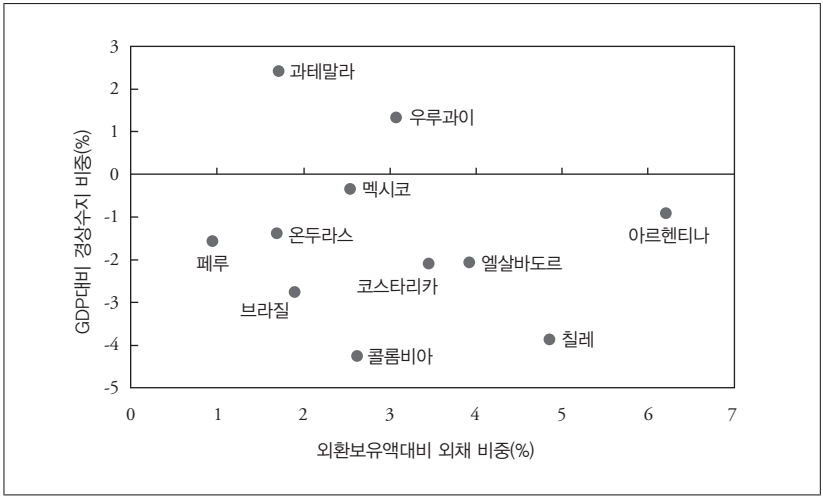
보다 미약하다. 금년 성장률 전망치가 지난해 성장률 수축만큼 높아질 것으로 예상하는 국가는 칠레 밖에 없다. 칠레는 지난해 −5.8% 역성장에서 금년 6.7% 성장할 것으로 예상된다. 그러나 브라질은 지난해 −4.1% 역성장에서 금년 3.0% 성장에, 멕시코는 지난해 −8.2%에서 금년 4.8% 성장에 그칠 것으로 보고 있다(그림 9). 칠레를 제외한 대다수 라틴아메리카 국가들이 브라질과 멕시코처럼 전년의 역성장만큼 큰 폭의 회복을 하지 못하는 취약한 성장을 보일 것으로 전망하고 있다. 코로나19 팬데믹이 라틴아메리카 경제에 얼마나 부정적인 영향을 끼쳤는지를 나타내는 단적인 근거일 것이다.

이러한 라틴아메리카 경제 상황에서 미국의 경기부양책 등으로 미국 경제는 과열 국면에 진입할 가능성이 높다. 최근 미국 주간 실업보험 청구 건수가 44만 4천명으로 팬데믹 이후 최저치를 경신한 데다 4월 경기선행지수도 전월 대비

1.6% 오른 113.3을 기록하면서 팬데믹 이전 수준을 완전히 회복하였다. 라틴아메리카 경제가 회복되기 이전에 미국 연방준비제도이사회가 자산매입 규모를 줄이는 테이퍼링을 실시하거나 금리를 인상할 가능성이 있다는 얘기다. 이로 인한 부정적인 영향은 자본유출 채널과 금리인상에 대한 부채위험 채널을 통해 계측할 수 있다.

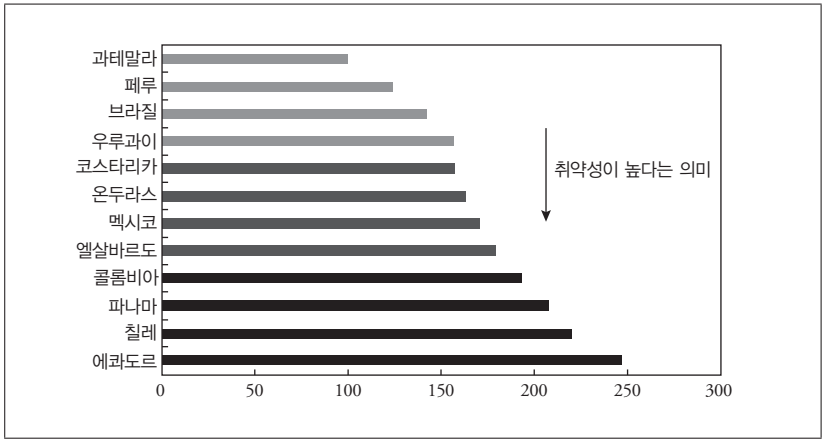
먼저 자본유출 채널을 경제규모 대비 경상수지, 외환보유액 대비 외채 비율, 민간신용 증가율 등으로 살펴보았다. 경상수지 적자로 해외 자금 조달이 필요한 국가, 외채 대비 외환보유액이 낮아 외채 상환압력이 높은 국가, 과잉 민간신용으로 부채 의존적으로 성장한 국가들은 미국 금리 인상에 취약할 수밖에 없다. 〈그림 10〉은 GDP 대비 경상수지 적자가 커 자금조달 압력이 높고 외환보유액 대비 외채 비중이 높아 외채 상환압력이 큰 라틴아메리카 국가를 표시한 것

〈그림 10〉 외환보유액 대비 외채 비중과 GDP대비 경상수지 비중(2019년)



출처: Bloomberg, IMF, World Bank, Citi.

〈그림 11〉 자본유출 취약성 지수(2019년)



출처: Citi.

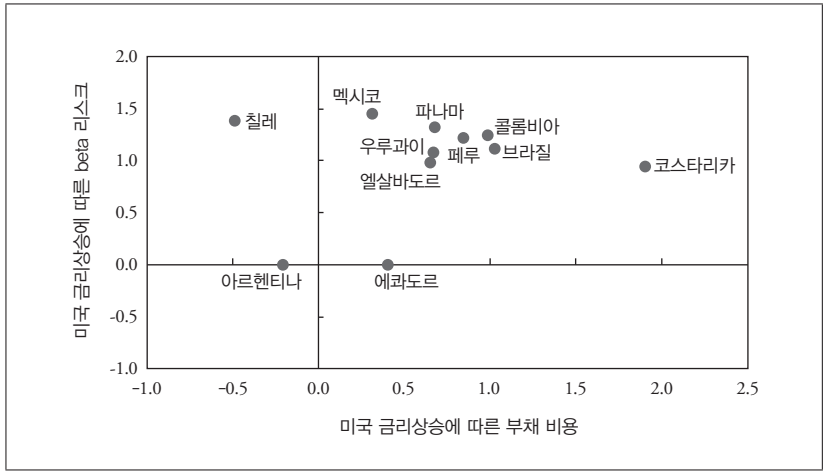
이다. 아르헨티나 포함 콜롬비아, 칠레, 엘살바도르, 코스타리카 등의 국가들이 여기에 해당한다. 씨티은행은 경상수지, 외환보유액 대비 외채 비율, 민간신용 증가율 지표들을 0부터 100까지 숫자로 전환하여 종합적인 자본유출 취약성 지수(capital flow vulnerability index 또는 capital freeze index)를 산출(그림 11)하여 보다 간결하게 자본유출 위험을 평가하였다. 동 지수는 미국 금리 인상과 같은 대외여건 변화시 자본유출 압력이 높아질 취약국을 보여준다.

에콰도르, 파나마, 칠레는 경상수지 적자와 외채대비 낮은 외환보유액 위험에 직면하여 자본유출 취약성 지수가 가장 높게 나왔고 콜롬비아, 멕시코, 온두라스는 민간신용 증가율이 높아 자본유출 취약성이 높은 편이다. 코로나19 팬데믹 기간 중에 라틴아메리카 지역의 경상수지 적자폭이 개선되면서 외부자금조달에 덜 의존적인 경제로 변했지만 콜롬비아와 같이 몇몇 국가들은 경상수지 적자가 여전히 심각하고 아르헨티나, 에콰도르, 파나마, 칠레, 코스타리카와 같은 국가

들은 외환보유액 대비 외채 비중이 커 외채상환압력이 여전히 높아 자본유출에 취약한 국가들이 적지 않다. 다만 페루와 브라질은 풍부한 외환보유액 축적으로, 우루과이와 과테말라는 낮은 경상수지 적자로 자본유출 압력이 상대적으로 덜한 것으로 나타났다.

다음은 미국 금리 인상에 대한 부채위험 채널이다. 미국 금리가 예상보다 빠르게 오를 것이라는 시나리오에 대한 우려 중 하나는 팬데믹 극복 과정에서 크게 증가한 라틴아메리카의 부채 수준이다. 미국 금리 인상에 따른 부채상환 비용 상승과 미국 금리 인상으로 인한 라틴아메리카 국가들의 외화표시 채권가격의 민감도(beta 리스크)를 통해서 동 위험을 측정하였다(그림 12). beta 리스크가 크다는 것은 미국 금리 상승시 외화표시 채권이 민감하게 반응한다는 의미이므로 부채 위험이 커진다는 의미이다. 〈그림 12〉을 보면 멕시코, 콜롬비아, 칠레,

〈그림 12〉 미국 금리 인상에 따른 부채위험



출처: IMF, Citi.

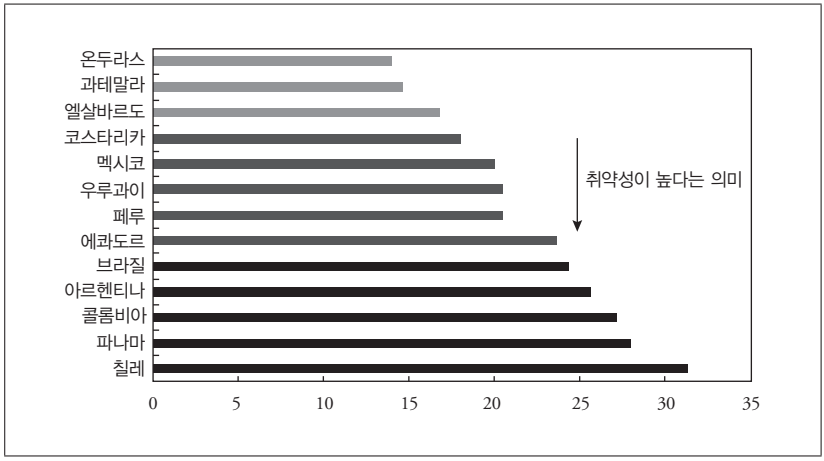
파나마는 beta 리스크가 커 미국 금리 인상시 대내외 금리차 축소 위험에 직면할 것이고 브라질, 콜롬비아, 코스타리카 등 재정건전성이 취약한 국가들은 미국 금리 인상에 따른 이자비용 상승에 취약할 수밖에 없다.

라틴아메리카 국가들의 선택

씨티은행은 위에서 논의한 XTR 순위 지수, 자본유출 취약성 지수, 그리고 부채 수준을 종합하여 미국 경기과열에 따른 라틴아메리카 위험 민감도 지수(overheating sensitivity index)를 개발하였다. 이것을 〈그림 13〉에 도시하였다.

동 그림에 따르면 멕시코와 중앙아메리카 국가들은 미국의 경기회복세로 많은 이익을 얻는 수혜국으로 분류되고 이로 인해 미국 경기과열로 인한 부정적인 영향을 완화할 수 있을 것으로 보인다. 페루와 우루과이 같이 펀더멘털이 강

〈그림 13〉 미국 경기과열에 따른 라틴아메리카 국가의 위험 민감도 지수

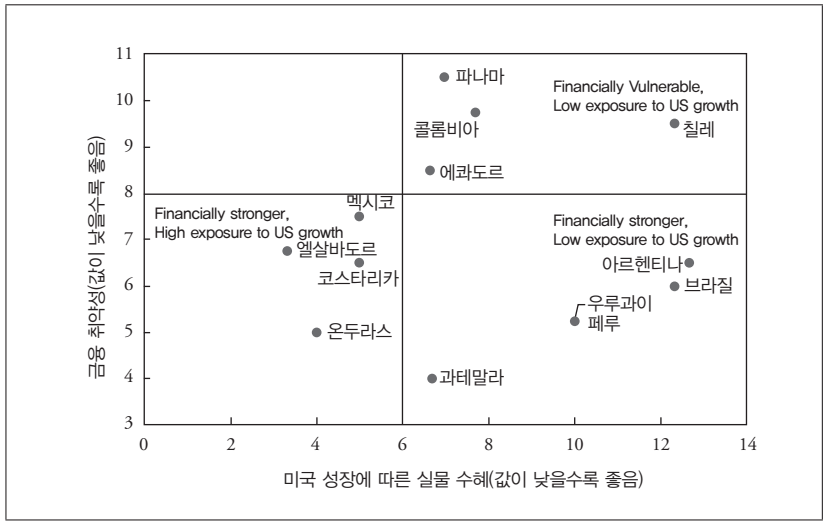


출처: Citi.

한 국가들은 미국으로부터의 이전소득이 낮지만 중간 정도의 위험 민감도를 갖고 풍부한 외환보유액을 쌓고 있는 브라질이나 국제금융시장에서 자금조달이 이미 어려워진 아르헨티나와 에콰도르도 중간 위치에 있어 긴축 여건에 덜 취약할 것으로 보인다. 미국 경제의존도가 큰 콜롬비아와 파나마는 미국 경기과열 시나리오에서 취약할 것으로 보인다. 마지막으로 칠레가 미국 경기과열에 가장 취약한 국가로 분류되었는데 경상수지가 코로나19 팬데믹 이전 GDP의 −3.7~−3.9%에서 최근 +1.4%로 개선되면서 현재 더 낮은 위치에 있을 가능성이 높다.

코로나19 팬데믹 재확산과 백신 보급이 더딘 상황에서 라틴아메리카 국가의 회복세가 견고하지 못한 지금 미국 경제가 과열 국면으로 접어든다면 라틴아메리카 경제에 상당한 충격을 줄 것이다. 그러나 상품가격 상승과 코로나19 팬데믹

〈그림 14〉 미국 경기과열에 따른 라틴아메리카 국가의 위험 민감도 지수의 요인 분석



출처: Citi.

이후 경상수지 개선 등이 충격을 완화하는데 큰 도움을 줄 것으로 판단된다. 특히 상품가격 상승은 미국 경기과열 시나리오에 가장 취약한 칠레, 콜롬비아, 파나마, 에콰도르 등 〈그림 14〉의 1사분면에 있는 모든 국가에 긍정적일 것이다.

라틴아메리카 경제의 골디락스 시나리오는 미국의 견고한 경기회복세 지속, 물가안정과 저금리 지속이다. 지금은 미국 경제회복과 더불어 인플레이션과 금리상승 압력이 동시에 오는 시기다. 골디락스 시나리오보다 더 어려운 시나리오에 대비하는 것이 이치에 맞을 것이다. 백신 접종 촉진과 함께 성장을 강화하고 재정건전성을 회복하면서 펀더멘털을 강화하는 자세가 라틴아메리카 국가들에게 필요할 것으로 사료된다.

| 참고 문헌 |

Citi, 2021 April, Too Much of a Good Thing? Latam in an Overheating US Scenario

Citi, 2021 April, Looser Fiscal Higher Inflation Threaten Partial Normalization

Citi, 2021 April, Calibrating the Central Bank Put: Is This Time Different?

Citi, 2021 May, LatAm uncertainty, Downgrades as Commodities Boom

Citi, 2021 May, 2Q21 Commodities Market Outlook

Goldman Sachs, 2021 May, Buoynat Global Trade Amid a Cresting pandemic Wave