



알기쉬운 경제분석 김지현입니다.

(02)3770-3572 | jihyun.kim@tongyang.co.kr



신용한도 이용한 스페인 구제금융 신청 가능성 부각

Economist
김지현

jihyun.kim@tongyang.co.kr

스페인 국채금리 다시 하락세



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

그리스 국채금리 전저점 돌파



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

Why This Report

주택시장 회복으로 인해 미국 소비자심리, 소매판매, 주택착공 등의 경제지표들이 시장예상을 크게 상회하면서 경기 우려가 완화되고 있습니다. 그리고, 신용한도(credit line)를 이용한 스페인 구제금융 신청 가능성이 언론에서 보도되면서 유로존 우려도 완화되고 있습니다. 금일 보고서에서는 스페인의 신용한도(credit line)를 이용한 구제금융 방식, 그리스에 대한 독일과 IMF의 달라진 태도 등과 같은 전반적인 유로존 상황에 대해 분석했습니다.

Investment Point

- 스페인 전면적 구제금융 대신 신용한도(credit line) 신청 가능성 부각**
 - ▶ 스페인이 필요할 경우 ESM 에서 기금을 가져다 쓸 수 있는 신용한도(ECCL)만 요청하더라도 ECB 의 국채매입 프로그램이 작동하는 방식
 - ▶ 이 방식의 이점: 1)ESM 기금 거의 쓰지 않고도 ECB 개입만으로 시장 안정 가능하기 때문에 독일을 비롯한 북유럽 국가들의 반대 심하지 않고, 2)전면적 구제금융 아니기 때문에 스페인도 긍정적으로 검토
 - 스페인 구제금융 신청은 필연, 시기의 문제**
 - 그리스에 대한 독일과 IMF 의 달라진 태도**
 - ▶ 독일 태도 변화 이유: 1)독일 내각 장관들의 그리스 유로존 이탈 반대, 2) 미국과 NATO 가 지정학적 이유로 그리스 유로존 이탈 반대
 - ▶ IMF, 트로이카가 그리스 긴축 목표 2년 연장해 주어야 한다는 입장
 - 그리스 구제금융 조건 완화에 대한 공방, 긍정적 해결 전망**
 - ▶ 그리스 연립내각 당수 3인, 135억 유로 추가 긴축에 대한 합의 지연
 - ▶ OSI 를 주장하는 IMF, 이에 반대하는 독일, ECB
 - ▶ 독일과 IMF 의 달라진 태도 고려할 때, 원만한 해결 기대
- 신용한도 이용한 스페인 구제금융 신청 기대 높아져 불확실성 완화
 - 그리스에 대한 독일과 IMF 의 태도 변화도 투자심리 개선 요인

최근 글로벌 증시는 경기 및 실적 우려, 스페인의 구제금융 신청 지연, 미국 재정절벽 우려 등으로 조정을 받았다. 그러나, 소비자심리, 소매판매, 산업생산 등 미국 경제지표가 예상보다 크게 개선되면서 경기 우려가 완화되고, 금융업종을 비롯한 미국 기업들의 실적도 전반적으로 시장예상을 상회하면서 실적 우려도 완화되면서 증시가 반등하고 있다.

한편 전일 국내증시는 스페인의 신용한도(credit line) 개설을 통한 구제금융 신청 기대로 투자 심리가 개선되면서 모처럼 크게 상승했다. 금일 보고서는 스페인의 신용한도(credit line)를 이용한 구제금융 방식, 그리스에 대한 독일과 IMF의 달라진 태도 등과 같은 전반적인 유로존 상황에 대해 자세히 살펴보고자 한다.

스페인 국채금리 다시 하락세, 3% 아래로



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

스페인 우려 완화로 유로화 강세



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

스페인 전면적 구제금융 대신 신용한도(credit line) 신청 가능성 부각

시장에서는 ECB의 무한대 국채 매입(OMT) 프로그램이 마련된 만큼 스페인의 신속한 구제금융 신청을 바라고 있지만, 스페인 정부는 이를 주저하고 있다. 그런데, 10월 16일(현지시간) WSJ는 스페인이 ESM을 이용한 신용한도(ECCL, Enhanced Conditions Credit Line) 신청을 검토 중이라고 보도했다.

원래 의도된 ECB의 구제금융 프로그램은 구제금융 신청 국가가 ESM에 구제금융(국채매입)을 요청하면, ESM이 발행시장에서 해당국가의 국채를 매입하고, ECB가 유통시장에서 국채를 매입하는 형태로 작동한다. 그런데, 최근 유로존과 ECB에서 논의되는 것은 스페인이 필요할 경우 ESM에서 기금을 가져다 쓸 수 있는 신용한도(ECCL)만 요청하더라도 ECB의 국채매입 프로그램이 작동하는 방식이다.

이 방식의 이점은 1)한정된 ESM 기금을 거의 쓰지 않고도 ECB의 개입만으로 시장 안정이 가능하기 때문에 독일을 비롯한 북유럽 국가들이 반대가 심하지 않고, 2)전면적 구제금융이 아니기 때문에 스페인도 긍정적으로 검토할 수 있는 방법이다.

라호이 스페인 총리가 독일 메르켈 총리와의 전화 통화에서 위 보도가 루머라고 부인하고 있지만, 논의는 상당히 진행된 것으로 보인다. 지난 9월 ECB 드라기 총리가 국채매입 프로그램(OMT)을 발표하면서 신용한도 개설 방식도 적용될 가능성이 있음을 이미 밝힌 바 있다.

ESM을 통한 예비적 신용한도(credit line) 개설이라는 방식도 결국 유로존 각국 의회의 의결이 필요하다는 점에서 구제금융에 대한 조건이 논의될 것이고, 스페인도 좋은 조건에 구제금융을 신청하기 위해 가능한 시간을 미루고 있는 것으로 보인다. 이 새로운 방법은 한정된(5천억 유로) ESM 자금을 실제로 거의 집행하지 않고도 금융시장을 안정시킬 수 있다는 점에서 기존에 논의된 구제금융 방식보다 더 긍정적이고 판단된다.

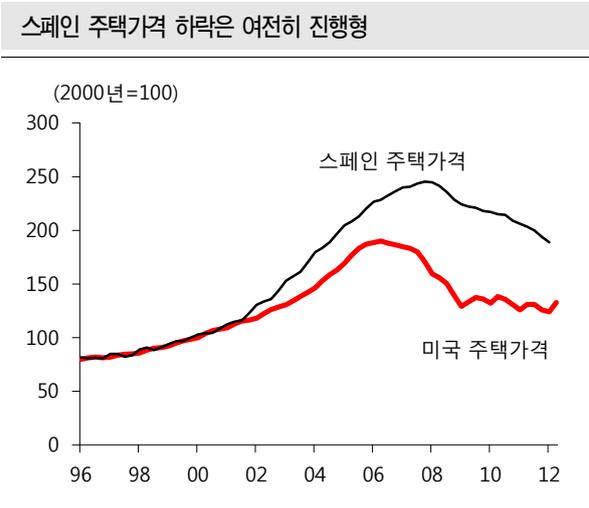
스페인 구제금융 신청은 필연, 시기의 문제

스페인이 구제금융 신청을 미루고 있지만, 스페인의 경제상황을 조금만 살펴보면 구제금융 신청이 불가피하다는 것을 알 수 있다.

스페인 지방정부 구제기금(180억 유로) 이미 거의 소진 상태

스페인 지방정부	구제금융 신청액 (억 EUR)
카탈루니아	50.0
발렌시아	45.0
무르시아	3.0
안달루시아	49.0
까르띠야 라만차	8.5
카나리아스	7.6
구제금융 신청액 합계(Total)	163.1
이용가능액(Available)	180.0
잔여분	17.0

자료: 각종 언론보도, 동양증권 리서치센터
 주: 구제금융 신청액을 모두 받는 것은 아니기 때문에 위 수치가 확정치는 아님



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

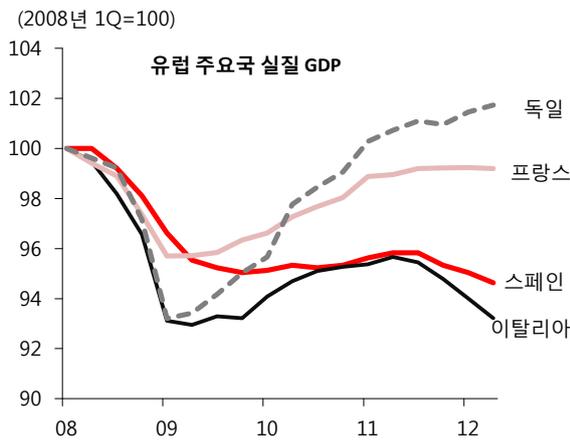
9월 28일 스페인은 스트레스 테스트 결과를 발표했고, 은행 자본확충을 위해 590억 유로가 필요하다고 했다. 그리고, 중앙정부는 지방정부 부실에 대비해 180억 유로 규모의 지방유동성기금(Regional Liquidity Fund)을 만들었으나, 17개 지방정부 중 6개가 이미 구제금융을 신청해 잔여분이 20억 유로 정도(신청분을 모두 지급하는 것은 아니기 때문에 실제 잔여분은 이 수치

보다 높을 수 있음) 밖에 남지 않았다.

스페인 지방정부 부실의 원인은 부동산 붐 당시 지방정부가 인프라투자, 의료, 교육 등에 대한 지출을 크게 늘렸었는데, 이후 부동산 버블이 붕괴되면서 부동산 거래 급감, 소비감소 등으로 인해 세수는 급감했지만 지출은 이에 맞춰 빠르게 줄이지 못했기 때문이다.

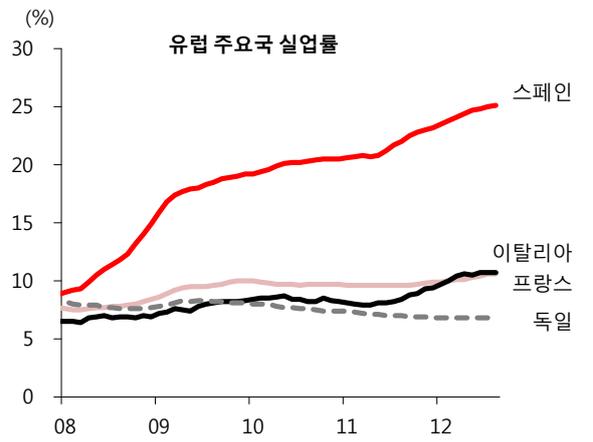
스페인 은행권은 이미 1,000억 유로의 구제금융을 지원받기로 되어 있어 당분간은 문제가 없겠지만, 부동산 침체가 장기화될 경우 추가 구제금융이 필요할 수 있다. 그리고, 지방정부 부실의 가장 큰 원인도 부동산 버블 붕괴이고, 부동산 가격이 당분간 하락세가 지속될 것으로 예상되기 때문에 지방정부의 재정난도 당장 해소되기 어렵다.

스페인 경기침체 지속



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

주택건설 급감하면서 스페인 실업률 급등



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

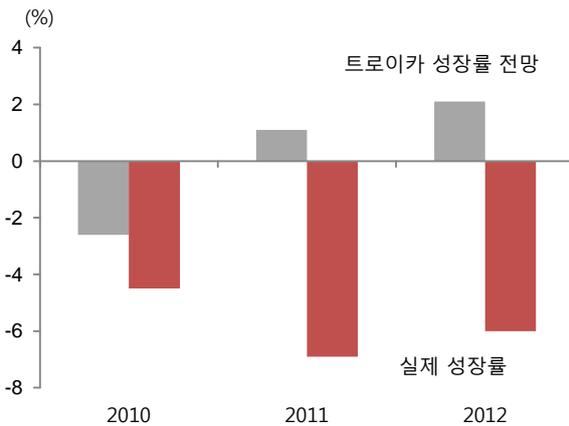
스페인의 전반적인 경제상황을 고려했을 때, 구제금융 신청이 시기의 문제일 뿐 필연이라고 생각된다. 국채금리가 ECB 정책 대응으로 크게 낮아졌지만, 경제상황을 고려할 때 부담이 되는 금리 수준이다. 구제금융 신청 시기는 21일 지방선거(Galicia와 Basque) 이후 11월 신청 가능성이 높다. 그리고, 스페인, 사이프러스, 그리스(기존 구제금융안 수정) 3국에 대한 구제금융 결정이 패키지 형태로 한 번에 이루어질 것으로 예상된다. 3국에 대한 구제금융 결정을 국회에서 개별적으로 처리하는 것보다 한 번에 처리할 수 있는 이점이 있기 때문이다.

그리스에 대한 독일과 IMF의 달라진 태도는 긍정적

메르켈 총리는 최근 그리스 방문 시, 독일이 “동반자이자 친구(partner and friend)”로서 지지할 것이라고 약속해 사실상 구제금융 차기분(next tranche) 지급을 시사했다. 그리고, 독일과 그리스의 연대와 결속(solidarity)를 강조했다.

독일과 메르켈 총리의 그리스에 대한 태도가 예전과는 달라졌다는 점에도 주목할 필요가 있다. 그 이유는 지금 그리스가 유로존을 이탈할 경우, 스페인으로 전염돼 유로존이 붕괴될 수 있기 때문에 독일 내각 장관들이 지난 수개월 동안 그리스 유로존 이탈을 반대하는 강경한 입장을 보인 것이 태도 변화의 첫 번째 이유이다. 두 번째 이유는 미국과 NATO(북대서양조약기구) 회원국들이 그리스의 지정학적 위치 때문에독일에 압력을 가하고 있기 때문이다. 무질서 상태에 빠진 그리스가 러시아에게 해군기지를 제공하게 된다면, 시리아, 터키, 이집트 등의 지역 분쟁이 더 심화될 수 있다.

트로이카의 그리스 성장률 전망과 현실 간의 괴리



자료: IMF, 동양증권 리서치센터

그리스 국채금리 전저점 돌파, 구제금융 조건 완화 기대감 반영



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

한편, 구제금융 지원 시 긴축을 강요해왔던 IMF도 최근 달라진 태도를 보이고 있다. 10월 보고서에서 재정긴축이 경제성장에 미치는 영향을 과소평가해 글로벌 성장률이 크게 둔화되었음을 인정했다. 그리스의 성장률도 트로이카가 당초 전망했던 것에 비해 실제 훨씬 더 악화되었다. 그리고, IMF 라가르드 총재는 그리스가 재정목표를 달성하기 위해서는 트로이카가 긴축 목표를 2년 연장해주어야 한다고 주장하고 있다.

그리스 구제금융 조건 완화에 대한 공방, 긍정적 해결 전망

그리스가 차기 구제금융 지원분 315억 유로를 지원받기 위해서는 트로이카가 요구한 135억 유로 규모의 추가 긴축에 합의해야 하는데, 연립내각 내 당수 2명이 반대에 아직 합의가 이루어지지 않고 있다. 사회당과 민주좌파당의 당수는 노동시장에 대한 가혹한 개혁안이 포함되어 있는 패키지에는 합의할 수 없다는 입장을 보이고 있다. 당수 3명이 합의해야 연립여당 의석 수(179명)가 과반수를 넘어(300명)를 넘어 의회통과가 가능해진다. 따라서, 이번 정상회의에서 그리스에 대한 차기 구제금융 지원분이 지급되기는 어려우며, 구제금융 조건 완화와 관련된 부분이 주로 논의될 것으로 보인다.

그리스 긴축목표를 2년 연장할 경우, 300억 유로 정도의 추가 구제금융 지원이 필요하다. 그런데, IMF는 이번에는 OSI(Official Sector Involvement)를 통해 ECB, EU 등 공공부문이 보유한 그리스 국채에 대한 채무조정이 필요하다는 입장이지만, 독일과 ECB는 강하게 반발하고 있다. IMF는 구제금융 지원 시 그리스의 정부부채가 2020년까지 120%까지 하락해야 된다는 조건을 제시했는데, 현재 추세대로라면 130~145%에 이를 것으로 추정되기 때문에 OSI가 없을 경우 IMF는 그리스 구제금융 지원에 더 이상 참여하기 어렵다는 입장을 보이고 있다.

최근 그리스의 10년물 국채금리는 17.6%까지 하락했다. 지난 3월 12일 민간부문 채무조정 이후 18.45%까지 하락했던 국채금리는 이후 그리스의 장기 유로존 이탈 가능성을 반영해 재차 상승세를 보였으나, 구제금융 조건 완화(추가 구제금융 지원 또는 공공부문 채무조정 등 포함)에 대한 기대감으로 이전 저점 수준보다 더 하락한 상황이다.

결론: 스페인 불확실성 완화와 독일, IMF의 달라진 태도는 증시에 긍정적

아직 스페인이 구제금융을 신청한 것은 아니지만, 북유럽과 스페인 모두 큰 거부감 없이 받아들일 수 있는 새로운 형태의 구제금융 방식이 논의되고 있다는 점만으로도 문제 해결에 대한 기대감으로 증시에는 긍정적으로 작용할 것으로 보인다. 그리고, 스페인의 경제 상황을 고려할 때 계속 미루기는 힘들고, EU가 스페인이 납득할 만한 구제금융 조건을 제시한다면 11월 중에는 구제금융을 신청할 것으로 예상된다.

한편, 그리스의 경우 아직 구제금융 조건 완화, OSI 등과 관련된 부분에 있어서 논란이 예상되고, 더 많은 논의가 필요하다. 그러나, 최근 달라진 독일의 태도를 고려할 때, 긍정적인 결과도 출될 것으로 기대된다. 그리고, ESM/ECB를 통한 방화벽이 구축되었기 때문에 정치적인 불확실성이 부각되더라도 유로존 위기가 예전처럼 시장 변동성을 확대시키지는 않을 것이기 때문에 유로존에 대해서는 크게 우려하지 않아도 될 것 같다.