

유럽 리스크, 아직은 경계 수준

Strategist 오승훈 769-3803 oshoon99@daishin.com

잠잠했던 유럽 리스크가 재부각되고 있다.

이탈리아 주가 하락은 자산 규모 3위 은행 몬테파스치의 구제금융에 대한 특혜 의혹이 불거지면서(1.30일) 시작되었다. 이 문제는 24~25일 총선을 앞두고 정치문 제화 되고 있다. 스페인의 주가 하락은 2012년 재정적자 목표를 달성하지 못했다는 보도가 나오면서 시작되었다. 스페인의 2012년 GDP대비 재정적자비율이 7.3%를 기록해, 목표치 6.3%에 미달했다. 여기에 2월들어서는 라호이 총리의 불법정치자금 수수 의혹이 불거지면서 정치 공세가 격화되고 있다.

*유럽리스크에 대한 평가 - 유럽의 안정은 유효한가?

유럽 위기 대응은 2012년 6월28~29일 있었던 EU정상회담을 기점으로 근본적인 변화를 나타낸 바 있다. 2012년 6월전 위기 패턴은 재정위험 및 정치리스크 부각 → 국채 금리 상승 → 은행 리스크 전염 → 뱅크런 위험 고조의 경로를 보여왔다. 2012년 7월 이후에는 재정위기와 은행위기를 분리시킨다는 원칙하에 국채 분야에서 ECB의 적극적인 개입, 은행에 대한 구제금융 실시를 통해 유로존의 안정을 높여왔다.

이탈리아, 스페인을 중심으로 정치적 리스크가 부각되고 있지만 유로존의 안정을 위협하는 수준까지 진행되지 않을 것으로 판단한다. 우선 유럽의 리스크 지표가 안정된 모습을 보여주고 있다. CDS와 국채수익률은 평균 이하의 낮은 수준에 머물러 있고, 자금시장 상황을 보여주는 리보-OIS스프레드도 안정되어 있다.

또한, 2012년 하반기 이후 나타난 긍정적인 변화(은행간 금리시장 정상화, 스페인 은행 유동성 개선)는 지속되고 있다. 여기에 위기 고조시 ECB의 국채직매입(OMT) 등 방어적 조치가 대기하고 있다는 점도 리스크 상승을 제한하게 될 것이다.

유럽의 변화에 대해 주의가 필요하지만 경계 이상의 과도한 비관은 바람직하지 않다.

유럽증시 조정 원인 – 정치리스크, 은행 실적, 유동성 축소 우려

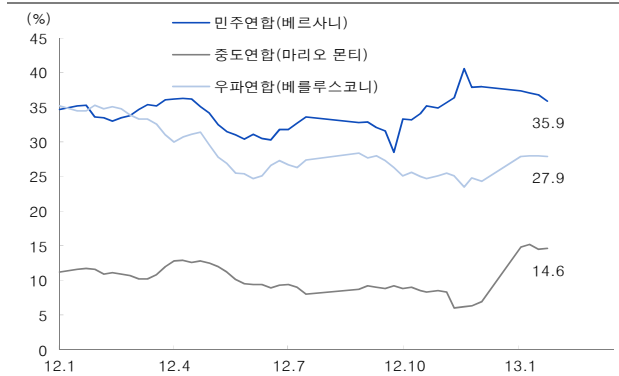
1월말 이탈리아 주가 급락을 시작으로 유럽증시 조정폭이 커지고 있다.

이탈리아의 주가 조정을 촉발시킨 것은 3위 은행 구제금융에 대한 재조사 이슈였으며,스페인인 재정적자 목표 미달 소식이 조정의 트리거로 작용했다. 두 국가 모두 정치적 이슈가 결합되면서 위험이 고조되고 있다. 이탈리아는 24~25일 총선을 앞두고 전 총리인 베를루스코니가 민주연합(베르사니), 중도연합(몬티)을 공격하면서 지지율 격차를 좁혀가고 있다[그림1].

유동성 측면에서는 LTRO 조기상환에 투자심리가 민감하게 반응하고 있다. 조기상환 첫째주 예상보다 많은 1373억유로의 상환이 이루어 졌지만 2주차에는 예상에 미달한 34억 유로만 상환되었다[그림2]. LTRO 상환에 대한 시각도 유럽금융시장의 안정화 신호라는 긍정적 인식에서 점차 유동성 축소라는 부정적 방향으로 변하고 있다.

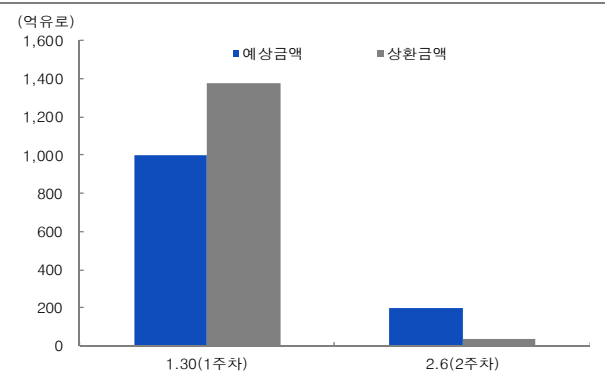
증시 펀더멘탈 측면에서는 1월말부터 발표되고 있는 유럽은행주의 실적이 부담이 되고 있다. 유럽증시의 밸리를 주도한 것은 은행주 였다[그림3]. 지난 1월에도 은행주의 상승이 두드러졌다. 은행주의 상승은 7월부터 본격화된 유로존 안정과 정책효과를 반영한 것이었다. 2차 상승을 위해서는 펀더멘탈의 개선이 필요한데 4분기 유럽은행의 실적은 이러한 기대를 충족시켜 주지 못하고 있기 때문이다[표1].

그림 1. 추격하는 베를루스코니 (이탈리아 총선 지지율)



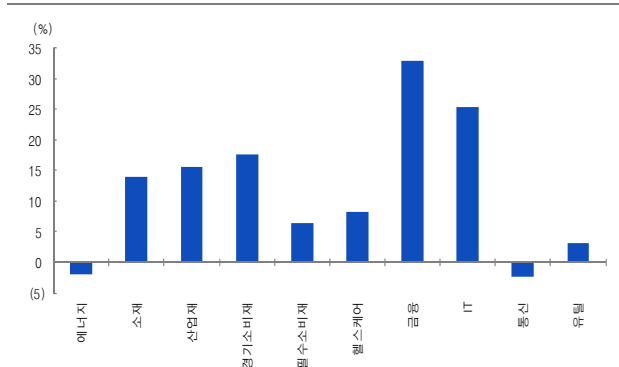
주: 최근 조사일: 2013년 2월 4일
자료: Wikipedia, 대신증권 리서치센터

그림 2. 1차 LTRO조기상환 결과 스페인, 독일 은행 주도



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 3. 2012.7.25~2.4일까지 유럽 업종별 수익률 -금융 주도



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 4. 유럽은행주 인덱스(유럽 스트레스지수 -95개은행)



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

[표 1] 유럽 주요은행 4분기 실적 발표 현황

	은행명	국가	발표일	4Q.11	3Q.12	4Q.12(예상)	4Q.12(발표)
1	도이치은행	독일	1.31	147.00	747.00	509.00	-2,167.00
2	방코 산탄데르	스페인	1.31	47.00	100.00	1,002.00	401.00
3	방코 빌바오 비스카야 아르헨타리아	스페인	2.1	-139.00	146.00	-473.50	20.00
4	방코 포폴라르 에스파뇰	스페인	2.1	75.61	75.58	-2,604.00	-2,712.19
5	코메르츠뱅크	독일	2.4	316.00	78.00	-288.00	-720.00
6	UBS	스위스	2.5	259.48	-1,804.73	-1,730.06	
7	방쿠 에스피리투 산투	포르투갈	2.5	-246.60	64.96	12.60	
8	크레디트 스위스	스위스	2.7	-518.14	211.05	849.97	
9	바클레이즈	영국	2.12	415.38	-351.03	686.57	
10	소시에테 제네랄	프랑스	2.13	100.00	85.00	446.75	
11	BNP 파리바	프랑스	2.14	765.00	1,324.00	1,301.00	
12	크레디아그리콜	프랑스	2.20	-3,067.00	-2,852.00	414.00	
13	로알 뱅크 오브 스코틀랜드	영국	2.28	-2,097.92	-1,747.58	-1,190.27	
14	로이드 बैं킹 그룹	영국	3.1	43.17	-476.04	-361.53	
15	HSBC 홀딩스	영국	3.4	1,752.34	1,997.43	5,363.05	
16	인테사 산파올로	이탈리아	3.5	-10,119.00	414.00	158.67	
17	우니크레디트	이탈리아	3.15	113.86	335.00	126.00	

주: 단위 백만유로

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

*이탈리아 선거(2.24~25일)

2.24일~25일 몬티총리의 사임에 의한 이탈리아 총선거가 열린다. 현재 판세는 민주연합(민주당 주도)이 선두를 유지하는 가운데 베를루스코니 전총리의 보수연합이 추격을 벌이고 있는 양상이다.

이번 총선거를 통해 하원 630명, 상원 315명의 의원을 선출하게 된다. 이탈리아는 정당명부식 비례대표제로 의원을 선출한다. 정당연합을 구성하고 총리후보자와 의원 후보자를 확정하면 유권자는 후보자가 아닌 정당에 투자하게 된다.

선거를 통해 최다 득표 정당에는 최소 55%(340석)의 의석을 배정해 안정적인 국정 운영을 보장하고 있다. 현재(2.4일) 지지율은 민주연합이 35.9%, 베를루스코니 전총리가 이끄는 보수연합이 27.9%, 몬티 전총리가 이끄는 중도연합이 14.6%를 기록하고 있다.

선두를 달리고 있는 민주연합의 총리 후보 베르사니의 정책을 보면 친유럽적 입장을 띠고 있다고 볼 수 있다. 재정통합 및 유럽통합에 적극적인 입장을 가지고 있으며 기존 몬티 노선에 지지입장을 표명하고 있다. 민주연합의 집권에 따른 불확실성은 크지 않다고 본다. 반면 정치불확실성이 커지는 경우는 2위를 달리는 보수연합이 집권하거나 지지율 격차가 좁혀져 박빙의 승부가 펼쳐지는 경우가 될 것이다. 베를루스코니는 재산세 폐지, 몬티의 긴축정책 반대를 내걸고 있어 재집권시 정책의 연속성 측면에서 불확실성에 직면할 가능성이 높다. 이탈리아에 대한 시장의 시각도 부정적으로 바뀔 수 있다.

그림 5. 이탈리아 정당연합 정책노선 및 지지율

연합(정당)	구성	총리 후보자	정책노선	지지율 (2.4일)
민주연합	민주당 등 4당	피에르 루이지 베르사니	몬티 노선 지지	35.9
우파연합	자유국민당 등 5당	실비오 베를루스 코니(전 총리)	몬티 긴축안 철회	27.9
중도연합	중도연맹 등 3당	마리오 몬티 (전 총리)	긴축안 이행에 적극적	14.6
Lega Nord 연합	Lega Nord 등 2당	플라비오 토시	거국내각 미참여 (현 야당)	
오성운동	오성운동	미정	반긴축노선	

자료: 언론종합, 대신증권 리서치센터

그림 6. 여론조사 1위 민주연합의 입장

이슈	베르사니의 입장
EU 통합 기본입장	위기 타결을 위해 유럽 통합을 가속할 필요가 있음
EU 재정통합	핵심 경제분야 부양 보장을 전제로 정부지출 관련 권한 상당 부분 EU에 양도 가능
이탈리아의 기존 재정협약	긴축정책에 대해 재협상할 의사는 없지만 점진적으로 긴축정책이 완화될 필요성은 있음 인프라와 혁신 프로젝트 투자 늘리기 위한 논의 원해
독일 입장	EU가 국가 예산을 컨트롤하게 하려는 독일 입장에 찬성하고 독일의 위기국 비판도 상당 부분 동의
유로존	몬티와 마찬가지로 발행에 찬성. 독일과의 대척점

자료: 언론종합, 대신증권 리서치센터

유럽 리스크에 대한 판단 (유동성을 중심으로)

유럽의 유동성 상황은 ECB의 국채매입조치(OMT)가 발동되지 않았음에도 불구하고 ECB의 적극적인 의지, 스페인 은행권에 대한 구제금융 투입등에 힘입어 양호한 모습을 보였다. 유럽발 유동성 확산을 주도한 것은 ECB에 예치된 유로존 은행 예금의 변화였다.

[그림7]은 ECB의 대차대조표를 나타낸 것이다.

ECB가 초단기 예금 금리를 제로로 인하한 2012년 7월 이후 유로존 은행이 ECB 부채계정에 맡겨둔 예금의 유출이 시작되었다. 1월 28일까지 총 8개월간 유로존 은행이 ECB에서 인출한 자금은 2,000억유로에 달한다. 인출된 자금은 대출, 은행 채 만기 대응, 자산투자에 사용되었을 것으로 추정된다.

[그림8]은 일간단위의 ECB예금의 유출 플로우를 나타낸 것이다. 현재까지 유럽의 유동성 흐름은 양호하다.

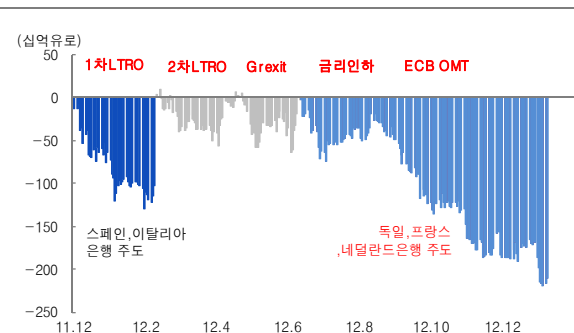
그림 7. ECB 대차대조표 : 예금인출(유동성공급) 지속

ECB 대차대조표 변화	2012.07.06	2013.1.25	증감
TOTAL LIABILITIES	3085.0	2928.8	-156.2
화폐발행 잔액	897.5	881.9	-15.6
예금(역내 금융기관에 대한 부채)	1100.6	895.6	-205.0
Current accounts (min reserve system)	91.8	479.5	387.7
Deposit facility	795.2	207.2	-588.0
Fixed-term deposits	210.5	208.5	-2.0
Fine-tuning reverse operations	0.0	0.0	0.0
Deposits related to margin calls	3.1	0.4	-2.7

주: 단위 10억유로

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 8. 유로존은행의 ECB 예금계정 자금인출 플로우



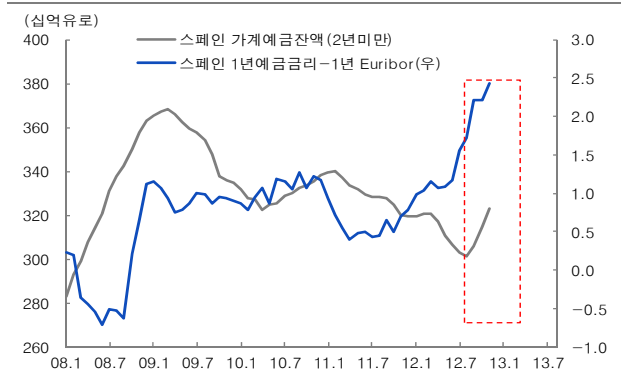
자료: WSEn, 대신증권 리서치센터

*스페인 상황(은행위기로 확산 여부)

스페인 은행상황은 유럽위기를 판단하는 중요한 기준이다.

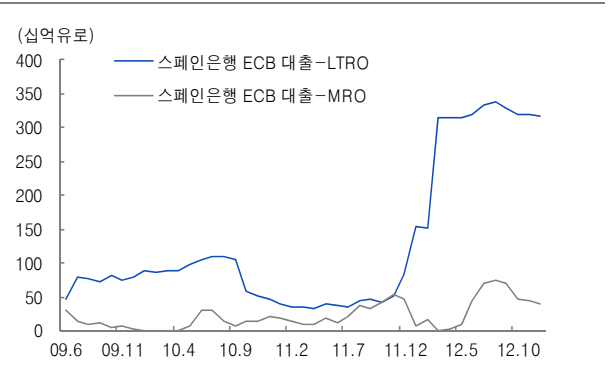
2012년 상반기 뱅크런 위기까지 몰렸던 스페인 은행의 유동성 상황은 최악의 국면을 벗어나 점진적으로 개선되고 있다. 8월을 저점으로 스페인 은행 예금 잔액이 증가하면서 뱅크런 우려가 줄었고[그림9], ECB 긴급 대출에 대한 의존도도 낮아지고 있다[그림10]. 이는 예금증가와 함께 은행간 자금시장의 경색이 풀리고 있음을 의미한다.

그림 9. 스페인 예금 잔액 증가



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 10. 스페인 은행, ECB 대출 의존도 하락



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

*LTRO의 조기상환, 긍정적효과가 더 커

1월 30일부터 2011년 12월 21일 실시된 1차 LTRO에 대한 조기상환이 시작되었다. 대출은행은 주간 단위로 언제라도 조기상환이 가능하다. 2월 25일 부터는 2011년 2월 29일 실시된 2차 LTRO 조기상환이 시작된다.

1월 30일부터 시작된 1주차에는 예상보다 많은 1373억유로가 상환되었다. 2주차는 예상보다 적은 34.8억유로가 상환되었다. 1차 LTRO자금 4890억유로 중 29%규모인 1408억유로가 조기상환 된 것이다.

1차 LTRO 금액의 70%이상을 이탈리아, 스페인등 남유럽국가가 받아갔기 때문에 남유럽 은행의 조기상환 규모가 큰 것으로 평가할 수 있다. 블룸버그 자료에 따르면 스페인 은행이 약 400억유로를 조기상환 했고, 독일 코메르츠는 100억유로를 상환했다고 공시했다. 나머지는 이탈리아, 프랑스 은행의 조기상환이 있었던 것으로 보인다[그림11].

조기상환에 대해 긍정과 부정의 시각이 모두 존재한다. 부정적 시각은 2011년 초 ECB의 금리인상 처럼 ‘조기상환’ 조치가 또 다른 위기의 출발점이 될 수 있다는 우려에 근거한다.

그러나 현재 진행되는 LTRO 조기상환을 부정적으로 볼 필요는 없다. 오히려 긍정적 측면이 많다고 생각한다.

우선 상환된 자금의 성격을 보자.

1주차 조기상환 자금 1373억유로는 대부분 ECB계정에 예치된 유로존 예금에서 인출된 것으로 보인다[그림12]. 이 자금은 2012년 7월 이후 유로존은행에 의해 인출된 자금(2,000억)과 달리 ECB 계정에 머물면서 위험보다는 안전을 선택했던 자금이라 볼 수 있다. 어차피 이 자금은 유동성 공급원 보다는 예비적 성격이 강했기 때문에 유동성 여력에는 큰 변화가 없다.

두번째, 이들 자금이 조기상환을 선택한 이유는 최근 유로존 은행간 자금시장이 정상화되어 자금조달 위험이 크게 줄었기 때문이다. 역마진이 발생하는 예금에 더 이상 머물 필요가 없어졌기 때문이다.

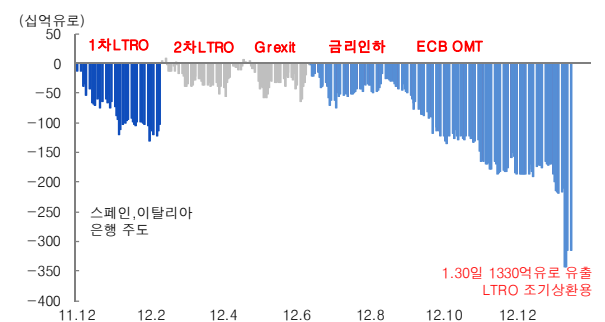
결국 조기상환은 유로존 자금조달 시장의 안정을 상징하는 것으로 볼 수 있으며 유동성 축소 우려도 자금의 성격을 감안하면 염려할 수준은 아니다. 아직 ECB 예금계정에는 과거 평균수준 감안시 약 2500억원의 유동성 대기 자금이 남아있다.

그림 11. ECB의 초단기 예금 정상화

국가별 상환 금액	1 차 LTRO 상환금액 (십억유로)
1 주차 LTRO 총 상환 금액	137.0
스페인	39.8
Santander	24.0
BBVA	8.0
CaixaBank	4.5
Banco Popular Espanol	1.3
Banco de Sabadell SA	1.5
Bankinter	0.5
포르투갈	1.0
Banco Comercial Portugues SA	1.0
독일	10.0
Commerzbank	10.0
기타 (이탈리아, 프랑스 등)	86.2

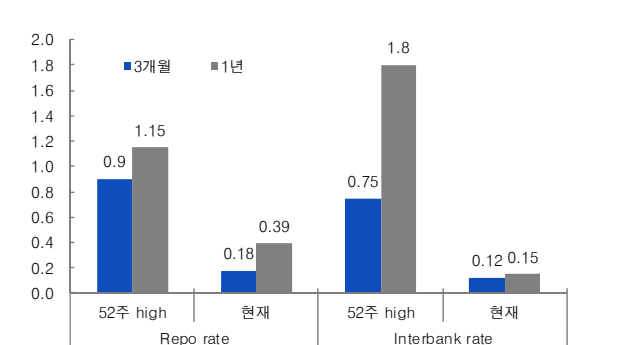
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 12. 1.30일 ECB 부채계정 유로존 예금에서 1330억유로 인출. LTRO 조기상환용으로 추정



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 13. 조기상환의 이유 : 역마진(0.75%), 은행간 금리 안정



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 14. ECB 경상예금 유동성은 아직 풍부 2500억유로 여력



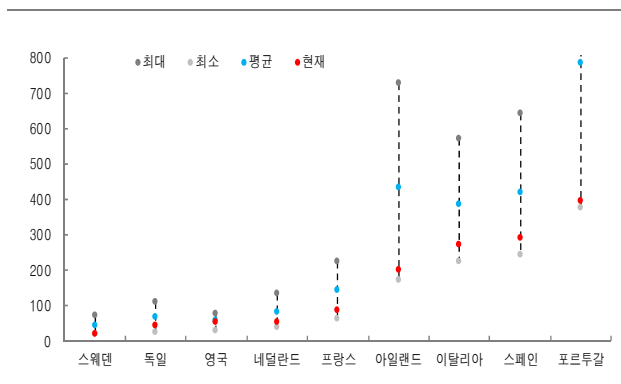
자료: ECB, 대신증권 리서치센터

유럽의 리스크 지표는 안정적

아래 그림처럼 유럽의 리스크 지표는 안정되어 있다. CDS와 국채수익률은 평균이하의 낮은 수준에 머물러 있고, 자금시장 상황을 보여주는 리보-OIS스프레드도 안정된 모습을 보이고 있다. 또한 2012년 하반기 이후 나타난 긍정적인 변화 (은행간 금리시장 정상화, 스페인 은행 유동성 개선)도 지속되고 있다.

유럽리스크에 대한 주의가 필요하지만 경계 이상의 과도한 비관은 바람직하지 않다.

그림 15. 유로존 CDS 5년물 현재 수준



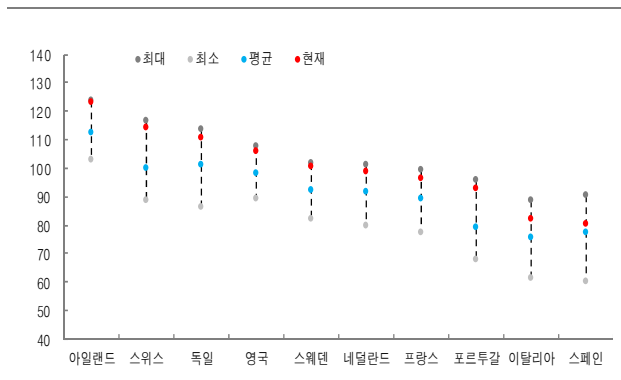
주: 1년 평균, 최저, 최고, 현재
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 16. 유로존 국채10년물 수익률 현재 수준



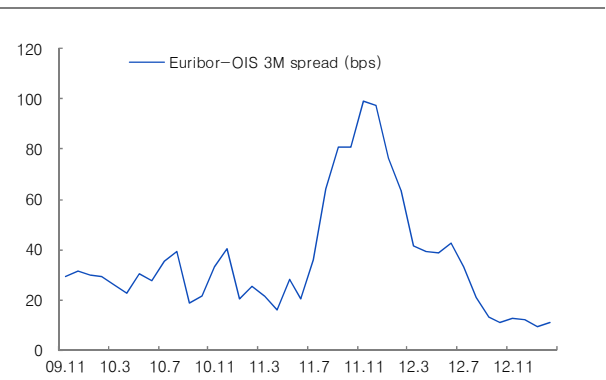
주: 1년 평균, 최저, 최고, 현재
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 17. 유로존 주가 현재 수준



주: 1년 평균, 최저, 최고, 현재
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 18. 리보-OIS스프레드 안정(자금시장 상황)



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

▶ 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 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.