



단기 불확실성 있지만, 매수 기회로 활용해야

Why This Report

이탈리아 총선 이후 정치적 불확실성이 높아져 이탈리아 국채금리가 급등했고, 미국 자동 재정지출 삭감(시퀘스터) 발동 시기가 2일 앞으로 다가왔지만, 시장은 크게 동요하지 않는 모습입니다. 단순히 정치적인 문제는 결국 해결된다는 학습효과 때문일까요? 금일 자료에서는 시퀘스터와 이탈리아 총선을 중심으로 향후 전망에 대해 살펴보았습니다.

시퀘스터 2월내 합의 가능성 남아 있어

- 베스트 시나리오는 연초 재정절벽을 피하기 위한 법안에 양당이 합의했던 것처럼 2월 안에 상원 민주당이 법안을 내놓으면, 이에 대해 하원이 당론과 관계 없이 소신 투표를 진행하는 것

시퀘스터 일시 적용 후 대체 또는 축소 가능성 높아져, 3월 27일이 중요한 데드라인

- 공화당이 2월에 시퀘스터 문제를 해결하지 않고, 문제 해결을 미룰 수 있는 이유 3가지: 1) 3월을 넘기더라도 3월 중에 타협안에 합의한다면, 실물경제 영향 제한적, 2) 새 예산안(3월 27일까지 합의 실패 시 정부 폐쇄)을 협상 수단으로 이용하기 위해 시퀘스터 문제 해결을 의도적으로 3월로 연기 가능, 3) 보수 지지층 결집
- 내년 중간선거(상하원 선거) 앞두고 있어 공화당도 경기회복에 타격을 주는 것은 원하지 않을 것이기 때문에 늦어도 3월 중에는 시퀘스터를 대체하거나 축소하는 법안에 합의가 이루어질 전망, 경기에 미치는 부정적인 영향도 제한적

이탈리아 대연정 합의되면, 국채금리 안정될 전망

- 3월 15일 새 의회가 소집될 예정이며, 이후 연립정부 구성에 대한 공식적인 논의가 이루어져 3월 말까지는 정부 구성이 이루어질 예정
- 베를루스코니가 재선거를 피하기 위해 다른 정당과 연합해 대연정을 구성하는 것을 원하고 있어 연립정부 구성될 가능성 높아
- 베르사니와 베를루스코니가 연립정부를 구성하게 되면, 독일에 긴축완화를 요구할 것으로 예상되는데 경기침체가 심화되고 있는 프랑스도 이탈리아를 지지할 것. 긴축완화, 금융완화 등 이루어진다면 유로존 경기회복 빨라질 수 있어

버냉키 연준 의장, 완화된 통화정책 유지 재확인

- QE3와 관련해 고용시장이 상당히 개선될 때까지 자산 매입을 지속하겠다고 밝혀 당분간 QE 지속 시사
- QE를 통한 성장 촉진과 고용증가, 재정적자 축소 등의 효용이 비용을 초과

단기 불확실성 남아 있지만, 매수 기회로 활용해야

- 시퀘스터 문제는 늦어도 3월 27일 이전에는 해결될 전망, 이탈리아는 대연정 가능성 높아
- 연준의 개방형 QE로 인해 시장은 호재에 민감하고, 악재에는 둔감해져

이탈리아 총선 결과, 정치적 불확실성이 높아져 이탈리아 국채금리가 급등했고, 미국 정부 재정 지출 자동삭감(시퀘스터) 발동 시기가 2일 앞으로 다가왔지만, 시장은 크게 동요하지 않는 모습이다.

단순히 정치적인 문제는 결국 해결된다는 학습효과 때문일까? 금일 자료에서는 시퀘스터와 이탈리아 총선을 중심으로 향후 전망과 증시 영향에 대해 살펴보고자 한다.

시퀘스터 2월내 합의 가능성 남아 있어

자동지출삭감(Sequester) 발동이 이틀 앞으로 다가왔지만, 아직도 양당은 서로를 비방할 뿐 이를 해결하기 위한 논의를 서두르지 않고 있는 모습이다. 지난해 말 재정절벽을 앞두고 양당이 연 말 휴가도 반납하고 끊임없는 논의를 한 것과는 대조적이다.

시퀘스터가 임박했지만, 정치권이 서두르지 않고 금융시장의 긴장감이 고조되지 않는 것은 여전히 2월내 합의 가능성이 남아 있고, 3월을 넘기더라도 양당이 시퀘스터를 대체할 법안에 곧 합의할 것이라는 기대감이 형성되고 있기 때문으로 보인다.

그리고, 재정절벽은 규모가 6천억 달러로 현실화될 경우 미국이 경기침체에 빠질 수도 있다는 우려가 컸었지만, 올해 적용될 자동지출삭감 규모는 850억 달러로 미국 연간 예산의 한 달분도 채 되지 않아 상황이 긴박하지 않은 모습이다.

베이너 공화당 하원의장은 민주당이 다수인 상원이 먼저 해결책을 내놓으면, 검토할 의향이 있다고 밝혔다. 따라서, 최상의 시나리오는 연초 재정절벽을 피하기 위한 법안에 합의했던 것처럼 상원 민주당이 법안을 내놓으면, 이에 대해 하원이 당론과 관계 없이 소신 투표를 하는 것이다.

시퀘스터 적용되더라도 대체 또는 축소 가능성 높아져, 3월 27일이 중요한 데드라인

막판 극적인 타협을 통해 시퀘스터를 대체할 수 있는 재정적자 감축안을 마련하거나, 시퀘스터 적용 시기를 연기할 가능성도 여전히 남아 있지만, 현재 분위기를 보면 일시적으로 시퀘스터가 적용될 가능성이 점차 높아지고 있다.

공화당이 2월에 시퀘스터 문제를 해결하지 않고, 문제 해결을 미룰 수 있는 이유는 다음 3가지 정도를 들 수 있다.

첫째, 시퀘스터가 3월1일 발동되더라도 공무원 무급 휴가 등이 시행되기까지는 시간이 걸리기 때문에 그 전에 의회가 타협안에 합의한다면 실물경제에 미치는 충격은 제한적이다.

둘째, 공화당은 새 예산안(3월 27일까지 합의 실패 시 정부 폐쇄)을 협상 수단으로 이용하기 위해 시퀘스터 문제 해결을 의도적으로 3월로 연기할 수도 있다. 3월 27일 연속예산법(임시예산안)의 효력이 만료되는데, 새로운 예산안에 대한 합의 실패는 정부 폐쇄(Government

주식시장 투자전략

Shutdown)를 의미하기 때문에 그 전에 새로운 예산안에 대한 양당의 합의가 이루어져야 한다. 그런데, 예산안에 대한 합의가 이루어지기 위해서는 그 전에 정부지출을 포함하는 시퀘스터 문제가 먼저 해결되어야 하기 때문에 시퀘스터를 대체할 법안을 논의할 시간도 한 달 가까이 남은 셈이다.

셋째, 보수 지지층의 결집을 위해서다. 자동지출삭감은 100% 정부지출 축소로만 구성되어 있는데, 이것을 부유층 세금인상을 포함하는 안으로 대체할 경우 공화당은 지지층으로부터 또 한번 비난을 받게 될 수 있다. 따라서, 공화당은 그들의 지지층에 최선을 다해 싸웠다는 인상을 주기 위해서 부유층 세금인상이 포함된 대체안에 합의하기 보다는 시퀘스터가 예정대로 적용되는 것을 선호하고 있다.

협상의 가장 큰 걸림돌은 세금인상 문제이다. 오바마 대통령과 민주당은 세수확대와 지출축소 비율을 1대1로 가져가기 위해 버핏세 등 부유층의 추가적인 세금인상을 요구하고 있지만, 연초에 이미 부유층 세금인상을 양보한 공화당은 추가적인 세금인상에는 합의할 수 없다는 입장이다.

그러나, 내년 중간선거(상하원 선거)를 앞두고 있어 공화당도 경기회복에 타격을 주는 것은 원하지 않을 것이기 때문에 3월 중에는 시퀘스터를 대체하거나 축소하는 법안에 합의가 이루어질 것으로 예상되고 경기에 미치는 부정적인 영향도 제한적일 것이다. 오바마 대통령과 민주당 측은 공화당이 요구하는 복지삭감을 이미 받아들였기 때문에 공화당이 부유층에 대한 세계개혁만 받아들이면 쉽게 합의가 이루어질 것으로 예상된다.

시퀘스터가 미국 경제에 미치는 영향이 0.6%P 정도 된다고 하지만, 시퀘스터를 대체하거나 축소하는 법안이 3월 중 나온다면 실제 경제에 미치는 영향은 이보다 훨씬 작을 것이다. 시퀘스터의 발동이 일시적이고, 이후 새로운 재정건축안에 합의가 이루어질 것이라는 점을 가정하면, 올해 미국 성장률은 2% 정도를 기록할 것으로 전망한다.

연속예산법(Continuing Resolution) 3월 27일까지 효력 발생, 그 전까지 미 의회는 새 예산안 합의해야

연속예산법(CR)	새로운 회계연도(10월 1일)가 시작될 때까지 일반 예산안이 의결되지 못한 경우, 정부기관이 예산안이 의결될 때까지 계속 자금을 집행 가능하도록 하는 임시적인 예산 법안
FY2013 연속예산법 통과 시기	2012년 9월 (상하원 통과, 오바마 대통령 서명)
FY2013 연속예산법 효력 기간	2012년 10월 1일~2013년 3월 27일
연속예산법 장점	- 대통령과 정당 또는 정당 간의 갈등, 선거 등으로 인해 예산결정이 미뤄지는 경우 연속예산법을 일단 통과시켜 어려운 예산 결정을 위한 시간을 벌기 위해 사용 - 정부기관은 정기예산안이 통과되기 전이라도 연속예산법의 효력 기간 동안 지출 가능
연속예산법 단점	특정 정당이 협상 수단으로 이용 할 수 있으며, 새로운 예산안에 대한 합의가 실패할 경우 복지, 공무원 임금 체불 등 비핵심 정부 기능 작동 중단

자료: 동양증권 리서치센터

시퀘스터 반영한 성장률이 올해 1.4%(CBO 전망), 시퀘스터 온전히 반영되더라도 충격 크지 않아

	추정치	전망치		연평균 증가율	
	2012	2013	2014	2015~2018	2019~2023
실질 GDP 성장률	1.9	1.4	3.4	3.6	2.2
Inflation					
PCE 물가지수	1.5	1.3	1.8	1.9	2
Core PCE 물가지수	1.5	1.5	1.9	2	2
CPI	1.9	1.5	2	2.2	2.3
Core CPI	1.9	1.8	2	2.2	2.3
실업률	7.8	8	7.6	5.5	5.2
금리 (10년물 국제금리)	1.8	2.1	2.7	4.5	5.2

자료: 미의회예산국, 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

이탈리아 대연정 합의되면, 국채금리 안정될 전망

이탈리아 총선 결과, 베를루스코니(중도우파)와 그릴로(5성운동)의 선전으로 정부 구성이 불확실해지면서 금융시장의 변동성이 커졌다. 베르사니가 이끄는 중도좌파 연합이 하원 득표율에서 1위를 차지해 과반수를 확보했지만, 상원의 경우 베를루스코니나 그릴로와 연합해야만 과반수를 확보할 수 있게 되었다.

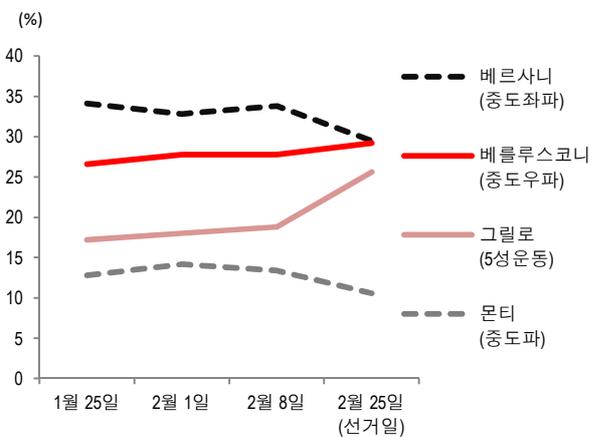
이번 선거 결과는 2011년 11월 이후 긴축과 세금인상 등 개혁을 추진한 몬티 전 총리의 패배, 그리고, 긴축과 독일에 대한 반감을 이용한 진영(베를루스코니, 그릴로)의 승리로 볼 수 있다.

경기침체와 높은 실업률로 인해 긴축에 대한 반감과 포퓰리즘 성격의 공약이 유권자들의 표심에 상당한 영향을 주었다. 특히 5성운동(Five Star Movement) 당을 이끄는 개그맨 출신의 유로존 회의론자인 베페 그릴로는 기존 정치권의 부패를 비판하고 이탈리아 채무와 이자에 대한 재협상, 유로존 이탈 등에 대한 국민투표 등을 주장해 득표율이 25.6%로 단일당 기준으로는 1위를 차지하는 기염을 토했다.

3월 15일 새 의회가 소집될 예정이며, 이후 연립정부 구성에 대한 공식적인 논의가 이루어져 3월 말까지는 정부 구성이 이루어질 예정이다. 정부 구성에 실패할 경우, 4월 15일 대통령 선거가 예정되어 있어 그 이후에 재선거가 가능하다.

선거 결과가 금융시장에 부정적이지만, 다행인 점은 베를루스코니가 재선거를 피하기 위해 다른 정당과 연합해 대연정을 구성하는 것을 원하고 있어 정부 구성이 이루어질 가능성이 높다는 점이다. 재선거는 가파른 상승세를 타고 있는 그릴로의 입지만 더 강화시킬 수 있기 때문에 베르사니와 베를루스코니는 연립정부 구성을 선택할 것으로 예상된다.

이탈리아 총선 결과, 긴축 지지 세력(몬티, 베르사니)의 완패



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터
 주: 선거일 결과는 하원 득표율 기준, 선거 이전은 여론조사 결과

대연정 구성되면, 독일 국채 대비 스프레드 300bp 이내로 안정될 전망



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

베를루스코니는 지난 1년여 간의 긴축 정책으로 선거에서 대패한 몬티를 정부 구성에서 배제할 계획이고, 그릴로를 재선거를 원하고 있어 그릴로와 몬티는 대연정에 참여하지 않을 가능성이 현재로선 높다.

베르사니와 베를루스코니가 연립정부를 구성하게 되면, 독일에 긴축완화를 요구할 것으로 예상되는데 경기침체가 심화되고 있는 프랑스로도 이탈리아를 지지할 것으로 보인다. 독일과 이탈리아 간에 갈등이 고조될 경우, 독일이 긴축을 이행하지 않는 국가는 OMT 프로그램 대상에서 제외시키겠다고 엄포를 놓는 상황으로 가는 비관적인 시나리오도 배제할 수는 없지만, 이보다는 유로존 세 번째 경제대국이라는 위상 때문에 독일도 어느 정도 양보할 수 밖에 없을 것으로 예상한다.

만일 독일의 양보로 긴축완화, 금융완화 등이 이루어진다면 유로존 경기회복이 빨리질 수 있기 때문에 이탈리아가 정부 구성에만 성공한다면 이번 선거 결과가 유로존과 글로벌 경제에 반드시 나쁜 결과라고만 볼 수는 없을 것이다.

버냉키 연준 의장, 완화된 통화정책 유지 재확인

26일(현지시간) 버냉키 의장은 상원은행위원회에서 열린 반기 통화정책 증언에서 QE3의 효용이 비용보다 크기 때문에 당분간 자산매입을 지속할 것이라는 입장을 밝혀 QE3 조기 종료에 대한 우려를 해소시켰다.

버냉키 의장의 준비된 발언과 Q&A 중 주요 포인트는 다음 세 가지이다.

첫째, 버냉키 의장은 QE3와 관련해 고용시장이 상당히 개선될 때까지 자산 매입을 지속하겠다고 밝혀 당분간 QE를 지속할 것임을 시사했다. 버냉키 의장의 발언은 지난 1월 FOMC 내용에 비하면 상당히 비둘기파 성향이 강한 발언이다. 지난 1월 FOMC 의사록에 의하면, 다수(a number of)의 위원들이 자산매입의 효용, 비용, 리스크 등을 지속적으로 평가해 고용시장이 상당히 개선되기 전이라도 QE를 축소하거나 중단할 수 있다는 견해를 가진 것으로 나타났었고 이로 인해 시장의 QE3 조기 중단 우려가 커진 바 있다.

둘째, QE의 비용과 관련해 버냉키 의장은 QE를 통한 성장 촉진과 고용증가, 재정적자 축소 등의 효용이 비용을 초과한다고 발언했다. 즉, 글로벌 금융위기 극복을 위해 연준이 실시한 3차례의 양적완화로 발생하는 리스크(국채금리 상승 시, 시가 평가로 인한 손실)는 고용증가와 성장 촉진의 효용에 비하면 크지 않다는 것이다.

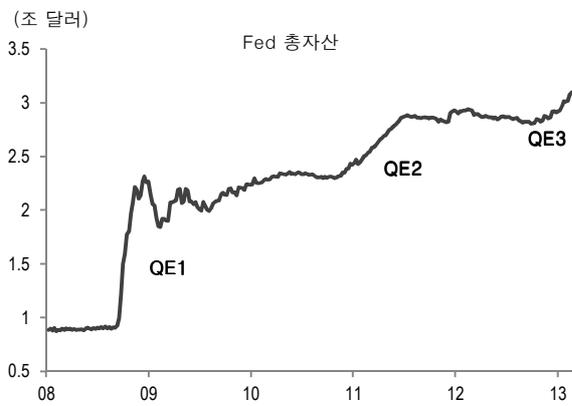
셋째, 장기 저금리 정책에 따른 금융시장의 불균형에 대한 우려에 대해서도 위험 선호로 인한 잠재적인 비용(자산버블 가능성을 의미)보다 강한 경제성장과 고용증가에 따른 효익이 더 크다

주식시장 투자전략

는 입장을 보였다.

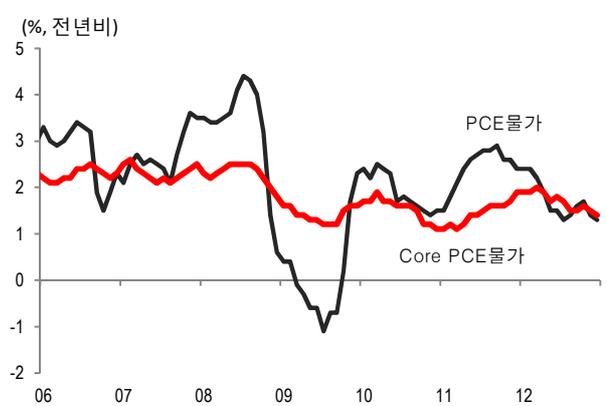
최근 미국 의회(공화당)와 Fed 내부에서 QE의 비용과 부작용을 우려하는 목소리가 커지면서, 시장의 QE3 조기 종료에 대한 우려도 커졌었다. 그런데, 이번 의회 증언에서 버냉키 의장이 이 부분에 대한 우려를 크게 완화시켰다고 판단된다.

버냉키는 자신증가로 인한 잠재손실보다 경기회복, 고용증가로 인한 효용이 더 크다는 입장. 당분간 QE3 지속될 전망



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

미국 물가 안정, QE3에 따른 인플레이 부작용 우려할 단계 아니야



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

단기 불확실성 남아 있지만, 매수 기회로 활용해야

시퀘스터, 이탈리아 정치적 불확실성에도 불구하고 글로벌 증시가 크게 동요하지 않는 것은 정치적 문제는 결국 해결된다는 학습효과 영향도 있겠지만, 시퀘스터는 사실상 3월 27일이 본격적인 테드라인이 될 것으로 보여 시간적 여유가 남아 있고, 이탈리아 정치 불확실성은 대연정 구성을 통해 해결될 것이라는 시장의 낙관적 기대감이 반영된 결과라고 판단된다.

시퀘스터에 대한 해결책이 2월 중에 나올 수도 있지만, 3월을 넘기더라도 당장 큰 충격이 오는 것은 아니고, 공화당이 협상을 유리하게 끌고 가기 위해 3월 27일까지 시퀘스터에 대한 해결책과 새로운 예산안을 패키지 형태로 논의할 가능성이 높아지고 있다.

우리는 정부 폐쇄를 피하기 위해서는 3월 27일 이전에 양당이 새로운 예산안에 합의해야 하기 때문에 그 전에 시퀘스터 문제를 해결하는 협상안이 마련될 것으로 예상한다.

이탈리아 선거 결과에 따른 정치적 불확실성도 불안 요인이지만, 재선거 가능성보다는 베르사니와 베를루스코니가 연합해 대연정을 구성할 가능성이 높다고 판단된다. 일단, 정부 구성이 이루어지면, 정치적 불확실성은 빠르게 진정될 것이다.

그리고, 의회 증언에서 버냉키 의장이 QE3의 효용이 더 크기 때문에 고용시장이 상당히 회복되

주식시장 투자전략

기 전까지 QE3를 지속하겠다고 시사해 QE3 조기 중단에 대한 우려가 해소돼 이탈리아 정치 불확실성과 미국 재정긴축이 금융시장에 미치는 부정적인 영향을 제한할 것으로 예상된다. 개방형 QE 로 인해 시장은 호재에 민감하게 반응하는 반면, 악재에는 둔감해져 가고 있다. 경기가 악화되면 연준이 QE 시기를 연장하고 자산매입 규모도 늘릴 수 있기 때문이다.

단기적으로 불확실성은 남아 있지만 문제가 잘 해결될 것으로 예상되고, 연준이 개방형 QE 를 통해 경기하방을 지지해지고 있기 때문에 정치적 불확실성을 주식 매수의 기회로 활용할 필요가 있다.