

經濟文庫

2013. 03. 06

Issue Report

Economist
임동민
3771_9113
dmlim2337@iprovest.com

이탈리아 정치공백에도 국채수요는 건조할 전망

이탈리아 정치공백은 짧으면 한달, 길면 가을까지 지속될 수 있다. 그 때까지 금융시장에서 가장 중요한 변수는 이탈리아 국채시장이다. 다만 2월 총선 이후 즉각 시행된 국채입찰은 무난히 소화됐다. 이탈리아 국채수요는 자국 금융권에 의해 지지되고, 이 유동성의 원천은 ECB에 의해 제공되고 있다. 이러한 ECB의 간접적인 재정지원 효과는 앞으로도 이어질 전망이다. 이탈리아 관련 리스크 지표를 주목하되, 파국을 선반영할 필요성은 적다.

이탈리아 정치공백은 짧으면 한달, 길면 가을까지 지속

- 이탈리아 선거 이후 공식일정은 3/15 상원의장 선출에서 시작된다. 일단 민주당 주도로 연정을 구성하게 되는데, 통상적으로 3~4주가 소요된다. 연정구성이 실패하면, 신임 대통령 선출과정을 거쳐 5월 이후에야 재선거 일정이 잡히게 된다. 재선거 운동기간, 선거실시, 의회 및 내각구성 일정을 감안하면 가을까지도 정치공백 기간이 예상된다.

ECB 유동성 지원을 받은 역내 금융권 선택은 자국국채 매입

- 이탈리아 정치공백 동안 경제적으로는 역시 이탈리아 국채시장 변동이 가장 중요하다. 2012년 하반기 이후 이탈리아 국채의 민간투자는 크게 늘어났는데, 이는 ECB의 유동성 지원을 받은 이탈리아 금융권 역할이 크며, 현재로서도 이들의 유일한 선택은 자국 국채매입 뿐이다. 향후에도 ECB의 간접적인 재정지원 효과가 지속될 전망이다.

이탈리아 국채수요 건조할 전망, 금융시장 반응 모니터링 정도가 요구

- 2월 말 이탈리아 조기총선 이후 즉각 시행된 국채입찰은 예상보다 원활하게 소화됐다. 3월에도 이탈리아 장단기 국채발행이 예정되어 있는데, 국채평가에 대한 대표 가늠자라는 점에서 중요하다. 우리는 이탈리아 금융권의 국채수요는 건조할 것으로 예상한다. 이탈리아 국채 및 CDS 가격을 주시하되, 파국상황을 미리 반영할 필요성은 크지 않다.

| Compliance Notice |

이 자료에 게재된 내용은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며, 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사항목은 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에게 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.

Contents

www.iprovest.com

- 3 이탈리아 정치공백, 길면 가을까지 지속
- 4 이탈리아 정치일정 Q&A
- 5 정치공백 기간 동안 주목할 변수는 이탈리아 국채수요
- 7 ECB의 은행지원 통한 간접적인 재정지원 효과 지속
- 8 이탈리아 국채보유 상위 금융회사 리스트
- 9 이탈리아 국채수요, 의외로 견조할 전망

이탈리아 정치공백, 길면 가을까지 지속

이탈리아 재정위험을 재차 부각시킨 2월 총선 결과

이탈리아 정치불안은 경제적으로도 심대한 타격을 줄 수 있는 사안이다. 2011년 이후 유로는 그리스, 아일랜드, 포르투갈의 잇따른 구제금융 신청과 스페인, 이탈리아 재정 및 은행위기가 반복적인 시스템 우려로 작용하고 있다. 다만 2012년 7월 마리오 드라 이 ECB 총재의 유로 존 및 유로화에 대한 강력한 지지발언 이후 ESM과 연계된 OMT 가 재정위기에 대한 신뢰감 있는 방화벽으로 작용하면서 금융시장 신뢰가 복원되었다.

다만 ESM을 통한 OMT는 EU 재정협약 준수를 골자로 한, 즉 재정긴축 정책이 전제된 상황에서 회원국의 국제매입을 실시할 수 있다. 즉, 재정긴축 노력이 폐기된 경우에는 애써 마련된 ECB의 재정위기 방화벽이 작용하지 않는 것이다.

이탈리아 총선결과는 금융, 경제적으로 심대한 타격을 줄 수 있는 결정이 정치적으로 단행될 위험을 부상시켰다. 그 동안 이탈리아 재정개혁을 단행해온 몬티의 중도연합 지지율이 최하위로 추락했기 때문이다. 더욱이 제1당인 그나마 몬티 내각의 재정정책을 지속할 민주당에 대한 지지율도 겨우 30%에 남짓에 불과한 것으로 나타났다.

도표 1. 이탈리아 총선결과. 현실적으로 연정구성 어려움

정당	당수	하원 의석		상원 의석	
		의석수	득표율	의석수	득표율
민주당	베르사니	340	29.5	113	31.6
자유국민당	베를루스코니	124	29.2	116	30.7
오성운동	그릴로	108	25.6	54	23.8
중도연합	몬티	45		18	9.1
과반 의석		315		158	

자료: 언론보도, 교보증권 리서치센터

정치공백. 짧아야 한 달, 길면 가을까지 지속

재정개혁에 대한 불만표출을 확인한 것과 더불어, 실질적인 정부구성이 어렵다는 것은 현실적인 불확실성이다. 일단은 민주당이 연정구성의 주도권을 갖고 있다. 그러나 상원에서 과반의석을 확보하기 위해서는 자유국민당, 혹은 오성 운동과의 연정구성이 필요한데, 이는 현실적으로 불가능한 조합이다. 따라서 재총선 상황이 유력하다.

이탈리아가 정치불안은 짧게는 한달, 길게는 올해 가을까지 지속될 수 있다. 민주당이 연정을 구성한다 하더라도, 정당 및 대통령과 협의 및 실제적 구성까지는 3~4주가 소요될 전망이다. 연정구성이 실패하면 일정이 좀 더 복잡하다. 연정구성 실패 시 대통령이 과도정부를 임명하고 재총선 일정을 잡게 된다. 그런데 현재 이탈리아 대통령 임기가 5월 15일이므로 대통령 선거도 다시 치뤄야 하기 때문이다. 결론적으로 5월 이후 재총선 일정이 잡히고, 선거운동 기간을 감안하면 여름 이후에나 가능하다.

이탈리아 정치일정 Q&A

이탈리아 정치일정 Q&A를 제시한다. 현재 상황은 의회의 연정구성이 어려울 뿐만 아니라 대통령 임기만료도 중첩되어 있다. 가장 짧은 경로는 3월 15일 이후 연정구성이 빠르게 진행되는 경우인데, 이 기간 역시 통상 3~4주가 소요됐다. 연정구성이 실패하면 신임대통령 선출, 재총선 일정확정 등의 추가적인 과정이 소요된다.

1) 현재 상황은? 이탈리아의 새로운 의회는 3월 15까지는 공식일정이 없음. 그 동안 정당간 연정구성을 위한 비공식적인 논의 진행

2) 신임 총리 선임까지 소요되는 시간은? 약 한 달

3) 새로운 의회가 하는 일은? 3월 15일 이후 상원의장 선출. 약 3~4일 소요

4) 신임 총리는 어떻게 지명되는가? 대통령 주재로 정당리더간 회의로 정부구성 (상하원 동시 과반의석 확보 필요). 정부구성 실패 시 대통령은 과도정부를 지명하거나 재선거를 요청할 수 있음. 상하원 동시과반 의석확보 시, 신임총리는 10일 이내에 내각을 구성할 수 있음

5) 신임 대통령은 언제 선출되는가? Giorgio Napolitano 현재 이탈리아 대통령 임기는 5월 15일에 종료. 이탈리아 의회는 4월 15일 이전까지 신임 대통령을 선출하기 위해 회동해야 함. 대통령 선거는 총 4회 실시. 3회까지는 선거인단의 2/3 동의를 필요. 4회 선거 시에는 절대다수 득표자가 대통령에 당선

6) 선거결과 이후 정국방향은? 일단 하원에서 승리한 민주당의 Pier Luigi Bersani가 정부구성 권한을 가짐. 그러나 현재 정국구도 하에서는 연정구성 성공여부는 불확실

7) 재선거 일정은? 신임 대통령이 선출되는 5월 이후에 결정

8) 현재 이탈리아 대통령의 권한은? 군 통수권, 총리 지명권 및 위헌소지가 있는 법률에 대한 거부권 행사

정치공백 기간 동안 주목할 변수는 이탈리아 국제수요

정치공백 기간 동안 주목할 변수는 단연 국제시장 반응

이탈리아 정치공백 기간 동안 주목할 변수는 단연 이탈리아 국제시장의 변화이다. 우선적으로는 이탈리아 신용등급에 대한 각사의 평가이다. 일단 2012년까지 이탈리아 신용등급을 A (S&P 기준) 이하로 하향한 Moody's와 S&P는 이번 선거결과로 인한 등급변경은 없음을 밝혔다. 다만 이탈리아 차기정권의 재정개혁 의지 및 금융시장에서 자금조달 여건이 중요하다는 원론적 입장을 밝혔을 뿐이다.

Fitch가 이번 선거결과가 신용등급에 부정적일 수 있다는 의견을 제시했다. 그러나 Fitch는 Moody's 및 S&P 대비 한 단계 높은 신용등급을 제시하고 있다는 점에서 등급하향 가능성을 검토하는 것은 당연한 과정이다.

도표 2. 이탈리아 국가신용등급 강등우려는 존재. 다만 단기적으로 현실화되지 않을 전망

	Moody's	S&P	Fitch
2011 년	Aa2 → A2	A+ → A	AA- → A+
2012 년	A2 → A3 → Baa2	A → BBB+	A+ → A-
2013 년 총선 이후	국가전망 악화 및 재정개혁 후퇴, 자금조달 여건 악화 시 신용등급 강등 검토	총선결과 국가신용등급의 즉각 영향은 제한적 차기정부의 정책기조가 신용등급 결정 핵심요소	정치적 불안정성 지속될 경우 신용등급에 부정적 영향

자료: 각 신용평가사, 교보증권 리서치센터

3월 이탈리아 국제시장
금융시장 평가의 가늠자

실질적으로는 3월에 예정된 이탈리아 국제입찰 결과가 주목된다. 이탈리아 정부구성이 불가능한 기간에서 진행되는 어떤 의미에서는 실질적인 국제수요를 가늠할 수 있는 계기가 될 전망이다. 또한 3월에는 3개월, 6개월, 12개월, 3년, 5년, 10년 장단기 국제 할당이 고르게 분포되어 있어 실제 이탈리아 국제가격에 대한 금융시장의 평가를 균형적으로 살펴볼 수 있다.

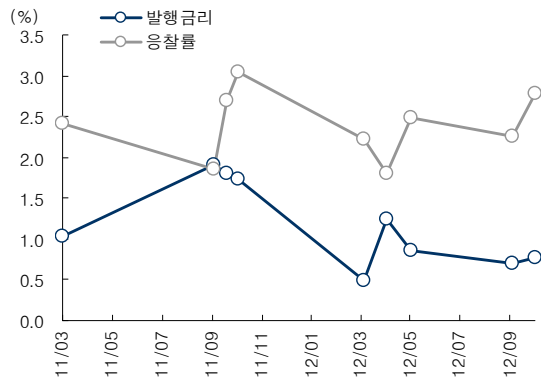
다만 2월 말 이탈리아 조기총선 이후 곧바로 진행된 이탈리아 국제입찰 결과는 나쁘지 않았다. 발행금리가 소폭 상승하긴 했지만, 2011~2012년과 비교할 때, 그리 높지 않고, 높은 응찰률로 목표 국제규모를 무난하게 소화했기 때문이다.

도표 3. 3월 이탈리아 국제입찰, 장단기 국제할당이 고르게 분포

시간	만기 및 종류	이전 발행규모	이전 발행금리	이전 응찰률
03/12 (화)	3개월 단기국채	3.000	0.77%	2.79%
03/12 (화)	12개월 단기국채	8.500	1.09%	1.38%
03/13 (수)	3년 장기국채	3.449	2.30%	1.37%
03/26 (화)	6개월 단기국채	8.750	1.24%	1.44%
03/27 (수)	5년 장기국채	2.500	3.59%	1.61%
03/27 (수)	10년 장기국채	4.000	4.83%	1.65%

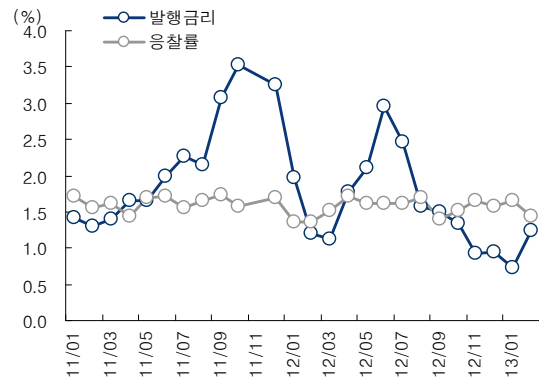
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터 단위: 십억 유로

도표 4. 이탈리아 3개월 단기국채 발행금리 및 응찰률



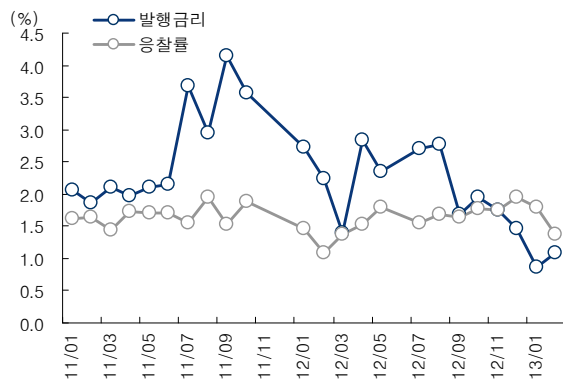
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 5. 이탈리아 6개월 단기국채 발행금리 및 응찰률



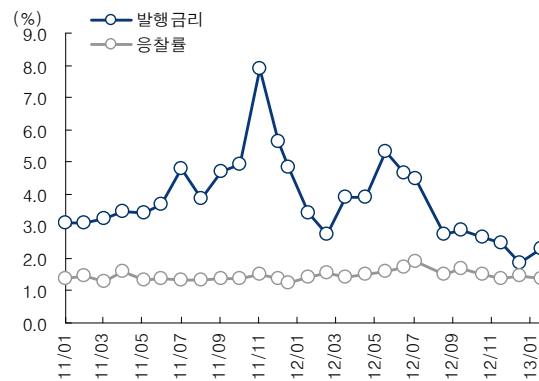
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 6. 이탈리아 12개월 단기국채 발행금리 및 응찰률



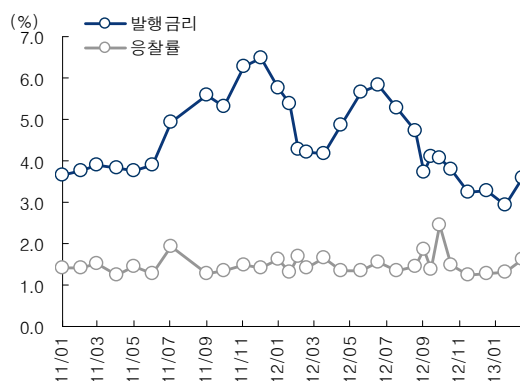
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 7. 이탈리아 3년 장기국채 발행금리 및 응찰률



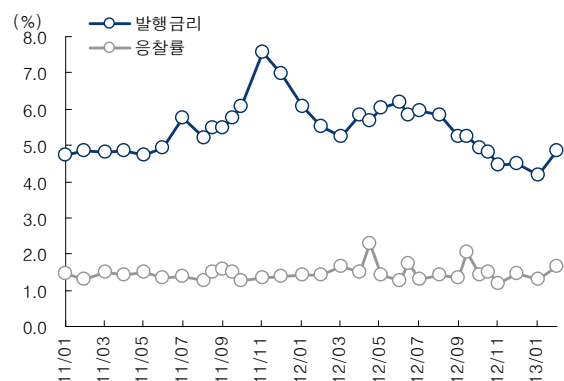
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 8. 이탈리아 5년 장기국채 발행금리 및 응찰률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 9. 이탈리아 10년 장기국채 발행금리 및 응찰률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

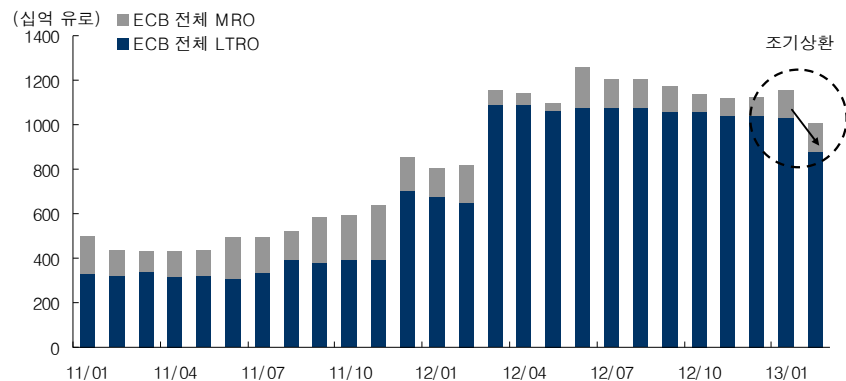
ECB의 은행지원 통한 간접적 재정지원 지속

ECB는 이탈리아 은행에게 LTRO 통한 자금지원 지속

이탈리아 정치불안에도 불구하고, 이탈리아 국제발행이 무난하게 소화된 점은, 결국 최근 유로 금융시장의 개선의 역할이 크다. 2011~2012년 ECB는 LTRO 시행, 대출금리 인하를 단행했다. 또한 재정위기의 궁극적인 방화수단으로, ESM이 연계된 무제한 국제매입 (Outright Monetary Transaction) 프로그램을 준비한 것이다. 이로 인해 재정위기 및 은행위기 위험은 현저하게 축소된 것이다.

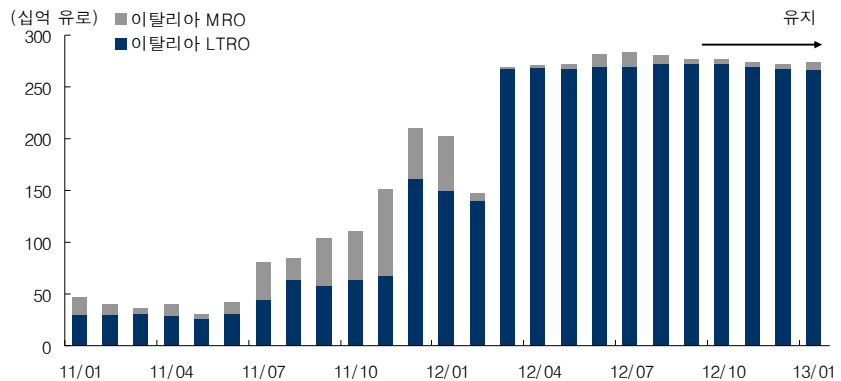
2013년 들어 진행된 유로 역내은행들의 장기대출 조기상환은 단적으로 금융시장 개선을 의미하는 현상이다. 다만 아직 잠재적인 재정위험과 전염우려가 있는 이탈리아 은행들은 장기대출을 조기 상환하지 않고 있다. 현재 이탈리아 은행들의 LTRO 잔액은 2,664억 유로이다. 다시 말해서 이탈리아 은행들은 2014년까지 1.00% 대출금리로 ECB에 유동성 지원을 받고 있고, 이를 다양한 경로로 활용할 수 있다.

도표 10. 2013년 들어 ECB의 장기대출의 자발적 조기상환 실시



자료: ECB, 교보증권 리서치센터

도표 11. 그러나 이탈리아 은행들의 ECB 장기대출을 조기상환하지 않음



자료: BANCA D' ITALIA, 교보증권 리서치센터

이탈리아 금융권은 이미
정부와 공동 운명체

이탈리아 은행 및 금융회사들의 LTRO 자금사용의 우선순위는 자국국채 매입이 될 것으로 판단된다. 2012년 2~3분기 기준, Intesa Sanpaolo, UniCredit, Banca Monte dei Paschi 등 이탈리아 은행권과 Assicurazioni Generali, Unipol Gruppo Finanziario 등 이탈리아 보험사의 국채보유는 2,156억 유로에 이른다. 결국 이탈리아 금융권은 정부와 공동운명체이며, 이들의 유일한 선택은 자국국채 매입이 될 것이다.

도표 12. 이탈리아 국채보유 상위 은행 및 보험회사 (단위: 백만 유로)

보유기관	유형	일자	금액
이탈리아 전체 국가채무			1,657,321.80
Intesa Sanpaolo SpA	이탈리아 은행	09/30/2012	80,200.00
Assicurazioni Generali SpA	이탈리아 보험	09/30/2012	52,976.50
UniCredit SpA	이탈리아 은행	09/30/2012	42,477.20
Allianz SE	독일 보험	09/30/2012	31,806.00
Banca Monte dei Paschi di Sien	이탈리아 은행	12/31/2011	23,468.50
AXA SA	프랑스 보험	06/30/2012	14,600.00
BNP Paribas SA	프랑스 은행	10/31/2011	12,200.00
Dexia SA	벨기에 은행	12/31/2011	9,779.00
Unione di Banche Italiane SCPA	이탈리아 은행	06/30/2011	9,234.05
Commerzbank AG	독일 은행	09/30/2012	8,800.00
Aviva PLC	영국 보험	09/30/2011	8,260.90
Unipol Gruppo Finanziario SpA	이탈리아 보험	09/30/2011	7,233.00
Zurich Insurance Group AG	스위스 보험	09/30/2012	4,597.70
Credit Agricole SA	프랑스 은행	12/31/2012	4,551.00
Banco Bilbao Vizcaya Argentari	스페인 은행	12/31/2011	4,124.00
JPMorgan Chase & Co	미국 은행	09/30/2012	2,718.24
Deutsche Bank AG	독일 은행	09/30/2012	2,530.00
Muenchener Rueckversicherungs	독일 보험	09/30/2012	2,423.00
Morgan Stanley	미국 은행	12/31/2012	2,411.91
Barclays PLC	영국 은행	09/30/2012	2,108.82
HSBC Holdings PLC	영국 은행	09/30/2012	1,786.27
Ageas	벨기에 보험	09/30/2012	1,609.40
Societe Generale SA	프랑스 은행	12/31/2012	1,600.00
Bank of America Corp	미국 은행	12/31/2012	1,451.09
UBS AG	스위스 은행	12/31/2012	1,218.73

자료: Bloomberg

도표 13. 이탈리아 국채보유 상위 자산운용기관 (단위: 백만 유로)

보유기관	등록일 기간	금액	최근 변동금액
PIMCO ADVISORS LP	9/2012~2/2013	14,589.00	13,494.10
ARCA SGR SPA	1/2012~12/2012	5,120.20	-119.53
PIONEER INVESTMENT MGMT SGRPA	2/2012~11/2012	4,777.43	347.85
UBI PRAMERICA SGR SPA	11/2012	3,364.60	53.87
GENERALI ASSET MANAGEMENT SGR	1/2013	2,886.84	438.94
PIMCO FUNDS GLOBAL INVESTORS	9/2012~3/2013	2,334.20	1,641.49
PIONEER ASSET MANAGEMENT SA	2/2012~11/2012	1,977.80	48.94
FIDEURAM GESTIONS SA	1/2013	1,878.02	-24.79
SANPAOLO IMI ASSET MANAGEMENT LU	6/2011	1,599.07	368.92
INTERFUND ADVISORY CO SA	8/2012~1/2013	1,393.66	-20.78
FIDEURAM INVESTIMENTI SGR	1/2013	1,348.69	-92.42
ALETTI GESTIELLE SGR SPA	5/2012~1/2013	1,308.18	-116.54
DB PLATINUM ADVISORS	1/2013	1,171.23	25.25
BLACKROCK ASSET MANAGEMENT	12/2011~2/2013	1,040.35	7.05
NATIXIS ASSET MANAGEMENT	6/2011~12/2012	1,034.10	-203.17

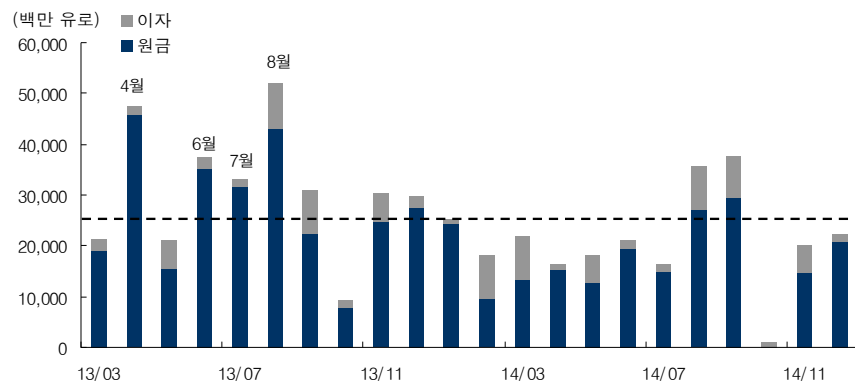
자료: Bloomberg

이탈리아 국제수요, 의외로 견조할 전망

이탈리아 정부의 유동성
리스크 여부는 물론 관심

향후 짧으면 한달, 길면 올해 가을까지 지속될 이탈리아 정치공백 기간 동안 이탈리아 국제수요의 악화 가능성에 대해 충분히 걱정해야 한다. 따라서 3월에 예정된 이탈리아 국제발행 일정과 유통시장에 영향을 줄 수 있는 정치여건 변화 및 기타요소들을 면밀히 주시할 필요가 있다. 특히 2013년 4~8월 비교적 큰 규모의 이탈리아 국제채판기가 도래한다는 점에서 실질적인 유동성 리스크에 직면하는 지에 대한 관찰이 요구된다.

도표 14. 2013~2014년 이탈리아 국제채상환 일정. 4~8월까지 비교적 큰 규모로 지속



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

이탈리아 국제채금리, CDS
주목. 그러나 파국을 미리
반영할 필요는 제한적

다만 우리는 그 기간까지도 ECB의 이탈리아 역내은행들을 통한 국제채매입, 즉 ECB의 간접적 형태의 이탈리아 재정지원 효과가 지속될 것으로 예상한다. 이탈리아 정치불안이 아주 우려되는 상황임에도 불구하고, 이탈리아 국제채금리 및 CDS 프리미엄은 2011년 하반기 재정위기가 본격화되기 이전 수준에 머물러 있다. 금융시장에 대한 변동은 예의 주시하되, 미리부터 파국상황을 반영할 필요성은 제한적일 전망이다.

도표 15. 이탈리아 국제채금리 및 CDS 가격. 아직은 2011년 상반기 수준에 머물러 있음



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터