투자포커스

유럽의 봄

Economist 이은주 769-3091 eunjoolee@daishin.com
Economist 김승현 769-3912 economist1@daishin.com

유럽, 위험선호 발판 마련 기대

5월 유럽이벤트, 성장으로 발판 마련할 수 있을까

5월 2일 ECB는 기준금리를 사상 최저수준인 0.5%로 인하했다. 드라기총재는 대출 확대를 위해 단기예금에 마이너스(-)금리 부과, 자산매입 등 향후 비전통적 통화정책실행에 대한 가능성도 시사했다. 이제 공은 정책입안자들의 손에 있다. 작년 6월과 7월 일련의 회의를 통해 위기 해소의 발판을 마련했던 것과 같이 올해도 유럽이 성장으로의 활로를 뚫을 수 있을 지 주목할 만하다.

5월 유럽이벤트 관전포인트

1. 긴축 완화와 성장으로의 EU 태도 변화 강도
2. 공동예금자보호에 대한 EU 의지 확인

유로존, EU 재무장관회담은 13일과 14일, 그리고 EU정상회담은 22일 열릴 예정이다. 햇님(정상회담)과 달님(재무장관회담)이 유로존에 어떤 동앗줄을 내려줄 지 확인할 필요가 있다.

가장 중요한 것은 긴축 완화와 성장정책에 관한 논의다. 유로존은 5분기 연속 역성장을 할 것으로 예상된다. 강도 높은 정부지출 감축으로 인한 위기국의 경기침체는 이제 독일을 포함한 중심국의 경제성장을 방해하고 있다. 긴축의 아이콘인 독일의 긴축태도 완화는 ECB의 경기부양의지와 맞물려 향후 성장정책에 대한 기대를 키우며 위험선호환경이 조성될 가능성이 크다.

둘째로 전유럽 공동예금자보호에 대한 EU의 의지를 확인할 필요가 있다. 공동예금자보호기구의 부재는 위기국에서의 대량예금인출사태를 불러와 또다른 은행위기를 일으킬 수 있는 불안요인이다. 키프러스 구제금융 조건 논의 중 예금에 대해 부담금을 부과함으로써 구제금융 자금 일부를 마련하려고 했던 시도는 스페인과 이탈리아 등 위기국 예금자들의 불안감을 부추겼다. 위기국 은행들의 안정적 자금조달을 위해서는 공동예금자보호기구에 대한 EU의 의지를 재확인함으로써 키프러스 구제금융으로 인한 예금자들과 투자자들의 꺼림칙한 마음을 씻어줘야 한다.

정책입안자들의 노력이 있고나면 ECB는 더 강력한 통화정책으로 화답할 가능성 높음

정책입안자들이 행동에 나서고 나면 ECB가 움직일 가능성도 커진다. 유로존 붕괴 가능성까지 제기되었던 2012년 상반기에도 드라기 총재는 정책입안자들의 역할을 강조하며 위기완화를 위한 적극적인 조치를 취하지 않았었다. 6월 EU정상들의 위기해결 방안에 대한 합의가 이루어지고 나서 ECB는 7월 금리인하, 9월 OMT발표를 했다. 올해는 정책입안자들의 액션없이 ECB가 먼저 금리를 인하하며 경기부양에 나섰다. 경기부양에 대한 ECB의 의지가 커진 것이다. 5월 통화정책회의에서 비전통적 정책에 대한 가능성을 열어놓은 만큼 정책입안자들이 성장과 통합을 위한 노력(위기국에 대한 긴축 완화와 공동예금자보호에 대한 의지 확인)을 보여준다면 드라기 총재는 더 강력한 통화정책으로 화답할 가능성이 높다고 생각한다.

경제성장, 더 이상 늑장부릴 여유 없다

2012년 마련된 성장정책, 실제 실행까지 시차 존재

강력한 긴축정책에 대한 반발은 작년 5월 프랑스 대선과 함께 '성장'이 키워드로 떠오르며 나타났다. 당시 대선 후보였던 올랑드 대통령은 경제성장의 중요성을 강조하며 긴축만이 재정위기 해결방안이 아님을 상기시켰다. 이후 2012년 6월 EU정상회담에서 총 1,200억유로의 성장재원 마련이 합의되며 성장정책에 대한 발판이 다져진 듯 했다.

성장정책은 크게 EIB의 대출여력 확대(600억유로), 유럽구조기금 미사용분 재정위기국 인프라투자에 사용(550억유로) 그리고 교통, 에너지, 인터넷 설비 등 전유럽적 인프라투자 자금조달을 위한 프로젝트본드 발행(45억유로)이다.

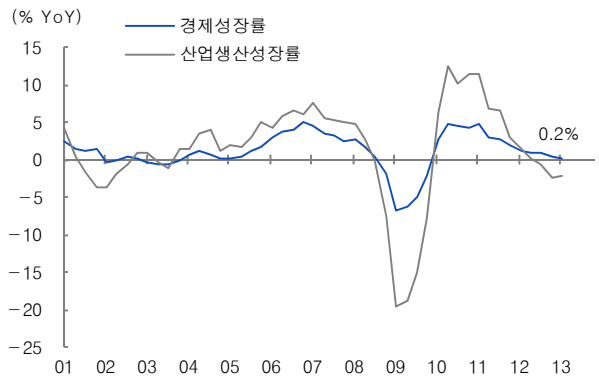
그러나 결의된 사안들은 단기적으로 경기부양에 큰 도움을 주지 못했다. 대부분 구조적 개혁을 동반한 중장기적 계획이기 때문이다. 규모가 가장 큰 EIB대출여력 확대는 2013년 1월에 들어서야 자본확충이 완료었다. 구조기금의 적극적 사용과 관련해 작년 6월 이후 크게 달라진 부분이 없는 듯 하다. 마지막으로 프로젝트본드는 2016년 첫 발행을 목표로 하고 있어 경기부양에 아직은 도움이 되지 못하고 있다.

악화된 유로존 경기상황. 긴축완화와 성장 필요성 커져

작년 6월 EU정상들이 이런 여유를 부릴 수 있었던 것은 경제상황이 지금보다 나았기 때문이다. 위기국의 경기침체는 지속되고 있었으나 아직 중심국의 경기둔화는 '나름 견딜만'했다. 그러나 지금은 상황이 다르다. 2012년 4분기로 바닥을 찍을 줄 알았던 유로존 경제성장률은 2013년 1분기에도 마이너스 행진을 계속할 것으로 예상된다. 1분기 유로존 경제성장률 예상치는 -0.9%로 5분기 연속 역성장이 기대된다. 독일의 경제성장률 역시 전년동기대비 0.2%로 2011년 이후 9분기연속 성장률이 둔화될 것으로 보인다. 지난 8일 발표된 3월 독일 산업생산은 예상치 -4.4%를 상회한 -2.5%를 기록했다. 예상외 지표 호조에 금융시장은 긍정적으로 반응했지만 여전히 성장은 후퇴하고 있고(2월 산업생산은 전년동기대비 -1.8%) 나머지 유로존국가들은 아직도 침체의 늪에서 빠져나오지 못하고 있다.

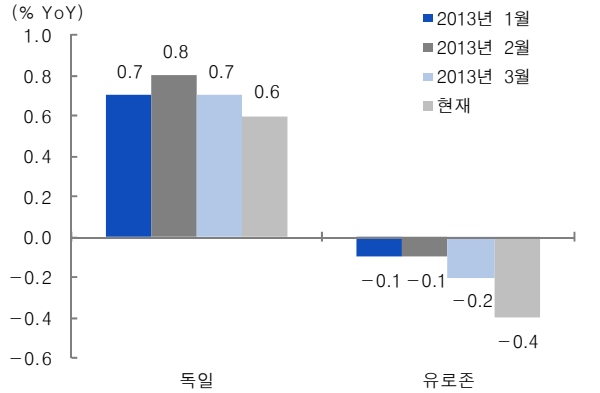
물이 코 밑까지 차오른 상황에서 정책입안자들이 행동에 나설 때라고 생각한다.

그림 1. **독일 경제성장 둔화 중**



자료: CEIC, Bloomberg, 대신증권 리서치센터
주: 2013년 1분기는 블룸버그 컨센서스

그림 2. **유로존과 독일 2013년 전망 하향추세**



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터
주: 블룸버그 컨센서스

이미 긴축완화로의 움직임은 시작

4월, 아일랜드와 포르투갈 구제금융대출만기 연장

4월 재무장관회담에서 아일랜드와 포르투갈의 구제금융 대출금 만기를 추가조건 없이 7년 연장하기로 결정했다. 아일랜드와 포르투갈은 강도 높은 긴축정책을 실행하면서 구제금융 조건을 성실히 이행한 모범국이기 때문에 만기연장은 긴축완화라기보다 '당근' 성격이 강했다. 그럼에도 EU의 유화적 태도는 긴축신조를 수호해 온 독일이 태도변화 시그널을 비쳤다는 점에서 이미 긴축완화로의 움직임은 시작되었다고 평가 할 수 있다.

긴축완화 목소리 커지고 있음

경기부진을 경험하고 있는 스페인, 프랑스를 비롯해 최근에는 EU 고위관직자들도 긴축완화 필요성을 강조하고 나섰다. 5월 3일 올리 렌 EU집행위원은 프랑스와 스페인, 네덜란드의 재정적자 목표 달성기한을 2년 연장할 수 있다고 언급했는데, 이는 프랑스가 요구한 1년 연장보다 관대한 조건이다. 모범적 긴축에 대한 보상에서 성장 보조를 위한 허들낮추기로 정책기조가 친성장으로 기운 것이다.

EU태도변화, 위험선호환경 조성에 큰 역할 기대

15일 유로존 경제성장률이 발표되고 나면 이런 움직임은 더욱 강화될 것이라고 생각한다. 여태까지 구제금융 열등생에게는 더 험악한 채찍질이 이어졌다. 그리스가 재정감축 방안 마련에 실패하거나 목표에 미달하면 트로이카는 구제금융 지급을 연기했다. 이 결과 2012년 그리스 경제규모는 5년 전보다 13% 축소되었다. 연속된 경기침체에 위축된 유럽 정책입안자들이 긴축 열등생에게도 당근을 제공하는 정책을 내놓을 가능성이 높다.

독일을 포함한 EU의 태도 변화는 ECB의 경기부양의지와 맞물려 향후 성장정책에 대한 기대를 키우며, 2012년 7월 이후와 같이 올해 하반기 위험선호환경 조성에 중요한 역할을 할 것으로 판단한다.

표 1. **긴축완화 관련 발언들**

일자	내용
5월 6일	프랑스 재무장관, "긴축의 시대는 끝났다"고 선언
5월 3일	올리 렌 EU 집행위원은 프랑스, 스페인, 네덜란드의 재정적자 목표 달성기한을 2 년 연장할 수 있다고 언급
4월 24일	독일 재무부, 유연한 재정건전화가 필요하다며 기존 강경한 긴축정책에 대한 태도 완화. 유로존 재정적자 목표치 달성 기한 연장 등 긴축정책 완화 기대
4월 24일	이탈리아 총리로 지명된 레타 민주당 부당수, 긴축정책만으로는 충분치 않다며 긴축완화 주장
4월 22일	유럽위원회 바로소의장, 긴축정책 대중적 지지 잃어. 궁극적으로 긴축을 버려선 안되지만 긴축정책의 한계에 도달했다고 발언
4월 21일	스페인, 이번 주 안에 성장정책 중심의 새로운 예산안 발표 예정.
4월 20일	G20 재무장관회담 재정정책의 유연성 강화 필요성 강조
4월 16일	IMF, 긴축속도 낮출 필요 있다고 지적. 유럽은 재정적자 목표치 달성에 지나치게 집중해서는 안될 것이라고 경고. 수출주도 성장의 독일같은 국가들은 내수 확대 필요
4월 8일	미국 재무부장관 잭 류, EU 긴축정책 완화 촉구.
3월 18일	EU 정상회의, 재정건전성을 해치지 않는 범위 내에서 긴축정책을 일부 완화하고 경기 부양과 고용 증진을 위한 지출 확대에 합의
3월 6일	EU 재무장관회의, 은행감독 강화의 일환인 은행 경영진 보너스 규제에 대해 영국의 반대로 보류. 재정긴축 시한 등 긴축 강제의 고삐는 늦출 필요성에 있다는 데 공감

자료: 대신증권 리서치센터

공동예금자보호에 대한 확신 필요

공동예금자보호의 필요조건인 단일은행감독기구, 출진 논의 순항

단일은행감독(Single Supervisory Mechanism, SSM)은 2014년부터 실행될 예정이다. 자산이 300억유로이상이거나 GDP의 25% 이상을 차지하는 대형 은행들에 대해서는 ECB가 직접감독하고, 나머지 은행들은 각국 중앙은행에서 감독한다. 감독기준은 유로존 은행에 동일하게 적용된다. 은행 자본확충(CRD4) 등 2014년까지 합의해야 할 이슈는 아직 남아있지만 이미 EU정상들이 원칙에 합의한 이상 SSM에 대한 논의는 순항 중이라고 평가할 수 있다.

중요한 것은 공동예금자보호에 대한 EU의 의지 표현이다. 사실 EU정상들은 이에 대한 논의를 SSM이 가동되고 난 후에 시작하겠다고 못박아 놓았기 때문에 2014년까지 공동예금자보호기구에 대한 논의는 긴급한 사안이 아니다.

키프러스 구제금융으로 예금자 불안 높아져

그러나 키프러스 구제금융으로 인한 투자자들의 불안한 심리를 달래기 위해서는 EU가 예금자보호 의지를 재확인 할 필요가 있다. 결과적으로 키프러스는 제 2은행인 라이키은행을 정리하는 것으로 일률적인 예금자 손실부담 조건을 대체하며 구제금융 합의에 도달했다. 하지만 이후 데이셀블룸 유로그룹의장이 "키프러스식 구제금융이 향후 구제금융 방식의 견본이 될 것"이라고 언급하는 등 위기국 예금자들의 불안은 가시지 않았다. 키프러스식 구제금융이 예금자 손실부담을 의미한다는 해석이 가능하기 때문이다.

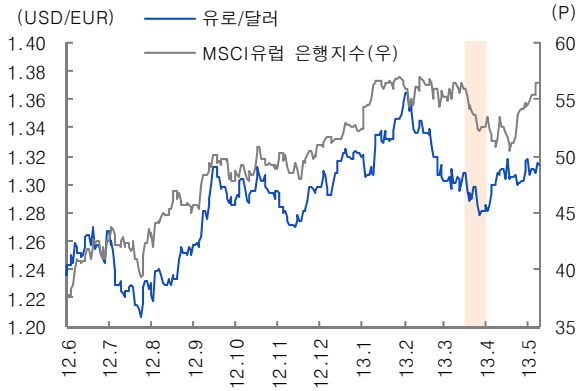
스페인, 투자자에 국한된 손실부담. 금융시장 혼란 제한

투자자에게 손실부담을 넘기는 것이 부정적이라는 주장을 펼치는 것이 아니다. 투자자가 아닌 예금자에게 손실부담을 지우려 했던 흑역사를 씻을 필요가 있다는 것이다. 후순위채권과 우선주 투자자들에게 손실부담을 부과한 스페인의 경우 투자자들의 손실부담폭이 컸음에도 불구하고 금융시장에 큰 혼란을 주지 않았다.

공동예금자보호 의지 확인은 재정위기 전염가능성을 낮출 것

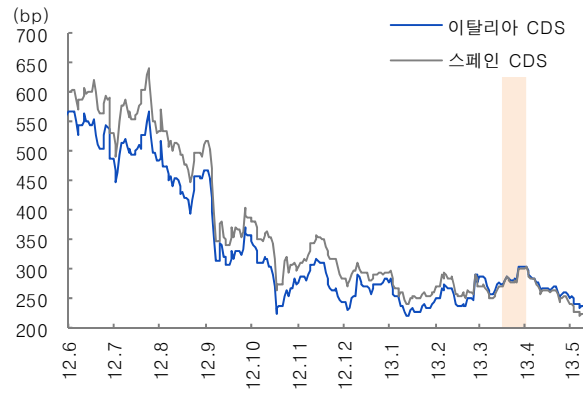
예금자보호에 대한 EU의 의지가 확인된다면 시장은 bail-in의 범위가 예금자를 포함하지 않는다는 확신을 가질 수 있다. 이는 재정위기의 전염 가능성을 일찌감치 낮추며 위험선호의 발판이 될 수 있을 것이라고 생각한다.

그림 3. **예금자 부담조건 언급이후 유로화와 은행지수 하락**



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터
주: 음영은 키프러스 예금자 부담부과에 대한 우려가 부각된 시기

그림 4. **이탈리아, 스페인으로 위기 전염 우려**



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터
주: 음영은 키프러스 예금자 부담부과에 대한 우려가 부각된 시기

표 2. **Bail-in의 좋은 예: 스페인**

		방키아	NCG 방코	카탈루냐 방크	방크 갈레고
구제금융 자금 투입 방식		무담보전환사채 매입	–	–	–
		후순위영구채와 우선주 바이백 후 보통주에 재투자			
		만기가 있는 기타 후순위채 보유자들은 보통주/예금/다른 채권으로 전환 권리 부여			
헤어컷 규모(%)	우선주	38	43	61	50
	후순위 영구채	36	41	40	39
	기타 후순위채	13	22	15	11

자료: FROB, 대신증권 리서치센터

그리고 나면 드라기가 움직인다

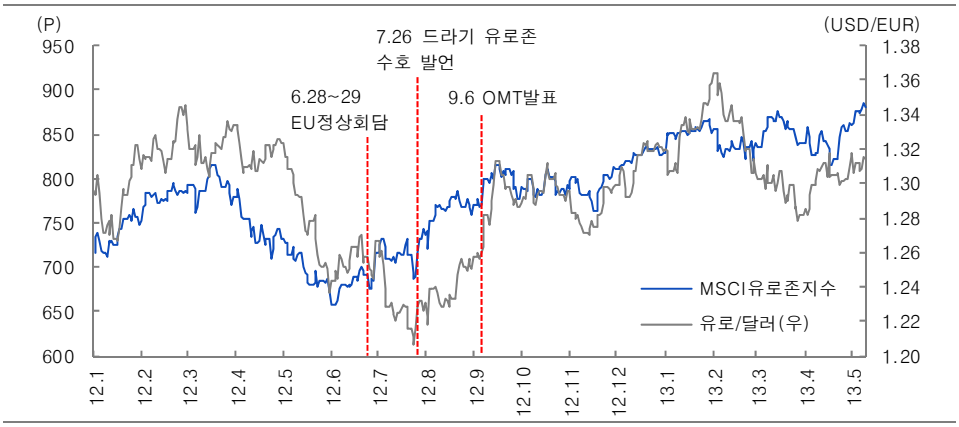
ECB, 기대했던 금리인하에 + α 까지 시사

5월 드라기 총재는 금리를 인하하며 성장으로의 신호탄을 쏘았다. 시장이 기대했던 금리인하에 비전통적 정책 실행(자산매입)과 ECB 단기예금에 대한 마이너스(-)금리 부과 가능성을 열어두었다. 좀 더 적극적인 통화정책은 정책입안자들의 합의가 이루어지고 난 후에 실행하겠다는 의지다.

이번 금리 인하는 2012년 상반기, 금리인하 압박이 컸음에도 불구하고 정책입안자들이 위기해결방안을 마련하고 난 뒤에야 7월에 금리를 인하하고 9월 OMT를 발표하면서 정책입안자들이 먼저 역할을 다 할것을 강조했던 것과는 사뭇 다르다. 4월 유로존 물가상승률이 1.2%로 낮아지면서 금리인하 여력이 생긴 것도 있겠지만 ECB가 자신의 경기부양 의지가 더욱 높아졌다는 것을 강조한 것이다.

5월 재무장관회담과 정상회담에서 정책입안자들이 성장과 통합을 위한 노력(위기국에 대한 긴축 완화와 공동예금자보호에 대한 의지 확인)을 보여준다면 드라기 총재는 더 강력한 통화정책으로 화답할 가능성이 높다고 생각한다.

그림 5. **2012년 6월 EU정상회담 이후 위험선호 살아나**



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 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.