



또 다른 트라우마: 포르투갈과 이집트 문제

Why This Report

문제가 좀 잠잠해지나 싶더니 다른 문제가 부각되고 있습니다. 이번에는 Fed와 중국이 아닌 포르투갈과 이집트의 정치적 불안이 크게 이슈가 되고 있습니다. 유럽과 MENA지역이고 한번 이상 글로벌 증시에 충격을 준 경험이 있는 지역이니 만큼 경계심이 커질 수 있는 시점입니다. 금일 자료를 통해서 최근 두 국가에서 불거진 문제와 그 위험을 어떻게 평가해야 하는가에 대한 설명을 해 드리도록 하겠습니다

또 다른 트라우마1): 포르투갈의 외무장관 사임으로 인한 정치적 불안 확산→ 유럽위기(?)

- 포르투갈은 긴축정책을 반대하는 재무장관과 외무장관이 사퇴하면서 정치적 불안 확산. 외무장관은 연립정부를 구성하고 있는 국민당 총수기 때문에 국민당이 연립정부를 탈퇴할 경우 현재 여당인 연립정부는 과반수 의석을 차지하지 못함
- 포르투갈의 CDS프리미엄은 6월 초 대비 180bp 이상 급등하면서 500bp를 상회. 10년물 국채금리도 7.8%로 연중 최고 수준을 기록. 한편 포르투갈의 총 대외부채는 1,715억 달러. 이중 82% 정도를 유럽은행들이 차지. 특히 포르투갈의 총 대외 부채 중 43%(734억달러)는 스페인 은행들이 차지하고 있음

또 다른 트라우마2): 이집트 대통령 퇴진 요구 시위 확산→ MENA 사태(자스민 혁명?)

- 이집트에서도 정치적 불안이 크게 불거짐. 현재 이집트의 CDS프리미엄은 925bp로 MENA 지역의 정정불안이 극심했던 2011년 초 고점(450bp)을 크게 상회
- MENA지역의 정정 불안은 국제 유가 상승과 연결될 여지가 많음. 특히 국내를 포함한 아시아 지역들은 원유수입 의존도(해당국의 원유수입금액/GDP*100) 상대적으로 높기 때문에 원유 공급 쇼크 발생 시 경제 및 증시에 주는 충격이 (선진국 대비)상대적으로 컸다는 점을 기억해 둘 필요가 있음

트라우마(Trauma)를 생각할 정도의 단계는 아니다

- 포르투갈과 이집트의 정치적 불안은 국내 증시의 변동성을 확대시킬 수 있는 위험변수. 그러나 보다 중요한 것은 여타 국가로의 확산 및 전이 여부
- 스페인과 이탈리아 시중은행은 LTRO를 통해서 유동성 지원을 받은 상태이고, LTRO실행과 OMT 발표로 유럽의 일부 국가의 정치적 또는 유동성 위험이 유럽 금융시스템 전체에 충격을 가능성은 낮음
- 최근 발생한 이집트 사태도 2011년 초와는 달리 국제 곡물가격이 하락세를 보이고 있어, 물가급등을 바탕으로 한 MENA 국가들의 정정 불안이 확산될 가능성 낮음. 또한 Dubai유와 WTI 가격 스프레드도 당시(2011년 초)와 달리 하락세를 보이고 있어, 이집트 문제가 MENA 지역으로 전이될 가능성도 낮다고 판단

포르투갈과 이집트 문제에 대한 해석

- 국내 증시 단기 변동성 확대 요인으로 작용 가능
- 그러나 주변국으로 전이될 가능성은 낮기 때문에 새로운 지수 급락 요인으로 작용할 가능성 낮음

또 다른 트라우마(1): 포르투갈의 외무장관 사임으로 인한 정치적 불안 확산→ 유럽위기(2)

6월 중 불거졌던 Fed 의 QE3 규모 축소와 중국의 단기자금시장 경색 이슈가 다소 잠잠해지면서 국내 증시가 ‘반짝 회복’에 성공했다. 그러나 또 다른 돌발 악재가 발생했다. 이번에는 포르투갈과 이집트가 문제의 중심부로 빠르게 이동하고 있다.

포르투갈은 긴축정책을 반대하는 재무장관(비토르 가스파르)과 외무장관(파울로 포르타스)이 사퇴하면서 정치적 불안이 확산되고 있다. 특히 파울로 포르타스 외무장관은 현재 연립정부(사회민주당과 국민당)를 구성하고 있는 국민당의 총수다. 따라서 금번 외무장관의 사퇴로 인해 연립정부가 깨질 가능성이 있고, 연립정부는 다수당의 지위를 잃게 되면서 정치적 불안이 커질 것이라 우려가 확산되고 있다.

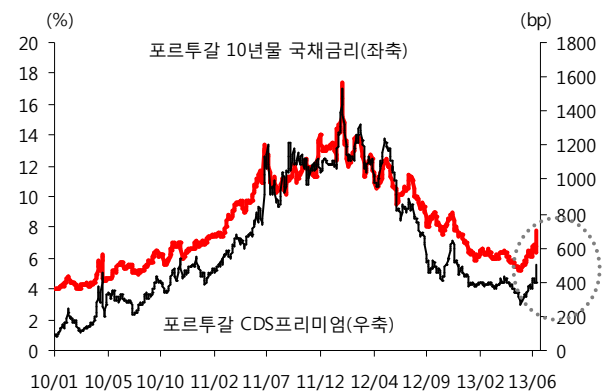
포르투갈 총 의석수는 230석이다. 현재 사회민주당이 108석, 국민당이 24석을 차지하고 있다. 국민당이 연립정부를 탈퇴할 경우 현재 여당인 연립정부는 과반수 의석을 차지하지 못하게 된다(그림1). 긴축 정책에 대한 반발이 확산되고, 연립정부 내에서도 의견 대립이 첨예해지면서, 의석수가 가장 많은 야당인 사회당은 조기 총선을 요구하고 있다. 이런 정치적 갈등으로 인해 포르투갈의 CDS 프리미엄은 6월 초 대비 180bp 이상 급등하면서 500bp 를 상회하고 있다. 10년물 국채금리도 7.8%로 연중 최고 수준을 기록하고 있다(참고로 2011년 5월 포르투갈 구제금융 승인 직전 CDS 프리미엄과 10년물 국채금리 고점은 9.7%와 680bp).

[그림 1] 포르투갈 외무장관 사퇴로 연립정부가 깨질 수 있다는 우려가 확산되고 있음

구분	정당	의석수	비고
연립 집권당(여당)	사회민주당	108	Pedro Passos Coelho 총리
	국민당	24	Paulo Portas 외무장관 (사표 제출)
야당	사회당	74	조기 총선 요구
	공산당	14	
	좌파 블록	8	
	녹색당	2	
	합계	230	현재 연립 집권당 132석(과반수 이상 차지) 국민당 탈퇴 시 108석(과반수에 미달)

자료: 동양증권 리서치센터

[그림 2] 포르투갈의 정치적 불안이 확산되면서 CDS 프리미엄과 10년물 국채금리가 급등하는 모습을 보임



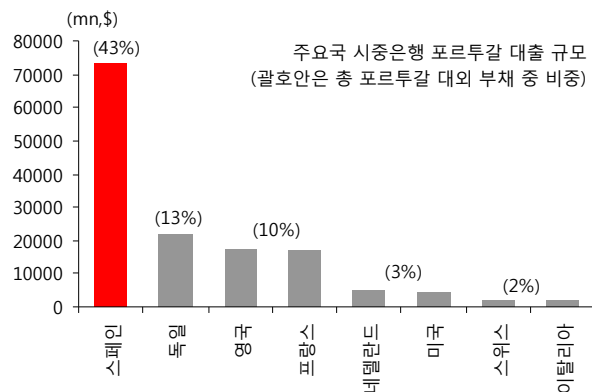
자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

문제는 포르투갈의 정치적 불안이 확대될수록 디폴트 리스크(Default Risk)가 증가하고, 이로 인해 포르투갈에 자금 빌려줬던 국가들이 같이 어려움을 처할 수 있다는 점이다. 과거 그리스, 포르투갈 등과 같이 구제금융을 받은 국가들에서 정치적 또는 유동성 위기가 발생하면 여타 유럽 국가들로 그 위기가 전이됐다는 점을 상기할 필요가 있다.

포르투갈의 총 대외부채는 1,715억 달러다(참고로 그리스는 577억 달러). 이중 82% 정도(1,402억 달러)를 유럽은행들이 차지하고 있다.

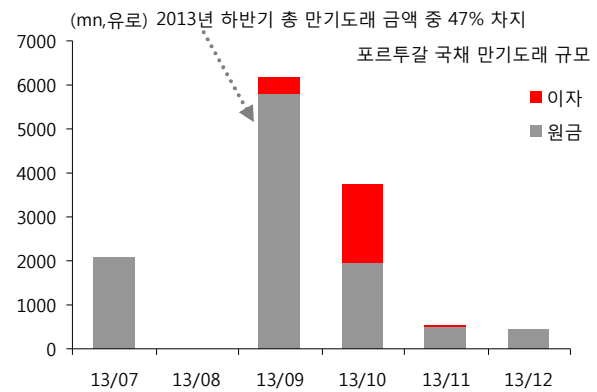
어려운 집이 어려운 집 사정을 더 잘 이해해서 그런지 포르투갈의 총 대외 부채 중 43%(734억 달러)는 스페인 은행들이 차지하고 있다(그림3). 포르투갈의 국채 만기도래 규모도 상당 부문 9월(2013년 하반기 포르투갈 국채 만기도래 규모는 총 130억 유로로 9월 중 만기 도래 금액은 62억 유로, 47%)에 집중되어 있어 정치적 불안이 지속될수록 투자심리는 더욱 악화될 가능성이 높다(그림4).

[그림 3] 포르투갈 대외 부채 중 절반 정도는 스페인 은행이 보유하고 있음. 유럽 위기 전이 여부가 문제의 핵심



자료: BIS, 동양증권 리서치센터

[그림 4] 포르투갈 국채 만기도래 규모가 9월에 집중되어 있어 정치 불안이 지속될수록 투자심리는 더욱 악화될 가능성이 높음



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

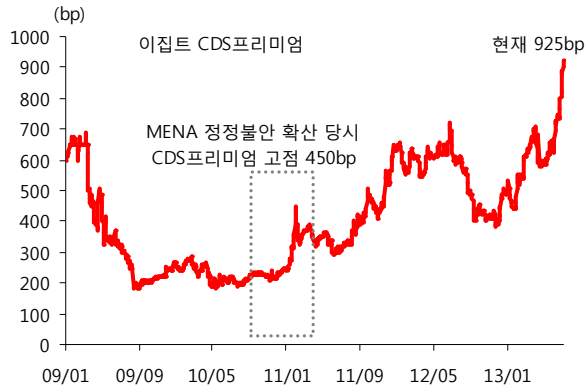
또 다른 트라우마(2): 이집트 대통령 퇴진 요구 시위 확산→ MENA 사태(자스민 혁명)

한편 이집트에서도 정치적 불안이 크게 불거졌다. 모하메드 무르시 대통령의 사임을 요구하는 군중 시위가 확산되고 있고, 한편 군부도 군중 시위대의 요구를 수용하라고 정부에 압박을 넣고 있는 상황이다. 현재 이집트의 CDS 프리미엄은 925bp로 MENA 지역의 정정불안이 극심했던 2011년 초 고점(450bp)을 크게 상회하고 있다(그림5).

2010년 말에서 2011년 초 발생했던 자스민 혁명(MENA 지역 정정불안)이 오버랩 될 수 있는 시점이다. 2010년 12월시작된 튀니지의 정권퇴진 요구 시위는 이후 이집트, 알제리, 예멘, 요르단, 시리아, 이라크, 쿠웨이트, 리비아 등과 같은 아프리카 및 중동 지역(MENA)으로 빠르게 확산됐다. 당시 MSCI 선진국과 신흥국 지수는 각각 -4%와 -7% 하락했고, KOSPI는 -9%나 하락했다(그림6).

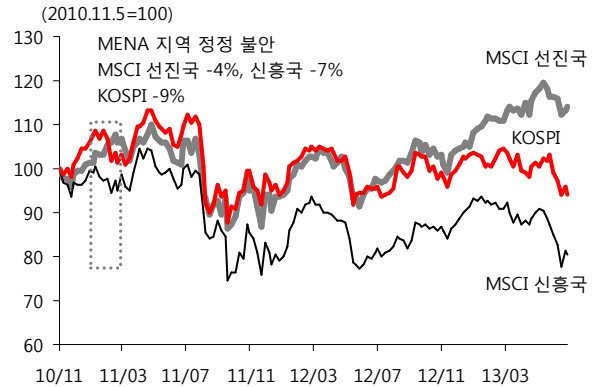
주식시장 투자전략

[그림 5] 최근 이집트 대통령 퇴진 시위가 확산되면서 CDS 프리미엄이 급등하고 있음(2011년 초 MENA 지역 정정불안 국면 보다 높음)



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림 6] 2011년 초 자스민 혁명 당시 신흥국과 KOSPI는 상대적으로 낙폭이 컸음

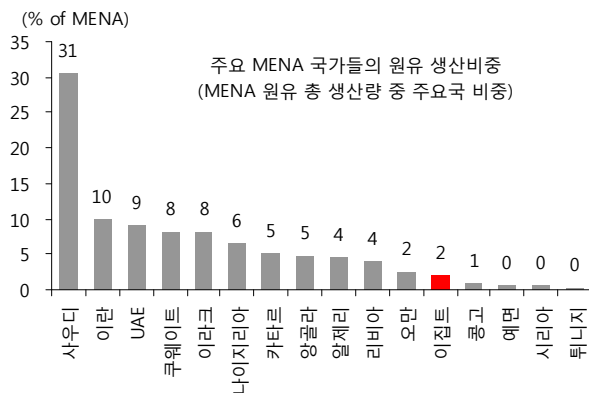


자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

MENA 지역의 정정 불안은 국제 유가 상승과 연결될 여지가 많다. MENA 지역의 원유 생산량 중 이집트가 차지하는 비중이 2%에 불과하지만(그림7), 현재 이집트의 정정 불안이 2011년 자스민 혁명과 같이 여타 지역으로 확산될 경우 문제가 커질 수 있다. 전세계 원유 생산량 중 MENA 지역이 차지하는 비중이 무려 44%나 되기 때문이다(그림8, 아프리카 11%, 중동 33%).

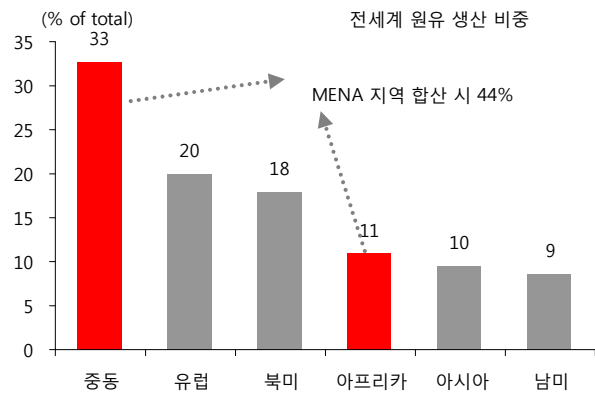
특히 국내를 포함한 아시아 지역들은 원유수입 의존도(해당국의 원유수입금액/GDP*100) 상대적으로 높기 때문에 원유 공급 쇼크 발생 시 경제 및 증시에 주는 충격이 (선진국 대비)상대적으로 컸다는 점을 기억해 둘 필요가 있다(그림9).

[그림 7] MENA 지역 원유 생산량 중 이집트가 차지하는 비중은 2%에 불과



자료: BP(2012년 데이터 기준), 동양증권 리서치센터

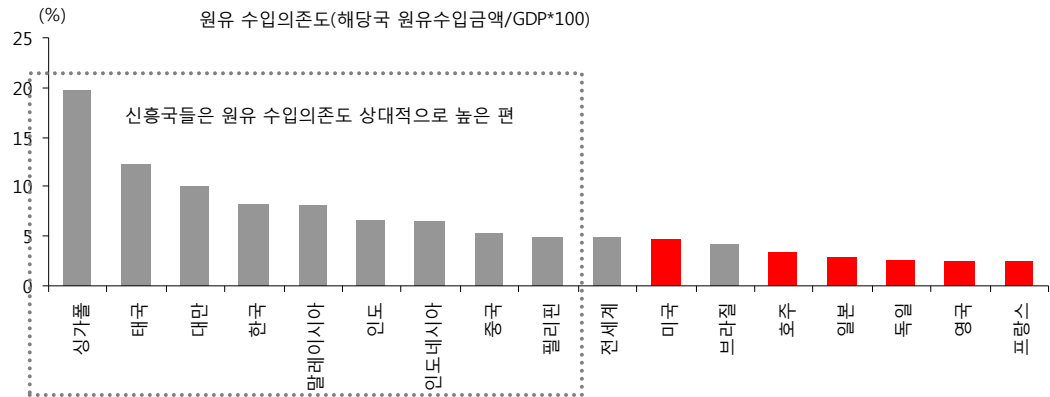
[그림 8] 그러나 이집트의 정정 불안이 MENA 지역으로 확산될 경우 문제는 커짐



자료: BP(2012년 데이터 기준), 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

[그림 9] 신흥국들은 원유수입의존도가 상대적으로 높기 때문에 원유 공급 충격 시 경제 및 금융시장에 충격이 큰 편

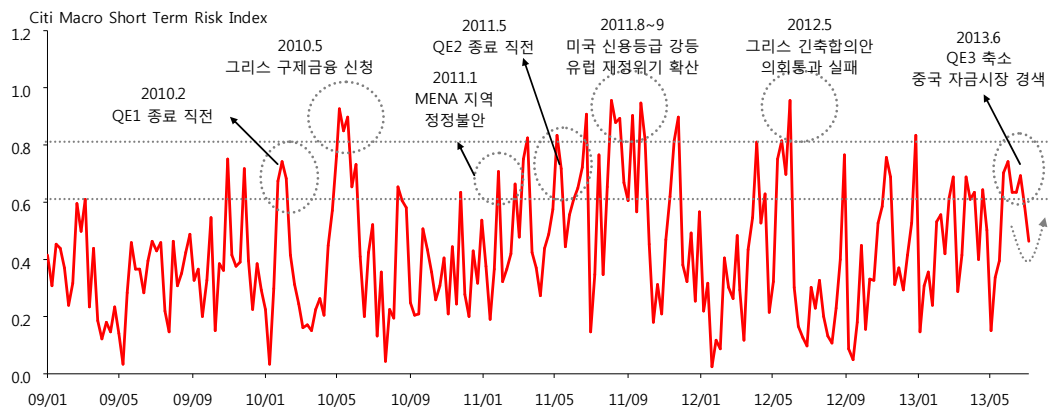


자료: BP, 동양증권 리서치센터

위험지표의 하락 전환 확인이 중요한 시점. 보다 중요한 것은 다른 국가로의 확산 여부

포르투갈과 이집트의 경우 해당 국가들의 정치적 불확실성이 커지고 있어, 예측해서 결론을 내리기는 쉽지 않다. 글로벌 금융시장의 위험수준을 나타내는 Citi Macro Risk Index가 재차 상승 전환할 가능성이 있어 해당지표의 하락 전환을 확인하기 이전까지는 단기적으로 국내 증시의 변동성 확대 가능성을 염두에 둘 필요가 있다(그림10). 정치적 위험이 ‘예측의 영역’이라기 보다는 ‘대응의 영역’이기 때문이다.

[그림 10] 하락세를 보이고 있는 글로벌 금융시장의 위험지수가 재차 상승 전환할 가능성이 높은 상황



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

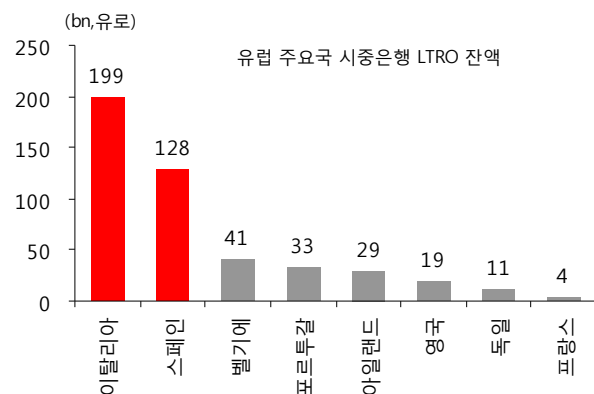
다만 지금부터 우리가 생각해야 할 부문은 해당 국가들의 문제가 다른 국가로 전이될 수 있느냐는 것이다. 즉 포르투갈의 문제가 유럽 재정위기로, 이집트의 문제가 MENA 지역 정정 불안으로 확산될 것인가를 따져봐야 할 필요가 있다.

유럽의 경우 방화벽이 어느 정도 성과를 거두고 있음

우선 유럽 문제를 먼저 생각해 보자. 포르투갈의 문제가 확산되면 상대적으로 포르투갈에 대출 비중이 많은 스페인 등으로 위기가 전이될 가능성이 높다.

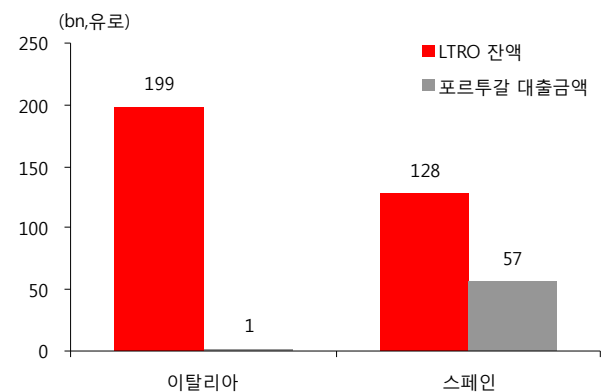
그러나 스페인 시중은행의 경우는 이전과 달리 2차례의 LTRO(1차 LTRO: 2011년 12월, 2차 LTRO: 12년 2월)를 통해서 자금을 지원 받은 상태다. 현재 남아 있는 잔액도 1,282억 유로 정도된다. 스페인 시중은행이 포르투갈에 대출해 준 총 금액을 유로화로 환산하면 567억 유로(현재 환율 기준) 정도다. 스페인 은행들이 극단적인 유동성 위기에 내몰릴 가능성은 낮아 보인다. 이탈리아 시중은행의 LTRO 잔액도 1,986억 유로나 되기 때문에 유동성 위기로 치달을 가능성은 낮다(그림11과 그림12).

[그림 11] 스페인 시중은행은 LTRO 를 통해서 상당히 많은 유동성을 확보해 둔 상황



자료: ECB, 동양증권 리서치센터

[그림 12] 스페인과 이탈리아 은행들이 포르투갈 문제로 인해서 극단적인 유동성 위기에 처할 가능성 낮음



자료: ECB, BIS 동양증권 리서치센터

한편 ECB의 LTRO와 OMT가 발표(2012년 9월)된 이후 과거와 달리 한 국가의 정치 및 유동성 위기가 유럽 전반의 금융시스템을 위협하는 정도가 낮아졌다는 점도 고려할 필요가 있다.

유럽에서 재정위기 관련한 문제가 불거졌던 국면에서 유럽의 정치적 위험지수 변화율과 CDS 프리미엄 변화율 비교해 보면, LTRO 실행 이전 국면에서는 유럽의 정치적 위험지수가 전월대비 +1% 상승하면 CDS 프리미엄은 1.6% 정도 상승했다. 정치적 위험에 금융시스템이 민감하게 반응했다.

주식시장 투자전략

그러나 LTRO 실행 이후 유럽의 정치적 위험지수가 동일하게 전월대비 +1% 상승할 경우 CDS 프리미엄은 0.7% 상승하는 그쳤다(상승했을 경우만을 가지고 계산, 그림13).

실제로 2013년 3월 키프로스의 디폴트 위기가 부각되면서 유럽 정치적 위험지수는 26%나 급등했지만, CDS 프리미엄은 8% 상승하는데 그쳤다. 2011년 8월 유사한 정도로 정치적 위험지수가 상승했던 국면에서 CDS 프리미엄은 32%나 폭등했다.

유럽의 경우는 LTRO와 OMT 등과 같은 방화벽을 통해서 한 국가의 위험이 유럽 전체의 구조적 리스크로 확산되는 것을 방어하는 것에는 어느 정도 성과를 거두고 있다.

유럽의 방화벽이 작동하고 있다는 점을 감안 시 최근 불거진 포르투갈의 정치적 불안이 스페인과 이탈리아 시중은행들의 유동성 위기나 유럽 금융시스템 위기로 확산될 가능성은 낮다고 판단된다.

[그림 13] 유럽은 LTRO와 OMT 등과 같은 방화벽을 가지고 있음. 이는 한 국가의 정치 및 유동성 위험이 다른 국가로 전이되는 것으로 차단하는 것에는 어느 정도 성과를 거두고 있음. 유럽 CDS 프리미엄의 정치위험지수 변화에 대한 민감도 하락

일자	유럽 위기 이벤트	유럽 정치적 위험지수 상승률(전월대비, %)	유럽 CDS프리미엄 상승률(전월대비, %)
2010년 5월	그리스 1차 구제금융 신청	+15.8%	+35.2%
2011년 7월	이탈리아 재정위기 확산 PIIGS CDS 프리미엄 사상 최고치 경신	+13.5%	+10.3%
2011년 8월	유럽 재정위기 확산 우려 증대 (미국 신용등급 강등)	+6.8%	+31.3%
2011년 9월	이탈리아 신용등급 강등, 그리스 디폴트 우려, 유럽 재정위기가 은행위기로 확산	+26.7%	+31.9%
2011년 11월	유럽위기가 주변부에서 중심부로 본격적으로 확산 벨기에 신용등급 강등, 독일 국제입찰 미달, 텍사스 은행 지원 관련 논란	+15.6%	+14.1%
2011년 12월	1차 LTRO 실행	-21.5%	-6.5%
2012년 1월	이탈리아, 스페인, 벨기에 등 EU 5개국 신용등급 강등	+8.8%	-17.1%
2012년 2월	2차 LTRO 실행	-5.7%	-10.2%
2012년 4월	스페인 국제입찰 금리 상승과 응찰률 하락 유럽 재정위기 재부각 우려	8.3%	12.6%
2012년 9월	스페인 구제금융 신청 가능성 확대, 국제 금리 상승 ECB OMT 발표	+17.4%	-8.8%
2013년 3월	키프로스 디폴트 위기 은행 예금에 부담금 부과하는 구제금융안 논란	+26.3%	+8.3%
LTRO 발표 이전 유럽 위기 발생 시 평균 (유럽의 정치적 위험 1% 상승 시 유럽CDS프리미엄 변화율)		+15.7% (+1.6%)	+24.6%
LTRO 발표 이후 유럽 위기 발생 시 평균 (유럽의 정치적 위험 1% 상승 시 유럽CDS프리미엄 변화율)		+15.2% (+0.7%)	-1.3% (상승했을 경우만 +10.5%)

자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

2011년 초 MENA 사태의 근본적인 원인은 애그플레이션(Agflation)

한편 이집트 정정 불안을 보는 시각도 정리해 둘 필요가 있다.

2010년 말에서 2011년 초 MENA 지역의 정정 불안이 급속도로 확산됐던 근본적인 이유는 바로 국제 곡물가격 상승으로 인해 해당지역의 물가가 가파른 속도로 상승했기 때문이다. 물가 급

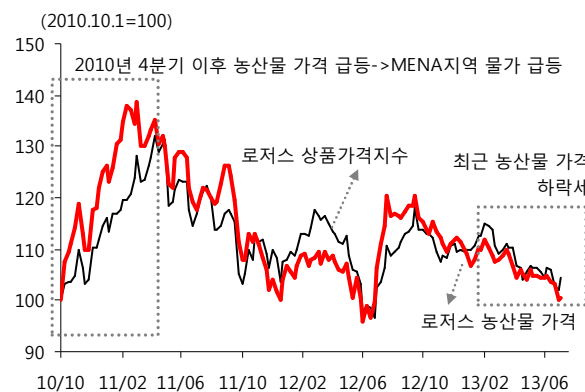
주식시장 투자전략

등으로 정부에 대한 반감이 극도로 높아졌던 시점이다.

로저스 상품가격 지수와 농산물 가격 지수 추이를 비교해 보면, 2010년 4분기 이후 농산물 가격은 전체 상품가격 지수에 비해 가파른 속도로 상승했다. MENA 지역은 저소득 국가들이 상대적으로 많기 때문에 소비자물가지수에서 음식료 관련 비중이 상대적으로 높다. 곡물 가격 상승은 MENA 지역의 저소득 국가들에게는 상당히 치명적으로 작용할 수 있다.

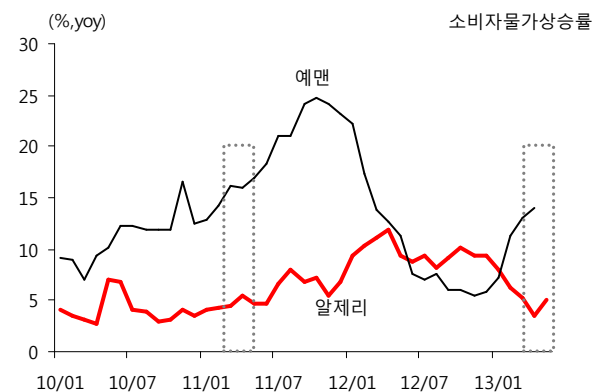
현재 국제 곡물가격은 2011년 초와는 달리 하락세를 보이고 있다(그림14). 최근 데이터를 구할 수 있는 MENA 지역 국가 중 예멘, 알제리 등과 같은 국가들의 물가상승률(y/y)은 2011년 초에 비해서 상대적으로 낮은 수준을 유지하고 있다(그림15). 현재는 2011년 초와 달리 국제 곡물가격 급등세도 나타나지 않고 있으며 MENA 지역의 인플레이션 압력도 당시에 비해 상대적으로 낮은 수준을 유지하고 있다.

[그림 14] 2011년 초 MENA 지역 정정 불안은 에그플레이션이 주도
현재 국제 농산물 가격은 당시와는 달리 하락세



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림 15] 다른 MENA 국가들의 물가는 2011년 초에 비해서는
상대적으로 낮은 수준 유지



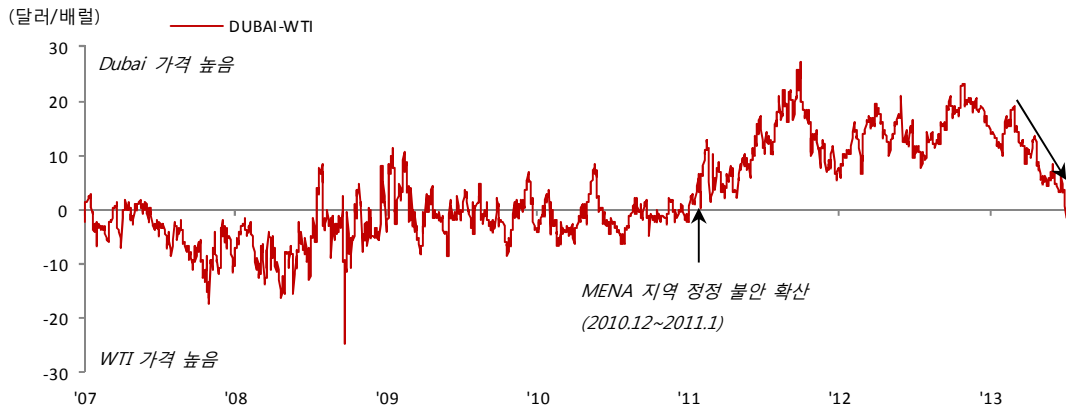
자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

특히 MENA 지역의 경우 Dubai 유를 생산하는 지역이기 때문에 Dubai 유 가격과 WTI 가격 스프레드도 의미 있게 볼 필요가 있다. MENA 지역 정정 불안이 확산되고 있었을 당시 Dubai 유와 WTI 가격 스프레드가 크게 확대됐다는 점을 염두에 둘 필요가 있다. 현재 두 원유 가격의 스프레드는 하락세를 보이고 있다(그림16).

즉 현재 이집트의 정치적 불안이 MENA 지역 전체로 확산될 가능성을 낮게 보고 있다는 것을 입증할 수 있는 지표 중 하나다.

주식시장 투자전략

[그림 16] 2011 년 초와 달리 Dubai 유와 WTI 가격 스프레드가 축소되고 있음. 현재 이집트의 정치적 불안이 MENA 지역 전체로 확산될 가능성이 낮음을 반증하고 있음



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

트라우마(Trauma)를 생각할 정도의 단계는 아니다

포르투갈과 이집트의 정치적 불안은 국내 증시의 변동성을 확대시킬 수 있는 위험변수다. 보다 중요한 것은 여타 국가로의 확산 및 전이 여부일 것이다. 포르투갈 문제가 확산될 경우 유럽위기라는, 이집트 문제가 확산될 경우 MENA 지역 정정불안이라는 트라우마(Trauma)가 있기 때문에 투자심리를 크게 위축시킬 가능성이 있다.

그러나 스페인과 이탈리아 시중은행은 LTRO 를 통해서 유동성 지원을 받은 상태이고, LTRO 실행과 OMT 발표로 유럽의 일부 국가의 정치적 또는 유동성 위험이 유럽 금융시스템 전체에 충격을 가능성은 낮아져 있다.

한편 최근 발생한 이집트 사태도 2011년 초와는 달리 국제 곡물가격이 하락세를 보이고 있어, 물가급등을 바탕으로 한 MENA 국가들의 정정 불안이 확산될 가능성이 낮다. 또한 Dubai 유와 WTI 가격 스프레드도 당시(2011년 초)와 달리 하락세를 보이고 있어, 이집트 문제가 MENA 지역으로 전이될 가능성도 낮아 보인다.

트라우마(Trauma)가 있어 불안할 수는 있지만, 최근 두 국가의 문제가 지난 6월(Fed QE 축소, 중국 단기자금시장 경색)과 같이 국내 증시를 급락시킬 대외환경 변화라고 판단하기는 어렵다. 따라서 국내 증시가 이전 저점(KOSPI 1,770pt)을 재차 하향 이탈할 가능성은 낮다고 판단되며, 두 국가의 문제는 국지전 정도로 마무리 될 것으로 예상된다.