

투자포커스

9월, 미국정책 vs. 유럽 정치 불확실성

Economist 김승현 769-3912 economist1@daishin.com

노출된(?) 악재 9월 위기설 주목할 점은?

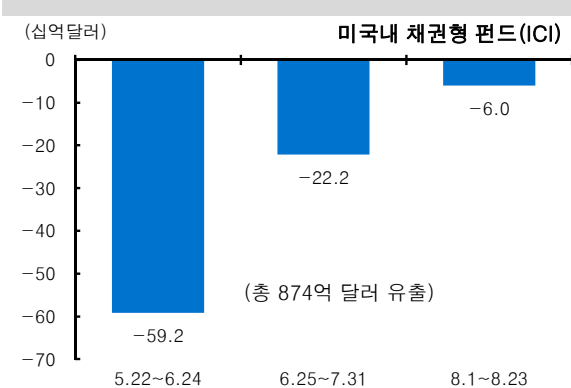
이미 시장은 여러 번에 걸쳐 미국 양적완화에 대한 충격을 흡수해내고 있다. 5월 버냉키 충격이 있었고, 6월에는 FOMC회의에 다시 금융시장 불안이 재연되었다. 특히 8월중에는 신흥국가에서 미국 양적완화 정책 후퇴로 그 충격이 더 클 수 있다는 우려까지 반영되었다.

이런 수 차례에 걸친 충격은 9월 시장에 대한 두가지 생각을 가능하게 한다. 첫째, 이미 악재는 노출되었고 시장은 악재를 선반영하고 있다는 것. 둘째, 실질적인 영향은 아직 나타나지 않아 구체적으로 정책의 후퇴가 시작될 경우 추세적으로 그 영향이 점증될 것이라는 것이다.

궁극적으로 미국의 양적완화 후퇴를 이겨내기 위해서는 둘중의 하나가 필요하다. 우선 양적완화 정책이 후퇴, 혹은 지연되던가 다른 중앙은행의 양적완화 정책으로 중립화 되는 것이다. 두번째, 금리상승에 따른 비용 증대를 이겨낼 수 있을만큼 경기가 개선되어 소득여건이 좋아지는 것이다.

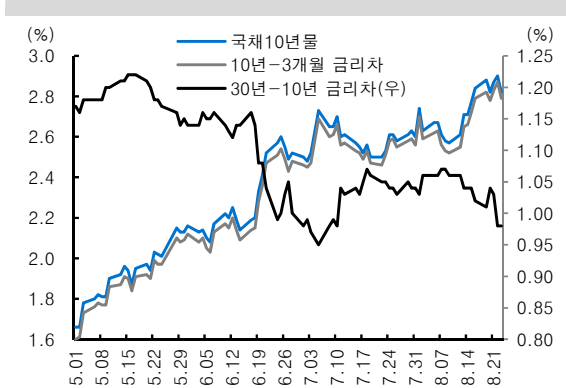
일단 미국의 양적완화 후퇴가 9월부터 개시될 것으로 시장의 생각은 모아지고 있다. 따라서 정책후퇴가 진행됨에 따른 영향을 가정해 시장이 반영하고 있다고 할 수 있다. 미국 정책후퇴 영향이 반영되기 시작한 5월 22일 이후 미국 채권형 펀드에서는 QE3 전체 규모 이상의 자금 유출이 이어졌다. 점차 유출되는 속도는 완화되고 있지만 총액으로 보면 미국의 양적완화 정책 후퇴가 3개월 정도의 시간에 압축적으로 진행된 것과 유사한 충격이 진행된 것이다.

그림 1. 미국 채권형펀드 자금이동 추이



자료: ICI(Investment Company Institute), 대신증권 리서치센터

그림 2. 미국 국채금리 변동은 10년물에 집중



자료: CIBC, 대신증권 리서치센터

5월 이후 경기흐름에서 가장 큰 변화는 유럽이다. 미국 경기는 등락을 거듭하고 있는 반면 유럽 경제상황은 개선추세를 이어오고 있다. 그러나 아직은 유럽경제 회복은 지역경제 회복으로 인식되는 경향이 더 강하며 이런 유럽경제 회복이 세계 경제에 활력을 줄 것이라는 믿음은 약하다. 때문에 미국 정책후퇴에 따른 영향을 상쇄할 수 있는 충분한 변수로써의 영향력을 발휘하고 있지는 못하다.

9월에 예상되는 악재는 미국 양적완화에 따른 영향만은 아니다. 미국의 정책후퇴 이슈 뿐만 아니라 9월에 시장에 영향을 줄것으로 예상되는 악재는 유럽의 정치적 불확실성을 들 수 있다. 연정이 와해될 수 있다는 불안한 정치적 상황이 이어지고 있는 이탈리아와 9월 22일에 예정된 독일 총선 일정 때문이다. 그리스 문제 등 오랜 기간 유럽의 정치적 불확실성 확대는 시장에 악재로 작용해온바 있다.

미국 변수는 9월 17~18일로 예정된 FOMC회의 뿐만은 아니다. 9월에는 수면아래에 있었던 미국 재정과 관련된 이슈가 부각될 것이다. 10월부터 시작되는 새 회계년도를 위한 예산도 통과시켜야 한다. 재정이슈의 부각은 통화정책의 후퇴 가능성을 낮추는 요인이 될 수도 있지만 정책 완화속도를 늦추는 통화정책 이슈에 비해 재정긴축정책이 가동된다면 미국 경제에 더 큰 부담요인으로 작용할 수 있다.

이런 산적한 문제들이 모두 낙관적인 시나리오로 전개될 것이라고 장담하기는 어렵다. 따라서 금융시장은 9월에는 경계의 시각을 놓기 어려울 것이다. 비록 경기회복에 대한 기대가 지속적으로 커지고 있음에도 이를 적극적으로 반영하지 못하는 이유는 비록 예고된 악재이지만 그 해소가 확인되지 않았기 때문일 것이다.

일본의 소비세인상 관련 문제, 그리고 불안한 동남아시아 등 신흥시장 문제 등도 여전히 해결되지 않은 이슈이다. 그러나 이런 이슈는 미국 양적완화 후퇴와 관련되어 있다. 따라서 9월 위기설은 미국과 유럽 두 지역의 문제로 볼 수 있다. 특히 미국의 정책 후퇴(재정 통화정책 모두 완화에서 긴축으로 전환 위험이 존재)와 유럽의 정치적 불확실성으로 압축해서 볼 수 있다. 이를 감안한다면 9월 시장은 월초 안도 이후 월 후반에 경계심이 높아지는 추세로 진입할 가능성이 크다.

그림 3. 미국을 앞서기 시작하는 유럽경기 회복 기대

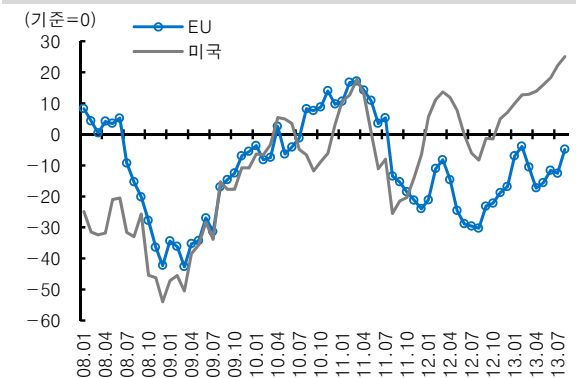
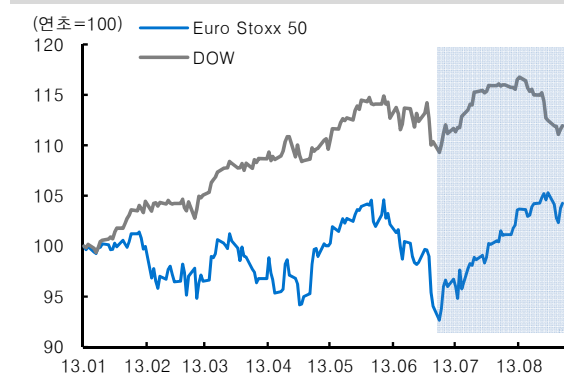


그림 4. 7월 이후 유럽주식의 상대 강세



미국, 통화정책 vs. 재정정책

미국 재정정책과 관련된 이슈는 신용등급 강등 이라는 충격 이후에는 시장에 큰 악재로 작용하지는 않았다. 미국의 재정정책은 긴축을 최대한 지연시키는 기조로 유지되었기 때문이다. 긴축에 대한 필요성을 인식함에도 불구하고 그 동안 경기를 더 우선시해서 부채구조를 개선시키는 긴축 정책을 미뤄온바 있다.

그런데 이런식의 긴축 연장이 더 지속되기 어려워질 수 있다. 오는 9월중에 미국은 새 회계연도 예산안을 통과시켜야 하며, 또 다른 한편으로는 이미 한계에 다다른 정부의 부채발행 한도를 상향시켜야 하는 문제에 직면해 있다. 이 두가지가 해결되는 과정에서 그 크기는 달라지겠지만 미국 재정 긴축이 추가적으로 더 진행될 가능성이 있다. 8월은 미국 의회가 휴가 기간이다. 9월 의사일정이 재개(9일)되면 재정 이슈에 대한 민주, 공화 양당간의 입장차이가 시장에 전달될 것이다.

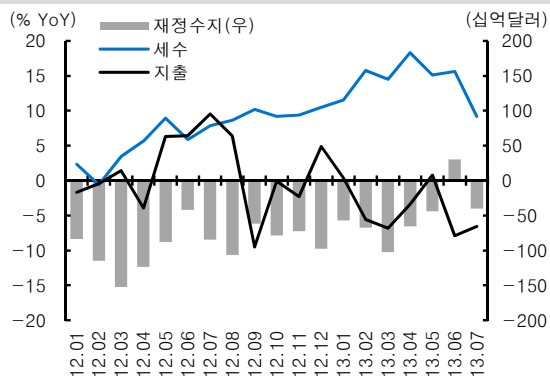
먼저 예산안 통과 문제이다. 10월부터는 미국의 새로운 회계연도가 개시된다. 지난해에도 미국은 회계연도 시작전에 예산안을 통과시키지 못했다. 심지어 오바마 대통령이 집권한 이후 기한내에 예산안이 통과된 적이 없었다. 그런데 올해에 다른 것은 이미 합의한 자동예산 삭감(Sequester) 때문이다.

올해에는 회계연도 중에 합의가 되었기 때문에 총 850억 달러의 자동감축이 있었다. 그러나 새 회계연도에는 1,100억 달러의 지출 감축이 예정되어 있다. 10년에 걸쳐 총 1.2조 달러의 지출을 줄이는 것은 이미 합의된 정책이다. 예산안이 무난히 통과되면 1,100억 달러의 추가적인 자동예산 삭감이 더해지고, 통과되지 못하면 정부중단 사태에 직면할 수 있다.

한편 9월중에는 한계에 도달한 미국 부채한도를 상향시키는 합의가 필요하다. 더 이상은 부채한도 없이 재정 운영이 어려운 상황에 직면하기 때문이다. 지난 5월 이미 소진된 부채한도를 대체하기 위해 2,600억 달러의 긴급 자금을 확보한바 있다. 그런데 9월중에는 이런 긴급자금마저 소진되거나 시간을 벌기 위한 더 혹독한 긴축이 필요할 수 있다. 이제 새로운 부채한도가 필요하다.

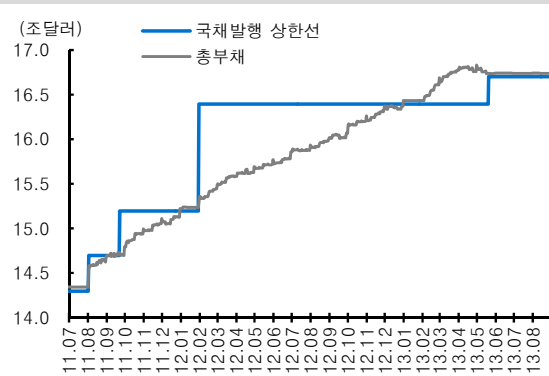
역시 합의하지 못할 경우 미국 정부가 최악의 경우 채무 불이행까지 몰릴 수 있는 위험이 있다. 부채한도 상향문제 협상에서도 야당인 공화당은 자동긴축 이행과 사회보장제도 개혁(지출 축소) 등을 요구할 것이다.

그림 5. 미국 2차 자동긴축 발효시 3% 이상 지출 축소



자료: CEC, 대신증권 리서치센터

그림 6. 미국 부채한도 더 이상 물러설 곳이 없다



정책후퇴 이슈(Tapering)가 부각된 3차 양적완화 정책은 부채조정에 직면한 미국정부의 지출 축소에 따른 영향을 완화시키기 위한 차원에서 도입된 정책이다. 따라서 전년보다 더 강도 높은 긴축 시행이 예상되는 상황에서 통화정책 후퇴까지 가세할 가능성은 낮다. 만약 재정 및 통화정책 모두 후퇴한다면 미국 경기악화를 견디기 어려울 것이기 때문이다.

미국은 그동안 경기 우호적인 정책을 유지해왔고, 통화정책 후퇴와 관련해서 경기(실업률)개선이 전제조건임을 명시하고 있다. 따라서 재정지출의 축소 가능성은 이제껏 시장을 힘들게한 통화정책의 후퇴 가능성을 낮추는 요인이다.

유동성의 후퇴와 재정긴축 확대에 따른 미국 경기 부진 두가지중에서 어느 것이 더 부정적인 영향을 줄 것인지는 현 시점에서 명확하지 않다. 그러나 세계 경제와 금융시장 측면에서 본다면, 미국을 대체할 수 있는 규모의 유로존 경기가 회복되고 있기 때문에 미국의 재정지출 축소에 따른 경기하강 우려는 더 쉽게 극복할 수 있을 것이다.

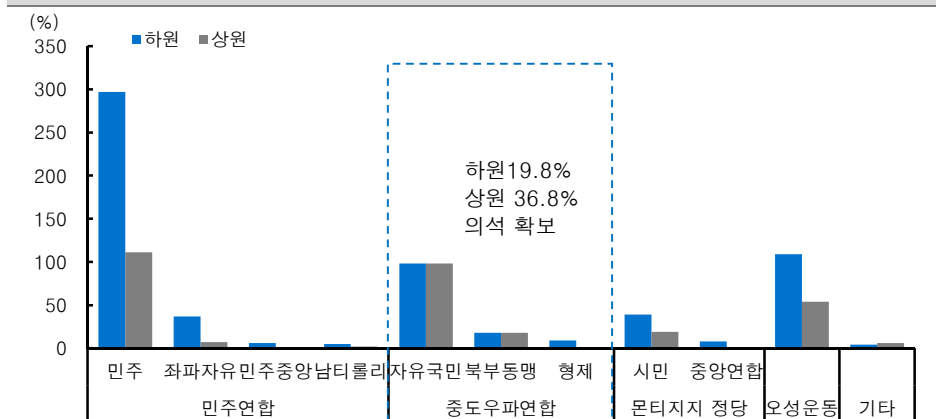
또한 여전히 완화적인 통화정책을 이어가고 있는 일본과 유럽의 통화정책도 안도감을 더해줄 수 있는 변수이다.

유럽의 정치적 불확실성

유럽 경기회복은 가시성이 높아지고 있다. 기대보다 빠르게 유럽경기 회복이 확인되고 있으며, 한국, 중국, 일본 등 수출비중이 높은 국가들의 대유럽 수출도 뚜렷한 회복이 확인되면서 유럽 경기 회복이 세계경기에 기여하고 있다. 이런 유럽경기 회복은 오랜 부진에 따른 잠재된 억눌린 수요와 부양적인 정책마련 효과의 합작품이라 할 수 있다.

그런데 유럽의 정치적 불확실성이 커진다면 우호적인 정책에 대한 기대가 후퇴하고 유로존의 정책 공조도 무너질 수 있다는 우려가 제기될 수 있다. 일단 정치적 불확실성을 높이는 국가는 이탈리아이다. 베를루스코니 전 총리가 실형이 받은 이후 사면을 요구하는 자유국민당이 현재의 연정구도를 깰 수 있다는 위협을 하고 있기 때문이다.

그림 7. 이탈리아의 상하 양원에서 베를루스코니의 자유국민당의 지위



자료: 대산증권 리서치센터

9월 9일에 베를루스코니 전총리의 상원의원직 박탈여부를 결정하는 심의가 예정되어 있다. 여기에서 의원자격을 박탈할 경우 그의 정치적 입지가 크게 악화되는 것은 불가피하다. 여기에 대응해 자유국민당 의원은 대통령에게 그의 사면을 요구하고, 사면이 관철되지 않을 경우 의원직을 사퇴하겠다고 밝힌바 있다. 또한 베를루스코니는 현재 5명의 자유국민당 소속 장관 사임 가능성을 언급하기도 했다.

현재 나폴리나토 이탈리아 대통령은 사법부의 베를루스코니에 대한 유죄판결을 지지한다고 표명한바 있다. 따라서 현 상황으로 본다면 자유국민당의 후퇴에 의해 이탈리아 연합정부가 와해될 수 있다. 하원에서는 민주연합이 54.8%의 의석을 확보하고 있지만 상원의석 비율은 38%이며, 몬티 지지당을 규합해도 과반을 넘지 못한다.

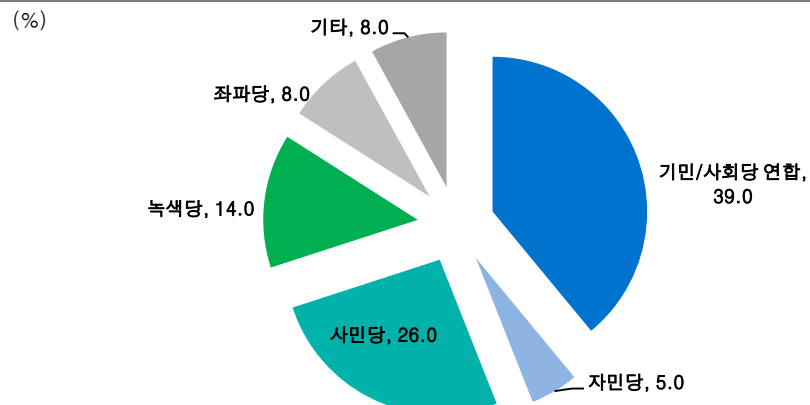
이탈리안 연정이 무너질 경우 긴축의 이행과 지금껏 유지되온 안정이 깨질 수 있다는 우려가 부각될 수 있다. 자유국민당을 연정에 계속 두기 위해서는 우선 베를루스코니 전 총리의 사명과 자유국민당이 주장해온 재산세의 폐지라는 긴축에 반하는 정책을 도입해야 하는 과제를 풀어야 한다.

한편 독일에서는 9월 22일에 총선이 예정되어 있다. 현재는 메르켈이 이끄는 기민/사회당 연합이 높은 지지율을 확보하고 있다. 그러나 선거와 관련된 불확실성은 현재의 연합정부가 과반의석 확보가 불확실하다는데 있다.

현재 연정 파트너인 자민당의 지지율이 5%에서 등락하고 있는데, 지지율 5%를 확보하지 못하면 비례대표 의석을 얻지 못함으로써 현재 지지율 하에서는 연정 구성 정당들이 과반의석 확보가 어려워진다. 이 경우 메르켈 총리는 사민당까지 포괄하는 대연정 구성을 고려해야 한다. 사민, 녹색당 연합이 좌파를 규합하면 오히려 과반 의석을 확보할 가능성도 있다.

총선 전에 메르켈 총리는 더 높은 지지율을 확보하기 위해 경기 우호적인 정책을 강화하고 현재의 정책 효과에 대한 홍보에 주력할 것이다. 그러나 지지율 확대에 실패할 경우 현재 유럽경제 안정 및 회복을 이끌어 온 독일의 주도력이 상실되는 것은 불안요인이다. 만약 독일 총선결과가 야당의 승리로 확인될 경우 유럽경기회복 기대 약화는 불가피할 것이다. 유럽의 정치불확실성이 확대된다면 미국발 변수보다 악재로써의 영향력은 오히려 더 커질 수 있을 것이다.

그림 8. 독일 주요 정당별 지지율 추이



자료: 대신증권 리서치센터