

Market Issue

Market Analyst
김 정 현
02 6915 5792
john@ibks.com

그리스 우려는 매수 기회

- 그리스 우려는 지난 2월 협상에서 4개월 연장된 구제금융 종료가 다가오면서 불확실성이 증대
- 향후 그리스 채무협상 과정에 따라 1) 그리스와 채권단 간 합의안 도출 이후 채무 재협상 타결, 2) 디폴트 발생 후 유로존 잔류, 3) 디폴트 발생 후 유로존 탈퇴의 3가지 시나리오가 예상
- 그리스의 유로존 탈퇴는 경제뿐만 아니라 정치적으로도 가능성 매우 낮아
- 이번 달 말 그리스 디폴트가 발생하더라도 과거 2012년과 비교해 상당히 단기적이며 제한적 충격 예상돼 그리스 디폴트 우려로 인한 금융시장의 조정은 중장기적 매수 기회라는 판단

그리스 관련 불확실성 더욱 확대

6월들어 대외 불확실성에 외국인 순매도 지속되며 KOSPI도 하락세를 보이고 있다. 미국 FOMC 회의는 시장이 예상했던 수준에 머무르며 불확실성이 완화됐지만, 그리스 우려는 불확실성이 점점 더 커지고 있다.

그리스 우려는 중장기적 또 하나의 매수 기회

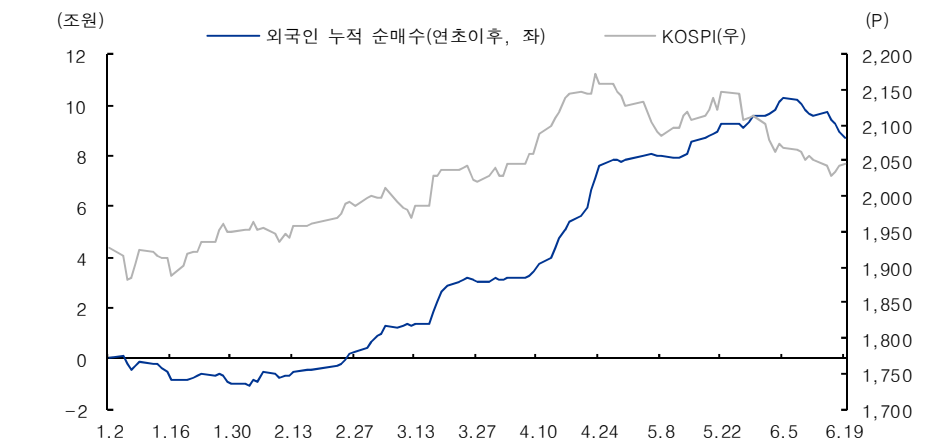
그리스와 채권단이 입장 차이를 좁히지 못한 채 그리스의 디폴트 가능성은 점점 커지고 있다. 그리스의 벼랑 끝 전술이 이어지며 선택적 디폴트는 가능성은 높지만, 그리스와 채권단 모두가 손해를 보게 되는 그렉시트(Grexit) 가능성은 매우 작다고 판단돼 그리스 우려는 중장기적으로 또 하나의 매수 기회라고 판단된다.

대내외 불확실성에 KOSPI 하락세 이어가

KOSPI 대내외 불확실성에 따른 외국인 순매도에 하락세 이어가

5월 마지막 주 이후 KOSPI는 대내외 불확실성에 따른 외국인 순매도 지속에 하락세를 이어가며 지난 6월 16일에는 장중 2,010P선 마저 하회했다. 6월 가장 큰 대외 불확실성으로 작용했던 미국의 FOMC 회의는 기준금리 동결과 점진적인 금리 인상 시사로 비둘기파적이었다는 평가를 받으며 국내외 증시에 호재로 작용했다. 그러나 미국 FOMC와 함께 가장 큰 대외 불확실성으로 작용하고 있는 그리스 이슈는 여전히 현재 진행형이며 오히려 그 불확실성이 증가되고 있다.

그림 1. 연초 이후 KOSPI와 외국인 순매수



자료: Wisefn, IBK투자증권

그리스, 2차 구제금융
미지급 분 72억유로
지급되지 못하면 디폴트
불가피

이미 오래된 그리스 약재, 또 다시 부각

그리스의 유로존 이탈을 의미하는 ‘그렉시트(Grexit)’라는 단어는 씨티그룹의 월렘 바우터가 2012년 2월 6일 발표한 보고서에서 처음 사용됐다. 올해 1월 그리스 총선에서 급진좌파연합인 시리자가 승리한 이후 그리스 우려는 재부각되며 ‘그렉시트’라는 단어도 더 많이 들리고 있다.

이미 오래돼서 식상하기까지 했던 그리스 우려는 그리스와 채권단간의 협상이 장기간 교착 상태에서 벗어나지 못하고 지난 2월 협상에서 4개월 연장된 구제금융 프로그램의 종료가 다가오면서 불확실성이 증대되고 있다.

앞으로 남아있는 그리스의 부채 상환 일정을 보면, 우선 가장 가까운 시일 내에는 이번 달 말일 IMF에 15.39억유로의 채무를 상환해야 한다(단 IMF에 채무를 상환하지 못하더라도 IMF는 이를 디폴트 대신 연체로 간주해 그리스는 기술적으로 디폴트 되지 않는다). 또한 7월 20일에는 34.91억유로의 국채를 ECB와 EIB에 상환해야 하는 등 7~8월에만 112억유로의 상환 일정이 기다리고 있다.

이미 채무 불능 상태인 그리스는 2차 구제금융 중 미지급 분 72억유로가 지급되지 못한다면 결국 디폴트를 상황을 피할 수 없게 된다.

표 1. 그리스 부채 상환 일정 (2015년 6월~12월)

날짜		종류	규모(백만유로)
6월	30일	IMF	1,539
7월	10일	T-bill	2,000
	13일	IMF	450
	14일	엔화 표시 국채	84
	17일	T-bill	1,000
	20일	국채	3,491
8월	7일	T-bill	1,000
	2일	국채	3,188
9월	4일	T-bill	1,400
	4일	IMF	300
	14일	IMF	338
	16일	IMF	563
	21일	IMF	338
10월	9일	T-bill	1,400
	13일	IMF	450
	29일	그리스 철도청	174
11월	6일	T-bill	1,138
12월	7일	IMF	300
	16일	IMF	564
	21일	IMF	338

자료: IMF, Bloomberg, UBS, IBK투자증권

그리스 채무협상에 따른 향후 시나리오

그리스 채무협상 과정에 따라 3가지 시나리오 예상

시나리오 1) EU 정상회의 통해 합의 도출 후 채무 재협상 타결

향후 그리스 채무협상 과정에 따라 1) 그리스와 채권단 간 합의안 도출 이후 채무 재협상 타결, 2) 디폴트 발생 후 유로존 잔류, 3) 디폴트 발생 후 유로존 탈퇴의 3가지 시나리오가 예상된다.

첫 번째 시나리오는 오는 22일 예정된 긴급 EU 정상회의와 25~26일 예정된 EU 정상회의를 통해 정상들간의 합의 도출 후 실무진간의 채무 재협상이 타결되는 것이다. 치프라스 총리는 집권 후 줄곧 협상은 국민의 선택을 받을 지도자들이 결정해야 한다고 주장해왔고, 그리스의 다수 여론도 채권단의 요구에 타협하더라도 유로존에 남아야 한다고 치프라스 총리에 타협을 압박하고 있는 것으로 알려졌다.

또한 외신에 따르면 독일 메르켈 총리는 현지시간 18일 연설에서 “독일 정부는 그리스가 유로존에 남도록 노력하고 있으며 그리스 정부의 의지가 있다면 타결이 가능할 것”이라고 밝혔고, 프랑스 올랑드 대통령도 “합의할 수 있도록 모든 일을 다해야”한다고 언급해 정상들간의 극적 타협이 이뤄질 수 있을지 기대를 모으고 있다. 그러나 그리스와 채권단이 지난 5개월 동안 의견 차이를 좁히지 못했는데 정상들이 만난다고 협상이 타결될 수 있을지는 여전히 미지수다.

시나리오 2) 그리스 디폴트 발생 후 유로존 잔류

두 번째 시나리오는 디폴트 발생하지만 그리스가 유로존에 잔류하는 것이다. EU 정상회의에서도 합의점을 도출하지 못하면 그리스는 6월 30일 예정된 IMF 채무 상환을 이행하지 못한다. 그러나 앞서 언급한 데로 그리스가 6월 30일 예정된 IMF 채무를 상환하지 못하더라도 IMF는 이를 연체로 보기 때문에 기술적으로 디폴트는 발생하지 않는다. 하지만 금융시장은 단기적인 충격을 받을 가능성이 크다.

실질적으로 진정한 디폴트 위기는 7월 20일이 될 것으로 보인다. 34.91억유로의 국채를 ECB와 EIB에 상환하지 못한다면 유로존 회원국들은 그리스에 대한 긴급유동성지원(ELA) 중단을 논의하게 될 것이다. 그러나 전면적인 긴급유동성지원 중단은 되지 않고 채무 불이행도 선택적 디폴트(Selective Default; 전체 채무 중 일부만 상환되지 않음을 나타내는 신용등급)가 되며 그리스와 채권단 간의 협상이 지속되고 그리스는 유로존에 잔류하게 된다.

이 경우 그리스의 자본 유출 속도는 더 빨라지게 될 것이며 그리스 정부는 자본 유출을 막기 위해 부분적인 자본통제를 실시할 수 있다. 이미 치프라스 정부는 지난 2013년 3월 27일뱅크런이 확산되자 약 일주일 간 부분적 자본통제를 실시한 바 있다.

시나리오 3) 그리스 디폴트 발생 후 유로존 탈퇴

마지막 시나리오는 디폴트 발생 후 그리스가 유로존을 탈퇴하는 것이다. EU 정상회의에서도 합의 도출 실패 후 IMF와 ECB 채무 상환 불이행으로 디폴트가 발생하고 이에 따른 충격으로 자본 유출이 가속화되고 ECB의 긴급유동성지원이 중단되면 자본통제와 병행통화 발행 등 그리스의 유로존 탈퇴가 가시화될 가능성이 높다. 이 경우 드라키 총재가 언급했던 것처럼 ‘미지의 영역(uncharted territory)’으로 진입하게 된다.

그리스 디폴트 우려는 매수 기회를 제공

그렉시트는 경제뿐만 아니라 정치적으로도 가능성이 매우 낮아

그렉시트는 그리스 경제뿐만 아니라 시리자 정부에도 득이 될 게 없어

독일 입장에서
그렉시트는 막아야 하는 상황

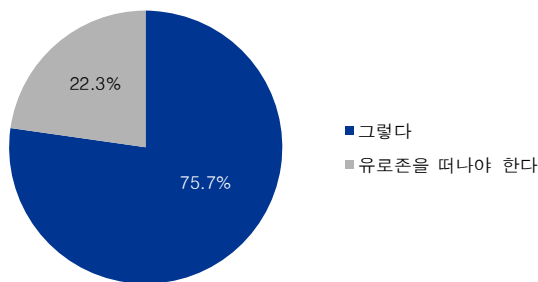
금일 예정된 긴급 EU 정상회의에서 정상들간의 합의가 도출되면 그리스 관련 불확실성은 해소되겠지만 그렇지 못한 경우 유력한 시나리오는 두 번째 시나리오가 될 것이다. 즉 그리스의 유로존 탈퇴는 경제뿐만 아니라 정치적으로도 가능성이 매우 낮다고 판단된다.

그리스 여론조사 기관의 설문치에 따르면 어떤 대가를 치르더라도 유로존에 남아 있어야 한다고 생각하는 그리스 국민이 70% 이상이며 최근 블룸버그에 따르면 수 천명에 이르는 아테네 시민들이 그리스 의회 건물 주변에서 신속한 구제금융 합의를 촉구하며 대규모의 시위를 진행하기도 했다. 그리스 국민들이 유로존에 남기를 원하고 있는 상황에서 치프라스 정부가 강경 노선을 고수하다 디폴트가 발생되고 그리스가 유로존에서 탈퇴된다면 시리자 정부 또한 붕괴될 가능성이 높다. 그리스에게는 재앙에 가까운 그렉시트는 그리스 경제뿐만 아니라 시리자 정부에게도 득이 될 것이 없다.

또한 유로존 최대 경제대국이며 유럽연합으로 인한 최대 혜택을 받고 있는 독일 입장에서 그리스 유로존 이탈은 막아야 하는 상황이다. 영국 총선에서 EU 탈퇴를 공약으로 내세운 보수당이 재집권하고 스페인 지방선거에서는 반긴축·반EU 성향의 좌파연합이 선전하는 등 유로존에 회의적인 세력들이 힘을 얻고 있는 상황에서 그리스의 유로존 탈퇴는 유로존 체제를 위협하는 도화선이 될 것이기 때문이다. 유로존 유지를 위해 ECB의 양적완화도 허용한 독일이 그렉시트로 유로존 체제가 위협받는 것을 허용하기는 쉽지 않을 것이다.

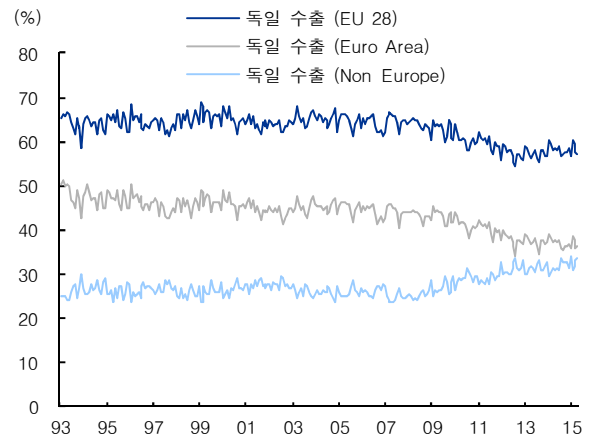
그림 2. 그리스 국민들은 유로존 잔류 희망(2015년 1월)

'어떤 대가를 치르더라도 유로존에 남아 있어야 한다고 생각하느냐'는 질문



자료: 그리스 여론조사기관 GPO, IBK투자증권

그림 3. 독일의 EU 28개국에 대한 수출 비중은 약 60%



자료: CEIC, IBK투자증권

그리스의 IMF 채무상황 불이행 시 단기적이며 제한적 충격 예상

그리스 부채 공공기구 비중 높아 개별 국가 및 금융기관으로 피해 전이 가능성 낮아

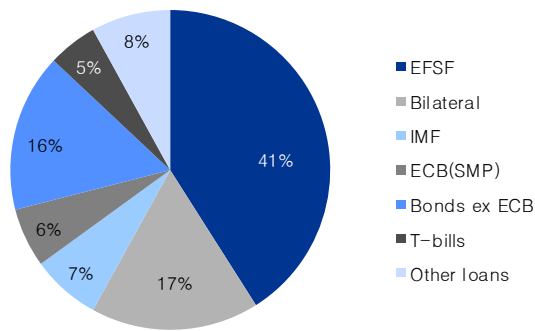
두 번째 시나리오처럼 이번 달 말 그리스가 IMF 채무 상환을 못할 경우 단기적으로 금융시장에 충격은 불가피할 것이다. 하지만 이마저도 2012년과 비교해 상당히 단기적이며 제한적인 충격이 될 것으로 예상된다.

우선 그리스의 부채 구조가 2012년 부채 상각 이후 ECB와 IMF 등 공공기구 비중이 민간 기관보다 높아졌다. EFSF와 IMF, ECB 등 공공기구의 부채가 전체 부채의 절반 이상을 차지하고 있다는 것은 개별 국가 또는 개별 금융기관으로 피해가 전이될 가능성이 상당히 낮아졌음을 의미한다.

ECB QE가 그리스 충격
완화

또한 ECB는 지난 3월부터 양적완화를 실시해 매월 600억유로의 자산 매입을 진행하고 있다. ECB의 양적완화는 그리스 국채금리 상승이 주변국으로 확산되는 것을 막아주는 역할을 하고 있다.

그림 4. 그리스 부채 구성(2015년 1분기 말)



자료: MinFin, IMF, EC, UBS, IBK투자증권

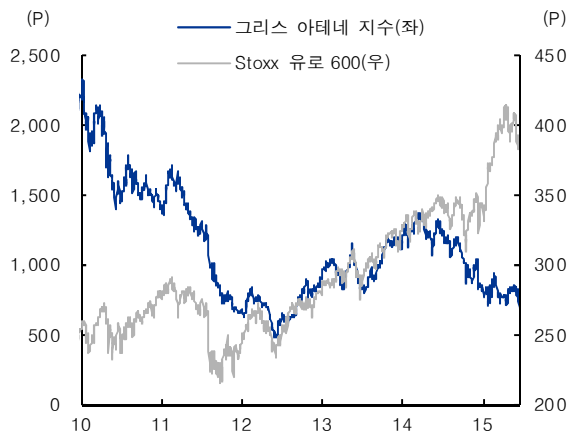
그림 5. ECB 양적완화 지속



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그리스의 디폴트 가능성은 높아졌지만 그 충격이 상당히 제한적이라는 것은 금융시장에서도 이미 반영되고 있다. 유럽 증시와 남유럽 국가들의 국채금리는 최근 그리스 디폴트 우려를 반영하고 있긴 하지만 2012년 대비 상당히 안정적인 수준을 보이고 있다.

그림 6. 그리스와 유럽 증시



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 5. 남유럽 주요국 10년물 국채 금리



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그리스 디폴트 우려로 인한
조정은 매수 기회

그리스의 디폴트 및 유로존 이탈은 경제뿐만 아니라 정치적 이슈도 결합되어 있어 예측이 어려운 이슈이다. 그럼에도 분명한 사실은 그리스 리스크 확산은 그리스와 채권단 모두에게 득이 될 게 없으며, 과거 남유럽 재정위기 때와는 다르게 그리스 우려가 글로벌 금융시장에 미치는 영향은 단기적이며 제한적일 것이라는 점이다. 그리스 디폴트 우려로 인한 금융시장의 조정은 중장기적으로 또 하나의 매수 기회라고 판단된다.