

정치의 논리는 자본의 논리를 이기지 못한다

4월 월간 밴드	1,950-2,150pt
2011 연간 밴드	1,880-2,400pt
12MF PER	10.1배
12MF PBR	1.31배
Yield Gap	6.2%P

- ▶ 포르투갈과 그리스 이슈에도 유럽 단기 금융시장이 비교적 안정되어 있는 이유
- ▶ 정치의 논리는 자본의 논리를 이기지 못한다: 핀란드 선거와 유럽안정기금(EFSF)의 관계
- ▶ 1989년 브래디 본드의 부활 가능성 점증: 유럽 재정위기 해결책의 종결자

포르투갈과 그리스 이슈에도 단기 자금시장이 비교적 안정되어 있고 전염 징후도 별로 없어

■ 포르투갈과 그리스 이슈에도 왜 단기 금융시장은 안정되어 있는가

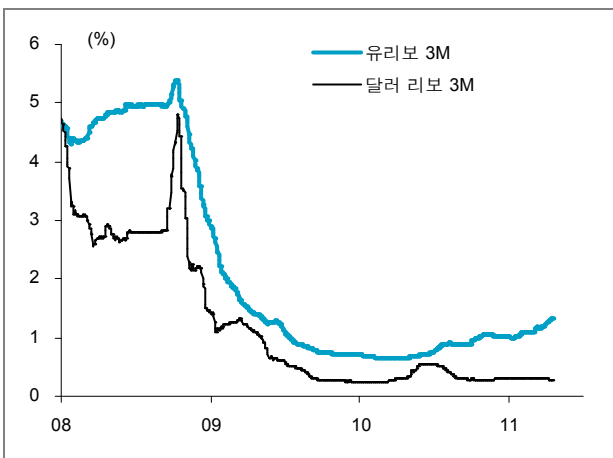
포르투갈이 구제금융을 신청했고 그리스는 채무조정(restructuring) 이슈로 몸살을 앓고 있다. 게다가 17일 핀란드 총선에서는 포르투갈 구제금융을 반대하는 극우정당인 ‘진짜핀란드인(True Finns)’ 당이 19%의 득표율을 기록, 정치외교적 리스크까지 확산되었다.

그러나 시장의 반응은 생각보다 둔감하다. 그리스와 포르투갈의 CDS 프리미엄이 급등하고 단기 국채금리가 가파르게 상승하면서 역 일드커브의 상황이 발생하고 있지만

- ▲ 유리보 등 단기 자금시장의 반응은 상당히 미미하고
- ▲ 최대 채권자인 독일과 프랑스의 은행들의 CDS 프리미엄은 하락 중이다
- ▲ 스페인과 이탈리아로의 전염(contagion) 징후도 강하지 않은 상황이며
- ▲ 최종 대부자(last resort) 역할을 담당하는 독일의 국채 금리는 하락중이다.

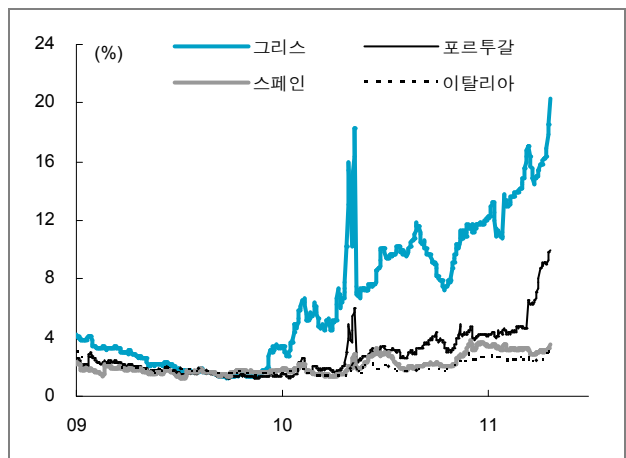
시장이 멍청한 것일까, 아니면 우리가 모르는 뭔가 묘안이라도 있는 것일까.

[그림 1] 유리보 : 소폭 올라가고 있지만 패닉 상태라고 보기 어려움. ECB 금리인상을 반영한 정도의 반응



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 단기물 금리 비교: 그리스와 포르투갈은 가파르게 올라가지만 스페인과 이탈리아는 비교적 안정



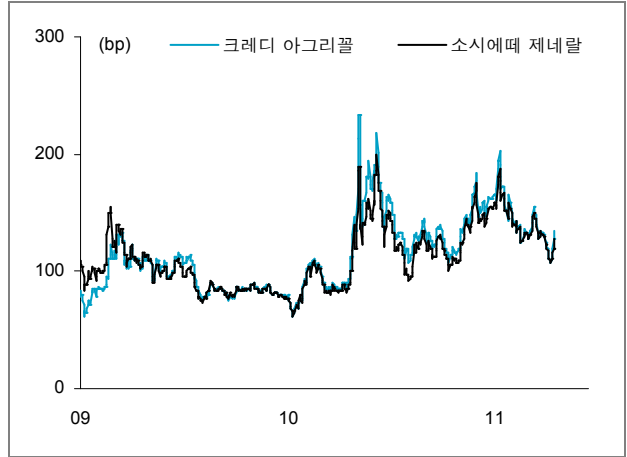
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] 독일 주요 은행의 CDS 프리미엄 하락 중 : 드레스드너뱅크, 코메르츠뱅크



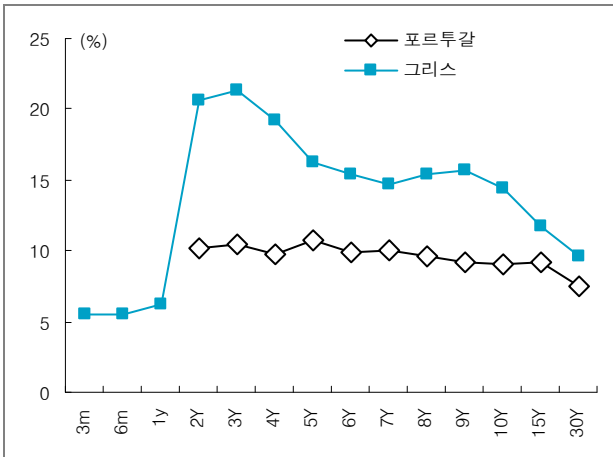
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 프랑스 주요 은행의 CDS 프리미엄도 하락 중 : 크레디 아그리콜, 소시에테 제네랄



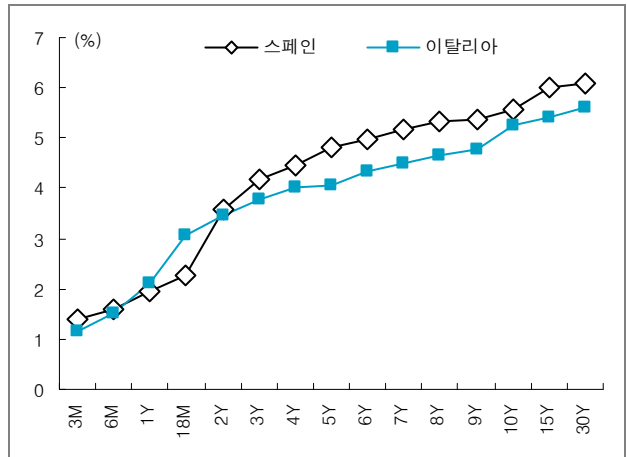
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 5] 그리스와 포르투갈은 단기금리보다 장기금리가 낮은 역 일드커브 발생: 디폴트 가능성 내포



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] 스페인과 이탈리아의 국채 일드커브는 정상적인 형태를 유지: 전염(contagion) 현상 없어



자료: Bloomberg, 한국투자증권

■ 정치의 논리는 자본의 논리를 이기지 못한다

유럽안정기금에서 핀란드가 차지하는 비중 1.8% 불과
: 여타 채권국에서 기금 부족분 매우게 될 가능성 높아

일단 유럽안정기금(EFSF)에서 핀란드가 차지하는 비중이 크지 않다는 점이 하나의 위안이다. 4천억 유로의 EFSF 구제 기금에서 독일이 27%, 프랑스가 20%, 이탈리아가 18%, 스페인이 12%를 부담하고 있다. 핀란드의 기금 부담액은 1.8% 수준이다.

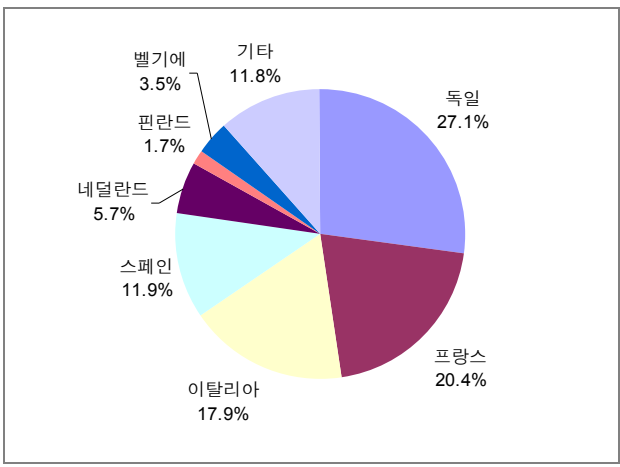
만약 ‘진짜핀란드인’ 당의 반대로 핀란드 의회에서 구제금융 지원 법안이 부결되더라도 여타 회원국들이 부족분을 채우면 그만이다.

물론 이 경우 반대 여론들이 여타 회원국 내에서 또다시 불거질 것이다. 지금 유럽의 문제는 ‘경제가 아니라 정치(It’s Politics, Stupid!)’다.

구제금융 지원 안하면
손해보는 것은 회원국 자신
: 정치의 논리는 자본의 논리를 이기지 못한다

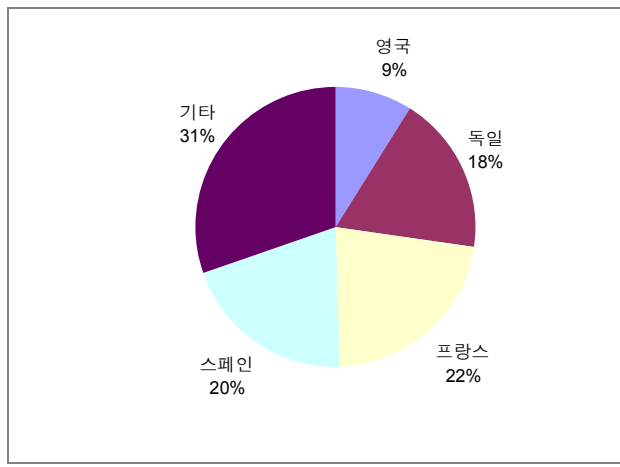
그러나 그리스와 포르투갈 구제금융을 지원하지 않을 경우 손해보는 것은 회원국 자신이다. 현재 두 국가의 최대 채권국은 독일과 프랑스, 스페인이기 때문이다. EU가 이미 핀란드의 승인 실패를 가정하고 ‘플랜 B’를 준비하고 있다는 소문이 무성한 것은 이 때문일 것이다. 결국 정치의 논리는 자본의 논리를 이기지 못하는 법이다.

[그림 7] EFSF 기금 부담 국가별 비중: 핀란드의 부담액은 1.8%에 불과하며 독일, 프랑스 등 채권국들이 주도



자료: EFSF, 한국투자증권

[그림 8] 그리스와 포르투갈 국가별 은행권 익스포져 : 독일, 프랑스, 스페인 61%에 달해



주: 2010년 3분기말 은행권 익스포져 기준
자료: BIS, Bloomberg, 한국투자증권

1989년 브래디 본드의
부활 가능성 조심스레 거론
: 장기채 전환으로 상환 가
능성 높이고 은행 시스템은
지켜

■ 1989년 브래디 본드의 부활인가 : 장기채 전환이 핵심

인류는 힘들수록 역사에서 답을 찾기 마련이다. 현재 유럽 재정위기 해결책의 종결자(?)로 조심스레 거론되기 시작한 방안이 있다. 1989년 브래디 본드의 부활이다.

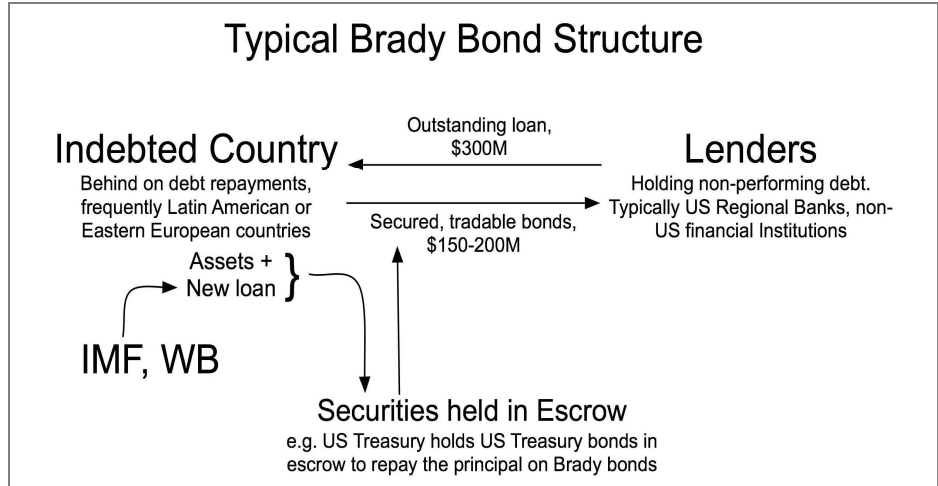
브래디 본드는 1989년 미국의 재무장관 니콜라스 브래디가 개발도상국(정확히는 라틴 아메리카) 채무구제방안의 일환으로 제안한 채권이다.

당시 디폴트 우려에 직면했던 중남미, 아프리카, 아시아, 동유럽의 17개 국가가 국제금융시장에서 미국 정부의 보증 아래 미 국채를 담보로 25~30년 만기의 장기 채권을 발행했고, 여기에 투자하는 투자자들은 IMF로부터 자금을 용자받았다. 중남미 국가들에게 돈을 꾸준 것이 대부분 미국 은행들이었기 때문에 꾸 준 돈을 돌려받기 위해, 미국 은행의 대규모 파산을 막기 위해 짜낸 묘안이었다.

이 브래디 채권의 핵심은 ▲ 기존 외채를 최장 30년 만기의 장기채로 전환하여 상환 가능성을 높였고 ▲ 미국 정부의 지급보증이 있는 채권과 지급보증이 없는 대신 높은 수익률을 보장하는 채권 두 가지로 나누어 발행해 투자자들의 투자욕구를 자극하였다는 점이었다.

이후 중남미 국가들은 브래디 본드 발행을 통해 마련된 자금으로 미국 은행에 채무를 상환하였고, 미국 은행들은 성의 표시조로 중남미 국가들의 대출 이자를 경감하고 채무 일부를 탕감해 주었다.

[그림 9] 브래디 본드 구조



자료: 한국투자증권

채권국과 채권은행은
별다른 선택지가 없다
: 생각보다 초연한 시장의
반응은 이 때문일 것

물론 이후 중남미 국가들이 장기간 높은 이자율의 채무를 상환하느라 ‘중남미판 잃어버린 10년’을 겪었다는 비판도 상당하다. 그리스와 포르투갈도 비슷한 루트를 밟을 가능성이 높다. 그러나 PIIGS 채권국과 채권은행 입장에서는 돈을 떼이지 않기 위해, 은행 시스템을 지키기 위해 달리 선택지가 없는 상황이다.

게다가 스페인이나 이탈리아와 달리 그리스와 포르투갈은 제조업 기반이 상대적으로 미미해 경기회복도 더딘 상태다. 그리스와 포르투갈의 정상적인 부채 상환이 불가능하다는 것을 지금까지 EU 정책 당국자들이 몰랐을리 없다.

생각보다 초연한 시장의 반응은 이미 해법을 알고 있었기 때문이 아닌가 한다. 정치의 논리는 자본의 논리를 이기지 못한다. 이에 따른 유럽의 장기 성장 모멘텀 둔화는 또 다른 숙제로 남겠지만 말이다.