

## ETF 투자전략 : 유럽과 돈(money)

2014년 Tarket KOSPI	2,250pt
12MF PER	9.7배
12MF PBR	1.0배
Yield Gap	7.4%P

- ▶ 지난주 아일랜드를 시작으로 유로존 국가들 국채 발행 잇따른 흥행. 유럽 재정 우려 감소
- ▶ 선진국 중에도 유럽은 '돈을 더 풀 수 있는' 지역. 유럽을 긍정적으로 생각하는 핵심 이유
- ▶ 유럽 회복에 투자할 수 있는 ETF 소개. 유럽 대표 주가지수에 투자하는 10개 ETF 상품

### ■ Eurozone, Bond party를 시작하다

아일랜드, 포르투갈, 스페인  
국채발행 성황  
유로존 Bond party 시작

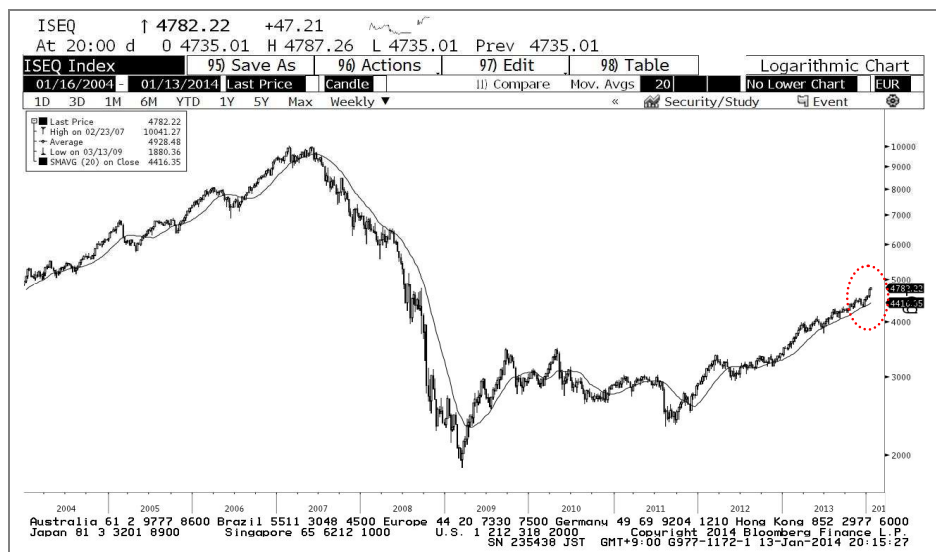
지난주 화요일, 아일랜드가 구제금융 졸업 이후 처음 실시한 국채입찰이 ‘대성공’을 거두었다. 37억€ 모집에 4배 가까운 140억€의 자금이 몰렸으며, 급증한 수요 덕분에 발행 금리도 3.54%(10년물)로 최근 10년 동안 가장 낮은 수준이었다.

외신에서는 “유로존의 본드 파티가 시작됐다”라는 표현을 사용했는데, 아일랜드의 국채 발행에 바로 뒤이어 목요일에 포르투갈이 역시 국채 발행에 성공했으며, 스페인도 역대 최저 금리로 52억€의 국채 발행에 성공했기 때문이다.

EC 위원장인 Manuel Barroso는 아일랜드의 국채 발행 직후인 수요일 2014년은 유럽이 최악을 졸업하는 해가 될 것이라고 ‘선언’했는데, 지난 주 상황을 보면 유럽을 갇혀있던 재정 리스크가 정말로 끝나가고 있는 모양새다.

국채 발행 성공과 더불어 지난 한주 동안 아일랜드(+5.8%), 포르투갈(+3.3%), 스페인(+5.5%), 그리스(+9.7%) 등은 전세계 증시 중 가장 큰 폭의 상승을 기록했다.

[그림 1] 아일랜드 ISEQ 지수 (weekly, 최근 10년)



자료: Bloomberg

## ■ 핵심은 ‘돈’. 유럽을 긍정적으로 생각하는 가장 중요한 이유

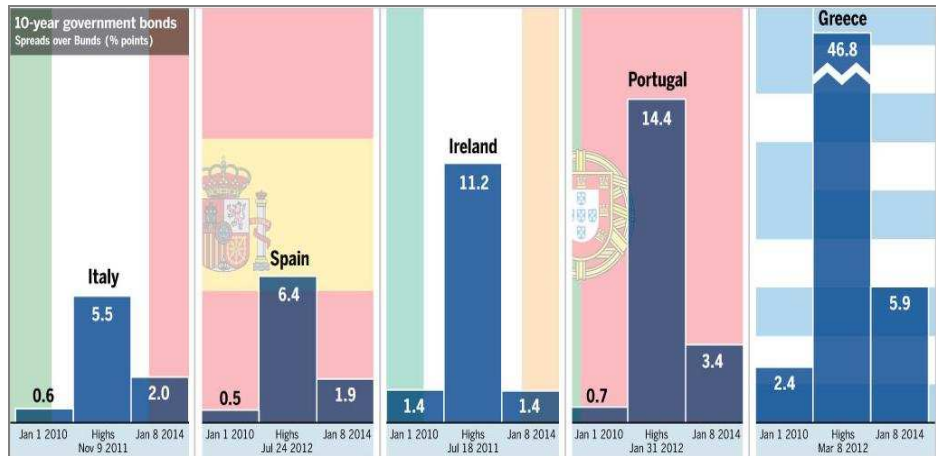
유럽을 긍정적으로 보고 있음  
핵심은 유럽이 아직  
‘돈을 더 풀어야’ 한다는 점

우리는 유럽을 긍정적으로 보고 있다. 핵심은 돈, 즉 유동성이다.

선진국 안에서도 미국은 Tapering 개시로 금리가 올라가고 있지만, 유럽은 이와 반대다. 미국이 서서히 ‘돈을 거둬들이고’ 있는 반면, 유럽은 아직도 ‘돈을 더 풀 수 있다’는 점이 중요하다. 유럽을 긍정적으로 보고 있는 가장 중요한 이유이다.

아일랜드 국채 발행 성공을 계기로 다시 급락한 PIIGs 국가들의 금리는 11~12년 중 기록한 peak치와 비교하면 큰 폭으로 떨어졌다. 아일랜드의 경우 독일 Bund 대비 가산금리는 1.4%인데(1/8일 기준), 이미 유럽 위기가 최초로 발발한 2010년 5월 이전 수준이다.

[그림 2] PIIGs 국채금리(독일 Bund 대비 가산금리) – peak vs 현재(2014년 1/8일)



자료: FT 재인용

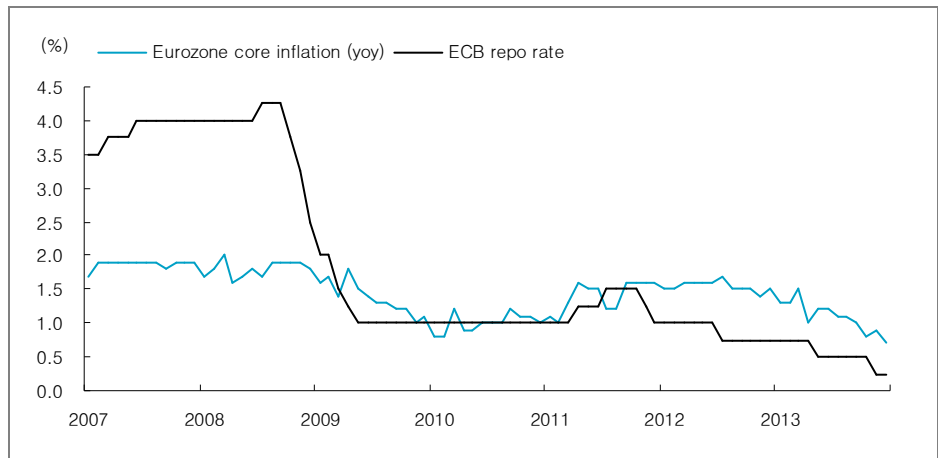
유럽 12월 인플레이 0.7% yoy  
디플레이 공포 지속으로  
ECB 정책기대 지속

유럽에서 금리는 더 낮아질 가능성이 상존하고 있다. ECB 정책기대가 여전히 유효하기 때문이다.

지난주 목요일 ECB 금정위에서 정책금리는 0.25%로 동결됐지만, 드라기 총재는 금리가 현재 수준이나 이보다 더 낮은 상태로 상당 기간(for an extended period) 지속될 것이라고 강조하고, 단기 자금시장 경색이나 중장기 기대 인플레이 하락을 ‘행동’의 전제조건으로 얘기했다.

관련해서 시장 참여자들이 여전히 ECB의 행동 가능성을 높게 보는 것은 1/7일 발표된 유로존 12월 인플레이션 수치가 전년 대비 0.7% 증가에 그치면서 유럽에 여전히 디플레이 공포(phobia)가 지속되고 있기 때문이다.

[그림 3] 유로존 인플레이션 추이 - 유럽의 디플레 공포는 진행 중



자료: Bloomberg

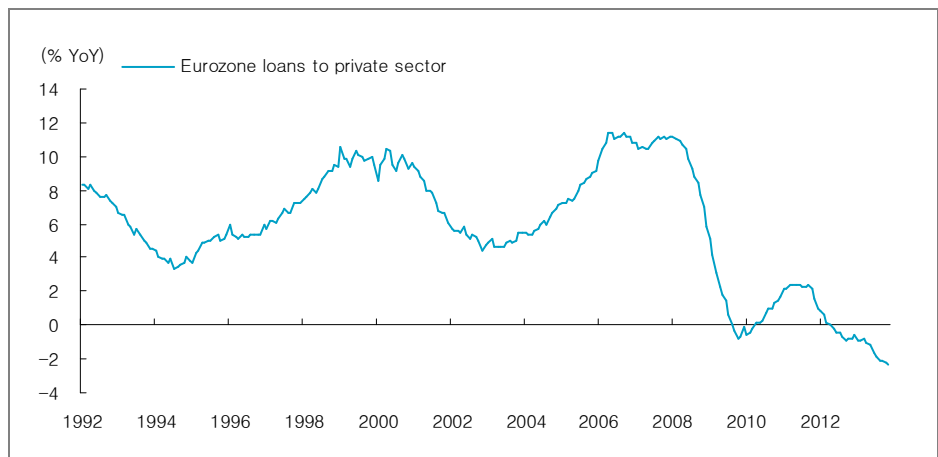
민간대출 부진은 Risk 요인  
풍부한 유동성이 대출증가로  
연결되는지 지켜봐야

앙드레 코스톨라니는 유명한 저서(돈, 뜨겁게 사랑하고 차갑게 다루어라)에서 중기적으로 주가를 움직이는 첫번째 요소는 무엇보다 ‘돈’ 이라고 강조했다. 2번째 요인은 심리인데, 코스탈라니의 말을 빌리자면 ‘돈이 풍부하면 심리도 시간을 두고 결국 (긍정적으로) 돌아서게 된다.’

코스톨라니를 인용하는 이유는, 유럽의 회복과 관련해 투자자들이 가장 중요하게 보고 있는 지표인 민간에 대한 은행 대출 때문이다. 유럽의 민간 대출은 여전히 부진한데, 실제로 지난 1/3일에 발표된 11월 유로존 민간대출은 전년 대비 -2.3% 감소하면서 20년내 가장 부진한 수치를 기록했다.

유럽에 대해 추가로 확신을 가지기 위해선, 풍부한 유동성이 실물경제로 연결되는지에 대한 확인이 필요하다. ‘돈’ 이 결국 심리의 개선(대출의 증가)으로 연결될지 지켜봐야 할 일이다.

[그림 4] 유로존 민간부문 대출 - 저금리에도 불구하고 실물경제로의 대출 부진 지속



자료: ECB

### 2차 LTRO 시행 시 대출 증가 촉진할만한 장치 마련 가능성

다만, 이 부분과 관련해 저금리 지속에도 불구하고 실물경제로의 대출 부진이 지속되고 있는 점은 ECB가 현재의 loose한 통화정책 기조를 유지하거나 혹은 또 다른 Action을 고려해야 하는 이유이기도 하다.

이와 관련해 드라기 ECB 총재도 지난 12월 기자회견에서 “ECB가 새로운 LTRO 정책을 시행하게 된다면, 해당 자금이 실물경제로 흘러들어가야만 한다는 점을 확실하게 해야할 것” 이라고 말한 바 있다.(if the ECB were to embark on additional long-term loans to banks, known as long-term refinancing operations, **"we will want to make sure that this is being used for the economy."**)

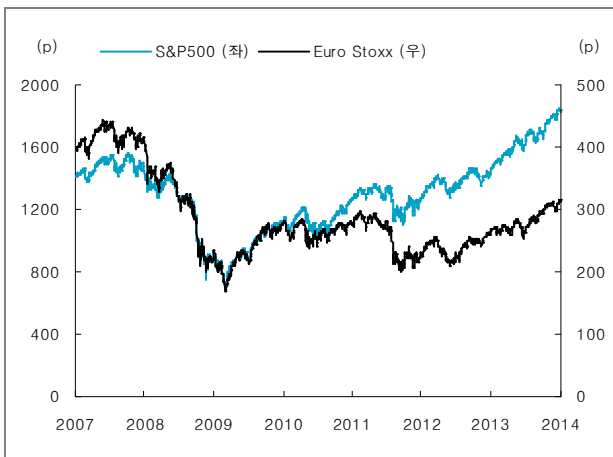
### ■ 밸류에이션 매력 - 상대적으로 싸다

#### 선진국 내에서도 유럽은 상대적인 가격 merit 존재

같은 선진국 내에서도 유럽은 미국에 비해 가격 측면에서 메리트를 가지고 있다. 금융위기 이전(pre-crisis) 수준을 이미 상회한 미국에 비해, 유럽 주가지수는 아직 금융위기 이전의 70% 수준에 머무르고 있다.

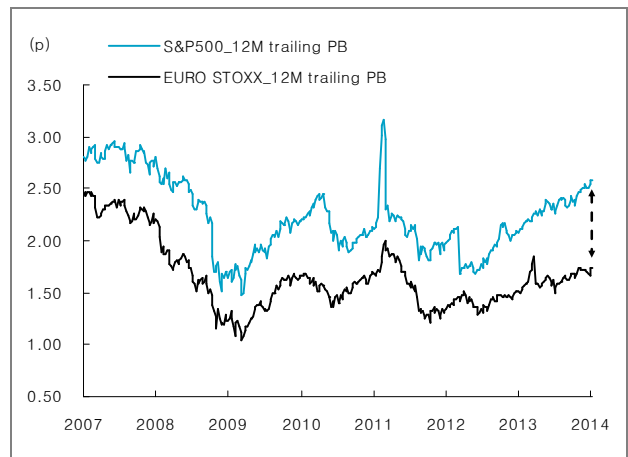
특히 지속적으로 부진한 모습을 보이던 미국(S&P500) 대비 유럽(Euro Stoxx) 상대강도가 처음 상승 반전하려는 움직임을 보이고 있는 점에 주목하고 있다. 선진국 안에서 미국보다 유럽이 더 흥미롭게 느껴지는 이유이다.

[그림 5] S&P 500 vs Euro Stoxx - 주가지수



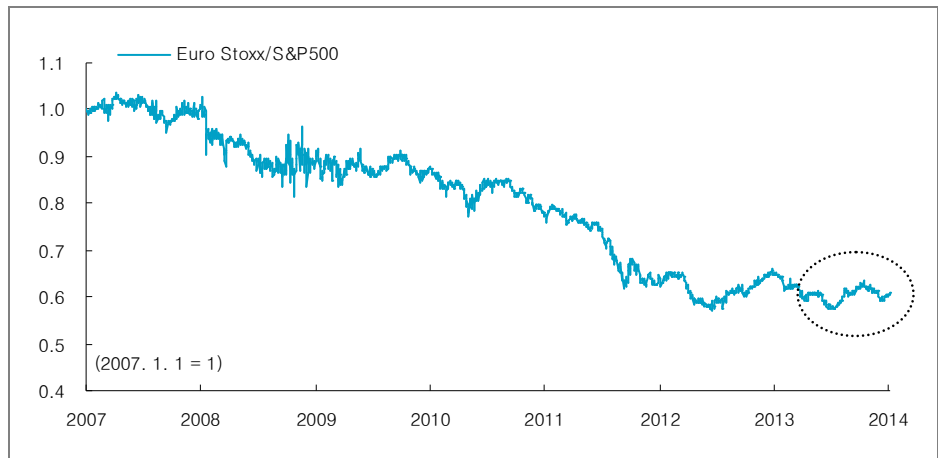
자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 6] S&P 500 vs Euro Stoxx - PBR



자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 7] S&P 500 대비 Euro Stoxx 상대강도 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

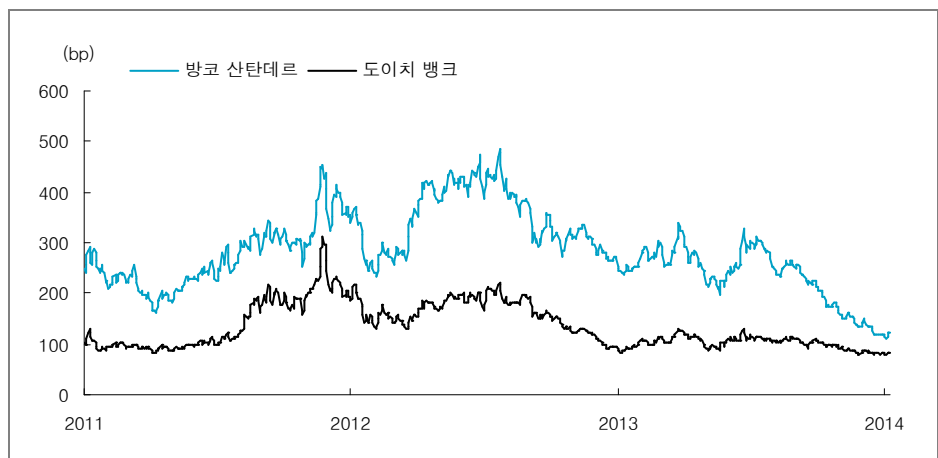
#### 유럽 금융주에 대한 투자도 고려할만한 전략

위기 이전 수준으로 복귀하고 있는 유럽 은행들의 CDS 프리미엄을 감안하면, 금융주에 대한 투자도 고려할만한 전략이라고 생각한다. 미국 금융주들의 PBR이 1배를 훌쩍 상회하고 있는데 반해 유럽의 금융주는 아직 이를 밑돌고 있어 추가 상승 여지가 있다고 판단되기 때문이다.

참고로 1/9일에 스페인 방키아(Bankia)가 구제금융 이후 처음으로 채권 발행에 성공했다는 것도 흥미로운 뉴스다. 방키아는 2012년에 구제금융 투입으로 국영화됐다. 이번 방키아의 선순위 무보증채권(senior unsecured bond) 발행 금리는 연 3.5%였는데, 10억€ 모집에 3~5배에 해당하는 자금이 모여 성황을 이루었다.

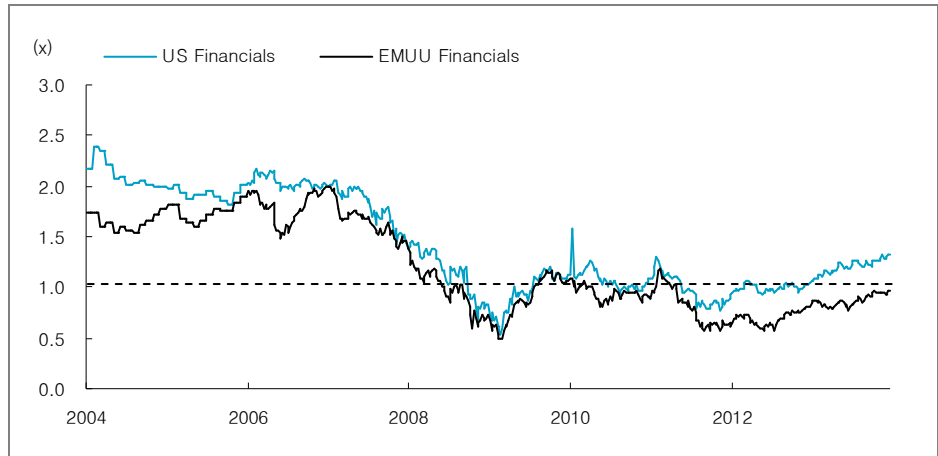
뒤에 소개하겠지만 ETF 중에는 iShares MSCI Europe Financials ETF(EUFN)가 유럽 금융주에 집중적으로 투자하는 상품이다(미국에 상장된 해외주식).

[그림 8] 유럽 주요은행 CDS 프리미엄



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 9] 미국, 유럽 금융주 Trailing P/B



자료: Datastream, 한국투자증권 EMUU는 유로존 회원국가+UK

## ■ Buy Europe, Buy ETF

유럽의 회복에 투자할 수  
있는 ETF 상품 소개

최근 몇 년 사이 큰 성공을 거두고 있는 ETF는 해외 투자를 손쉽게 실행할 수 있는 방법이다. 유럽의 회복과 관련해 투자할 수 있는 ETF 상품을 소개하고자 한다.

대상은 미국에 상장되어 있는 ETF로 한정했으며, 특정 국가에 투자하는 ETF는 제외하고 유럽의 Broad한 대표 주가지수에 투자하는 상품들을 소개 대상으로 했다. 또한 유럽 중에서도 이머징 유럽(ex 러시아)에 투자하는 상품들은 제외했다.

모두 Long only 상품들이며, 현재(2014년 1/10일) 기준으로 위의 해당 조건에 부합하는 ETF 상품은 모두 10개이다.

유럽 투자 ETF는 크게  
European ETF와  
Eurozone ETF로 나누어짐

유럽투자 ETF와 관련해 한가지 참고로 알아둬야 할 점이 있다. 유럽에 투자하는 ETF 상품은 크게 European ETF와 Eurozone ETF 상품으로 나누어진다는 점이다. Eurozone ETF는 유로 회원국들에만 투자한다. 이에 따라 결국 European ETF와 Eurozone ETF의 가장 큰 차이는 영국과 스위스를 포함(European ETF)하느냐, 포함하지 않느냐(Eurozone ETF)이다.

결과적으로 European ETF는 영국의 편입비중이 높은 반면, Eurozone ETF는 프랑스와 독일의 편입비중이 상대적으로 높은 특징이 나타나게 된다. 아래 <표 1>에서는 이러한 점을 감안해 상품을 구분했다. 뒤에 추가한 <표 2>는 해당 상품들에 대한 간단한 설명을 추가한 것이다.

〈표 1〉 유럽 투자 ETF List up

Ticker	ETF Name	기초지수(Underlying index)	Issuer	설정일	AUM (mil \$)	일평균 거래대금 (mil \$)
<b>European ETF</b>						
VGK US	VANGUARD FTSE EUROPE ETF	FTSE Developed Europe	Vanguard	2005-03-10	14,123	220.5
IEV US	ISHARES EUROPE ETF	S&P Europe 350	BlackRock	2000-07-28	2,640	31.2
DFE US	WISDOMTREE EUR S/C DIVIDEND	WisdomTree Europe Smallcap Dividend	WisdomTree	2006-06-16	758	13.5
FEP US	FIRST TRUST EUROPE	Defined Europe	First Trust	2011-04-26	468	6.3
EUFN US	ISHARES MSCI EUROPE FINANCIAL	MSCI Europe Financials	BlackRock	2010-02-03	388	4.2
FDD US	FIRST TRUST STOXX EUROPE	STOXX Europe Select Dividend 30	First Trust	2007-08-30	85	1.1
ADRU US	BLDRS EUROPE 100 ADR INDEX	BNY Mellon Europe Select ADR	PowerShares	2002-11-13	17	0.1
<b>Eurozone ETF</b>						
EZU US	ISHARES MSCI EMU ETF	MSCI EMU	BlackRock	2000-07-31	8,600	131.2
FEZ US	SPDR EURO STOXX 50 ETF	EURO STOXX 50	State Street	2002-10-21	4,991	77.6
HEDJ US	WISDOMTREE EUROPE HEDGED EQUITY	WisdomTree Europe Hedged Equity	WisdomTree	2009-12-31	703	10.5

자료: 한국투자증권, Bloomberg AUM, 일평균 거래대금(최근 3개월 평균)은 1/10일 기준

〈표 2〉 유럽 투자 ETF 특징 요약

Bloomberg	ETF	설명(description)
VGK US	Vanguard FTSE Europe ETF	유럽에 투자하는 ETF 중 규모와 거래대금이 가장 큰 상품. 비용 측면에서 가장 낮은(TER 0.12%) 상품이기도 함 국가별로는 영국, 스위스, 독일, 프랑스에 대한 투자비중이 높음. 대형주 및 중형주에 집중
IEV US	iShares Europe ETF	추적지수가 다르지만 전반적으로 VGK와 비슷한 상품. 단 VGK보다 높은 비용(TER 0.60%) VGK보다 편입종목 수 적음(ETF의 설정/환매 유동성과 관련해서는 더 유리)
DFE US	WisdomTree Europe SmallCap Dividend Fund	소형주에 대한 투자비중이 높으며, 그 중에서도 배당을 지급하는 종목만 편입 영국과 스웨덴에 대한 투자비중 높음. 2013년 수익률 41%로 특히 좋은 성과 보임 펀드 규모(AUM) 및 거래량은 상대적으로 작은 수준. 상대적으로 높은 비용(TER 0.58%)
FEP US	First Trust Europe AlphaDE Fund	멀티 팩터 모델(Multi Factor Model)을 이용해 편입종목을 선별함(ex 성장성, 밸류에이션) 모델 적용의 결과로 중형주(mid cap)의 비중이 상대적으로 높고, 통상의 European ETF들보다 영국과 스위스의 비중이 낮음 거래량이나 추적오차 측면에서 상대적으로 불리하지만, 최초 설정 이후 벤치마크를 상회하는 수익률 기록. 유럽 ETF 중 비용 가장 높음(TER 0.80%) 대형주 비중을 낮추고 싶거나 모델을 이용한 종목 선정을 선호하는 투자자에게 유리
EUFN US	iShares MSCI Europe Financials ETF	<b>유럽의 금융주에만 투자하는 유일한 ETF 상품</b> 은행, 보험, 리츠 대형주로 구성. 2013년 연간 수익률 27% 기록 대표적인 편입 종목은 HSBC, 방코 산탄데르, 알리안츠, BNP 파리바 등
FDD US	First Trust STOXX European Select Dividend	유럽 지역의 고배당 주식(high yielding dividend) 편입. 중형 및 소형주 비중이 상대적으로 높고, 방어주 성격의 주식 다수 포함 고배당+배당성장 전략을 원하는 투자자에게 적합. 상대적으로 높은 비용(TER 0.60%)
ADRU US	BLDRS Europe 100 ADR index Fund	미국에서 거래되는 유럽기업들의 DR에 투자하는 ETF DR 투자로 인해 투자하는 기업들의 유니버스는 상대적으로 제한적임
EZU US	iShares MSCI EMU ETF	유로존 국가에 투자하는 ETF 중 규모 가장 큰 상품. 독일, 프랑스 투자비중 높음(60% 이상) 상대적으로 높은 비용(TER 0.51%)
FEZ US	SPDR EURO STOXX 50 ETF	EZU와 규모, 국가별 비중 등 유사. 독일, 프랑스 투자비중 상대적으로 더 높음(70% 이상) 거래량은 EZU보다 적음. 상대적으로 낮은 비용(TER 0.29%)
HEDJ US	WisdomTree Europe Hedged Equity Fund	유로존 국가의 대형 및 중형주에 투자. 종목 선정에서 여타 유로존 ETF와 차별됨 최소 매출의 20% 이상이 유럽 이외 지역에서 발생하는 기업+배당을 지급하는 기업만 편입 배당금 기준으로 종목별 편입비중 결정. 선물거래를 통해 유로화(EUR) 환율에 대한 헤지 유로 대비 달러 강세를 예상할 경우 적합

자료: 해당 ETF 운용사, 한국투자증권 정리