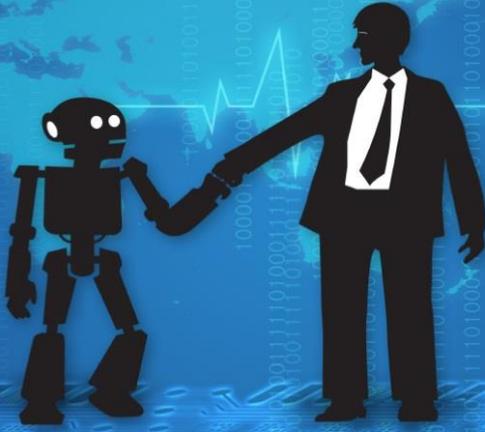


Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?



2017. 5. 31 (수)

MERITZ Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

6월 두드려 본 돌다리, 중소형주 상대적 매력도 높아

오늘의 차트

영국 총선과 파운드화: Brexit가 핵심

칼럼의 재해석

브라질 탄핵 정국, 어떻게 대처할까?

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 5월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시정조정 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 5월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 5월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 투자전략팀) 동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

MERITZ
메리츠증권

www.imeritz.com

Strategy Idea



▲ 주시사항
 Analyst **정다이**
 02. 6098-6692
 daijeong@meritz.co.kr

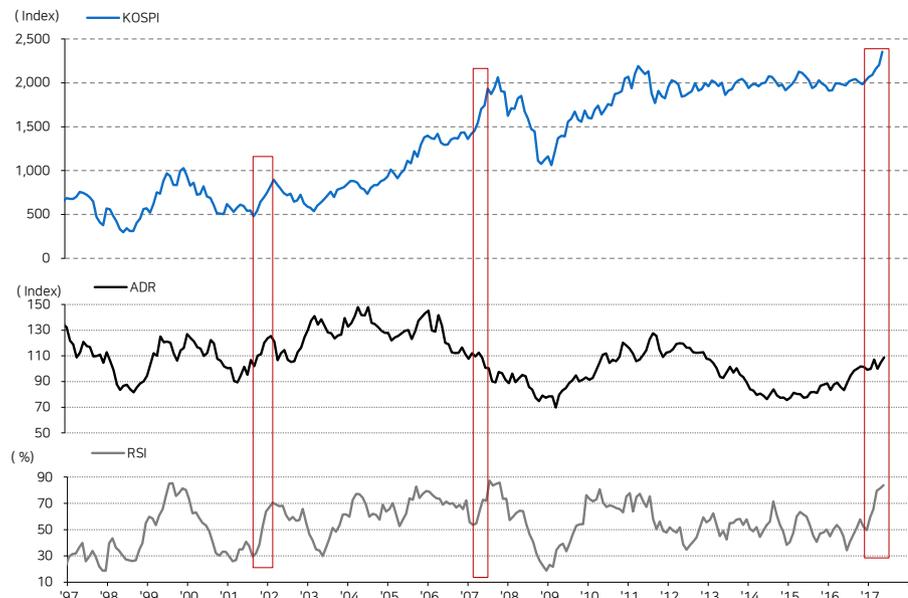
6월 두드러 본 돌다리, 중소형주 상대적 매력도 높아

- ✓ KOSPI 6개월 연속 상승세 지속, 6월 조정설 부각. 과거 KOSPI 지수가 상승 7개월째 조정 받았던 케이스 공통점은 외국인 차익실현 매도 출회
- ✓ 6월 이벤트 고려시 외국인 수급 변동성 확대 불가피. 외국인 수급 약화에도 지수 조정 가능성 낮아. 국내 투자자 수급이 뒷받침되고 있기 때문. 외국인 매수강도 약화기 K200 쏠림현상 완화되는 현상. 중소형주 상대적 매력도 높아

KOSPI 6개월 연속 상승에도
 추가 상승에 대한
 기대감 남아있어

KOSPI 지수가 6개월 연속 상승세를 이어가고 있다. 1997년 이후 KOSPI 지수가 6개월 연속 상승했던 것은 2002년, 2007년 두 번 밖에 없었고 7개월째 되는 달에는 반드시 조정을 맞이했기 때문에 왠지 모를 불안감이 든다. 경험적으로 체득한 직감에 따른 결과다. 하지만 다른 지표를 함께 보면 이번 강세장은 조금 달라 보인다. RSI가 3개월 연속 70을 상회하는 수준에서 머무르고 있고, 주도주인 삼성전자의 의미있는 조정이 없는 가운데 상승세를 이어오고 있다. 쏠림 수준을 나타내는 ADR 지표도 여전히 110을 하회해 추가 상승에 대한 기대가 여전히 높다.

그림1 KOSPI 지수와 ADR, RSI



주: ADR 등락비율: 상승종목수/ 하락종목수 * 100 - 120 이상 경계, 70 이하 바닥 / 상대강도지수 : AU / (AU + AD) * 100
 자료: Thomson Reuters, 메리츠증권증권 리서치센터

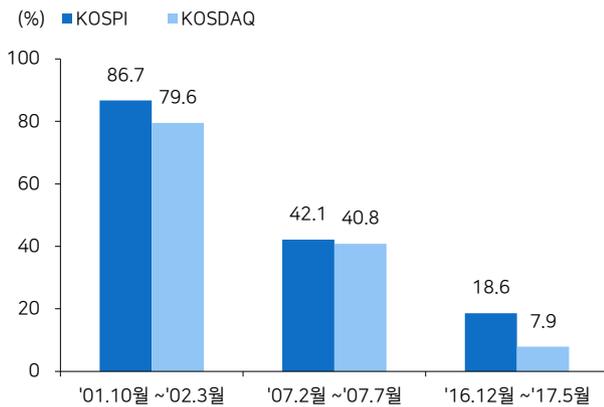
**KOSPI 6개월 누적 수익률
18.6%에 불과
과열로 보기는 어려워**

과거 6개월 이상 상승기 KOSPI, KOSDAQ 6개월 누적 수익률을 비교해보았을 때에도 '과열'이라는 수식어가 붙는 것은 과해 보인다. 현재 상승 국면에서 KOSPI 6개월 누적 수익률은 18.6%에 불과하다. 과거 두 번의 사례, 2002년 86.7%, 2007년 42.1%를 기록했다는 점을 감안하면 아주 느린 속도의 상승세를 이어오고 있다는 사실을 확인할 수 있었다. 월평균으로 따지면 3%에 불과하기 때문이다. 변동성도 지난 상승 국면 대비 현저히 낮은 수준이다.

다른 사람들이 'No'라고 할 때 'Yes'라고 외치는 것은 용기가 필요하다. 특히 투자에 있어서 경험적 직감은 과거에 발생했던 사건에 기반한 확률적 판단이기 때문에 다수의 사람들이 'No'라고 할 때는 따라가는 것이 옳은 판단일 때가 많다. 신중해질 필요가 있다.

오늘 보고서에서는 과거 KOSPI 랠리가 중단되었던 배경을 살펴보고 6월 시장에 영향을 미칠 수 있는 이벤트와 시장에 미칠 수 있는 영향을 고민해 보고자 한다.

그림2 6개월 이상 상승기 KOSPI, KOSDAQ 누적 수익률



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 KOSPI 6개월 변동성 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

케이스 1: 2001년 10월~ 2002년 3월 구간

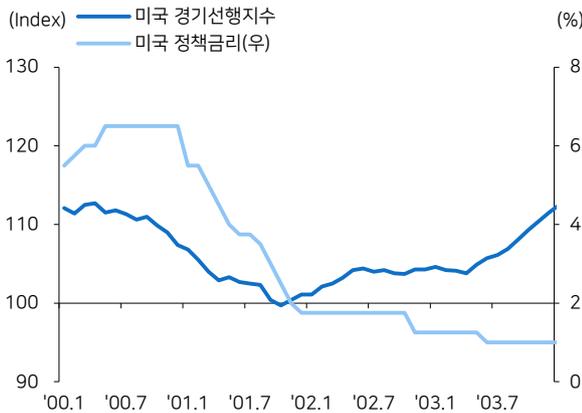
지수 상승의 배경

- 1) 경기회복 기대감
- 2) 풍부한 유동성 환경
- 3) IT 업황 저점에서 개선

2000년대 말 IT 투자 위축으로 미국 경제 성장률은 둔화되었고, 연준은 미국 경제 경착륙을 방지하기 위해 공격적인 금리 인하로 대응했다. 부시 대통령 취임 이후 발생한 9/11 사태는 금융시장 불확실성으로 이어졌고 연준의 완화적 통화정책은 장기화됐다.

풍부한 유동성 환경 속 2001년 10월 이후 '경기 바닥론'이 제기되며 글로벌 위험 자산 선호심리가 크게 개선되었고, 외국인 투자자의 KOSPI 시장 매수세가 전개되었다. 외국인 투자자는 전기전자, 통신, 증권 업종 내 블루칩 기업을 중심으로 매수세를 이어갔고 지수 상승을 이끌었다. 당시 하이닉스 등 반도체 업종 내 구조조정이 진행되며 DRAM가격이 반등했다는 점도 테크 업종 투자심리 개선에 긍정적인 영향을 미쳤다.

그림4 연준 완화적 통화정책, 미국 경기 회복 진행



자료: Thomson Reuters, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 업황 회복 기대로 전기전자, 통신, 증권주 주도주 부상



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 S&P500지수와 NASDAQ 지수 추이



자료: Thomson Reuters, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 달러/원 환율과 외국인 누적 순매수



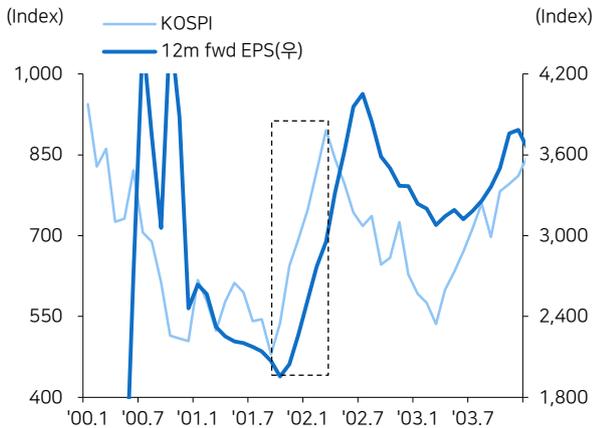
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

지수 조정의 특징

- 1) 외국인 매도 전환
- 2) 주도주 조정
- 3) 이익전망치 후행적 하향조정

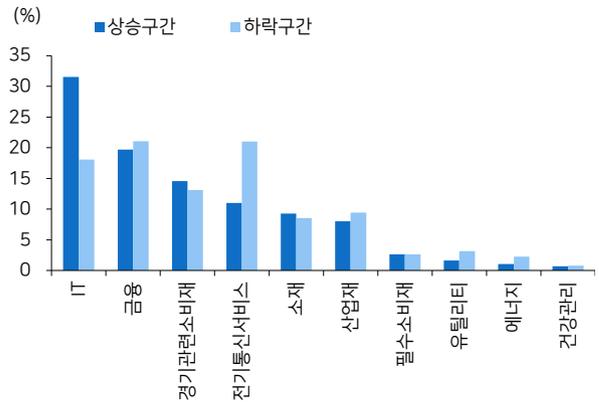
2002년 3월 이스라엘-팔레스타인 전쟁으로 중동 발 지정학적 위기가 고조되었고, 글로벌 투자심리가 급격히 위축되었다. 미국 발 뮤추얼 펀드 환매가 이어졌을 뿐만 아니라 2002년 4월 말 발표된 DRAM가격 급락으로 전기전자 업종에 대한 외국인 차익실현 매도가 강화되었다. 한국 기업 이익전망치가 지수 조정에 후행해 하향 조정되며 KOSPI 지수가 하락세를 이어나갔다.

그림8 KOSPI 이익전망치 상향에도 KOSPI 지수 조정



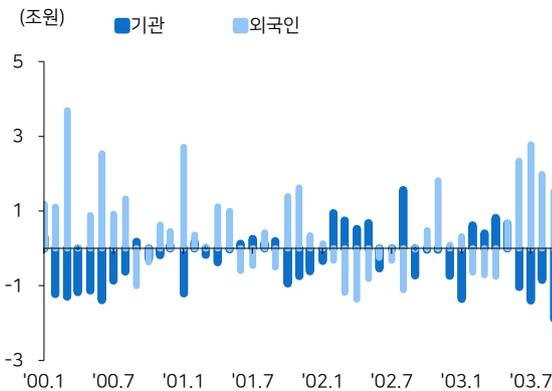
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 주도주 조정이 지수 조정으로 이어져



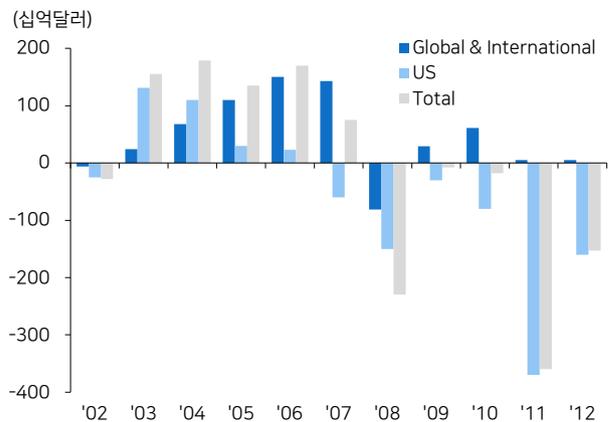
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 외국인 -> 기관 손바뀜



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 2002년 글로벌 뮤추얼 펀드 환매 지속



자료: Qvmgroup, 메리츠증권증권 리서치센터

케이스 2: 2007년 2월~ 2007년 7월 구간

지수 상승의 배경

- 1) 중국 경기 성장 가속화
- 2) 주식형 펀드 급성장

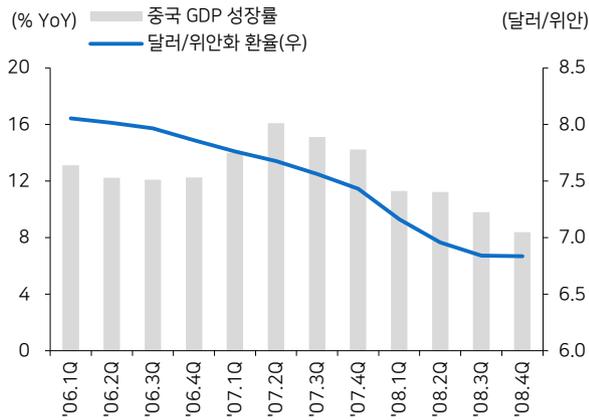
2007년 중국 정부의 긴축정책에도 불구하고 경제 성장은 가속화 되었고, 위안화 절상으로 민간 소비 및 투자가 활성화 되었다. 중국 발 경기 호황으로 국내 증시는 호황을 맞이했고, 산업재, 소재, 경기관련 소비재가 증시를 주도해 나갔다.

지수 조정의 특징

- 1) 외국인 매도세 확대
- 2) 주도주 조정

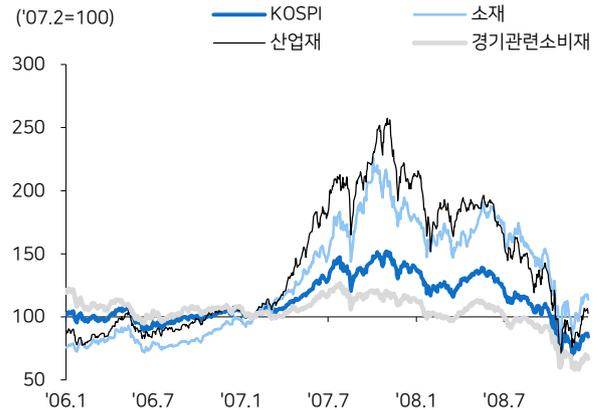
2007년 중반 서브프라임 모기지 부실 문제가 부각된 이후 외국인 투자자의 매도세는 강화되었다. 기존 주도주였던 대형주, 경기민감주 중심으로 차익실현 매물이 출회되었고 국내 증시는 이후 크게 조정받는 모습을 보였다. 2007년 5월 30일 중국 정부가 증시 과열 억제를 위해 증권 거래세를 0.1%에서 0.3%로 인상하고, 긴축 정책을 이어나간 점도 중국 관련주 투자심리 위축으로 이어졌다.

그림12 중국 경제 고성장, 위안화 강세



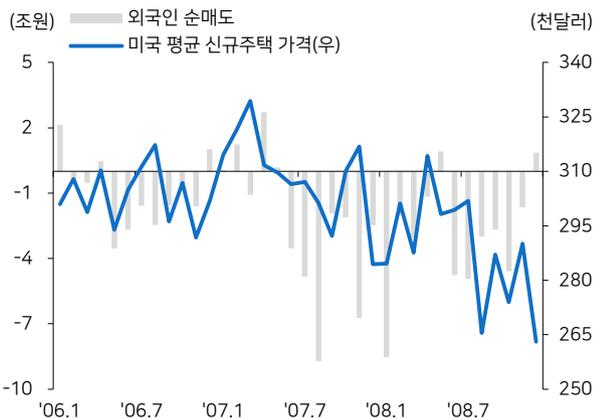
자료: Thomson Reuters, 메리츠증권 리서치센터

그림13 산업재, 소재, 경기관련 소비재 주도 강세



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국 신규주택 가격과 KOSPI 월별 외국인 순매수 추이



자료: Thomson Reuters, 메리츠증권 리서치센터

그림15 상해종합지수와 KOSPI 지수 추이



자료: Thomson Reuters, 메리츠증권 리서치센터

케이스 분석의 시사점

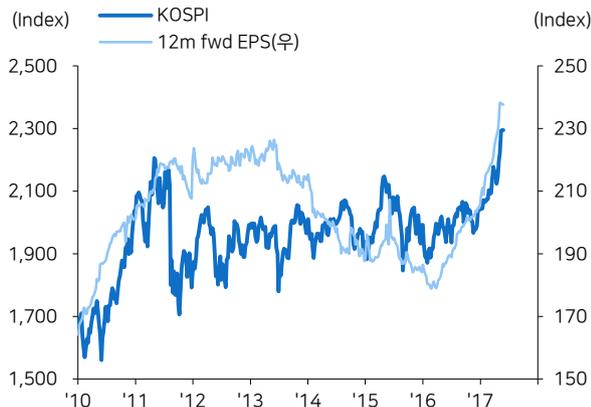
개별 주식의 이익전망치 조정 보다
주가 조정이 선행

6개월 간의 상승 랠리가 중단되었던 두 번의 케이스의 공통점은 1) 개별 주식의 이익전망치 조정 보다 주가 조정이 선행되었다는 점과 2) 외국인 매도 물량이 주도주에 집중되었다는 점이다. 주도주의 글로벌 업황이 급격히 악화된 점도 지수 반락의 계기가 되었다.

1) 주도주 업황 견조하게 유지중

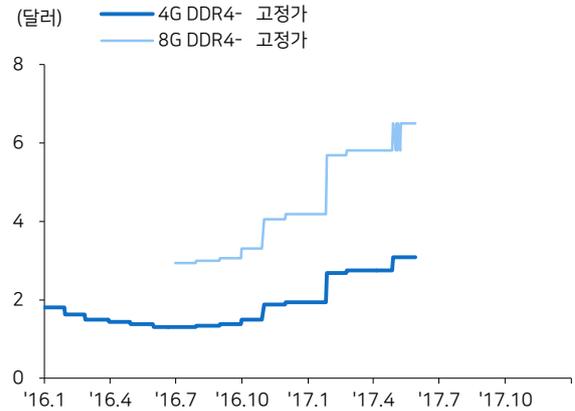
지금 국면에서는 주도주 업황 호조와 글로벌 경기지표 개선세가 관찰되고 있기 때문에 투자심리 급변에 따른 주도주 조정이 지수 조정으로 이어질 가능성은 낮아 보인다. 현재의 주도 업종은 IT다. 수요 개선과 단가 상승이 동반해서 나타나고 있고 IT 부문 투자도 활발히 진행되고 있는 상황이다. 테크 업종에 대한 글로벌 자금 유입도 15년 만에 강한 수준으로 이어지고 있다. 이런 상황에서 주도주에 대한 차익실현 매도 물량이 크게 출회되기는 어려워 보인다.

그림16 KOSPI 지수 및 이익전망치 추이



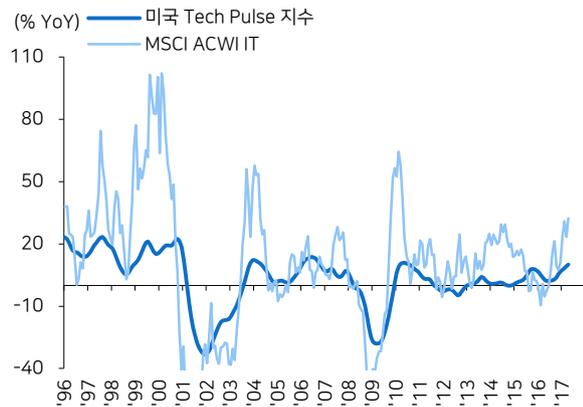
자료: I/B/E/S, Thomson Reuters, 메리츠증권 리서치센터

그림17 DRAM 가격 추이



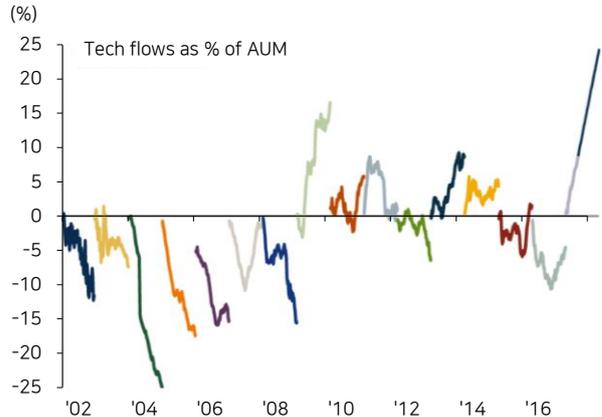
자료: DRAM Exchange, 메리츠증권 리서치센터

그림18 글로벌 IT 업종지수와 SF Tech Pulse Index



자료: San Francisco FED, 메리츠증권 리서치센터

그림19 Tech 업종향 자금 유입 강도



자료: BofA Merrill Lynch, EPFR, 메리츠증권 리서치센터

2) 6월 이벤트는
외국인 수급에 부정적

다만 6월 외국인 수급 불확실성이 확대될 수 있다는 점은 리스크 요인으로 보인다. 1) 유럽 정치 및 경제 이벤트 2) MSCI 국가리뷰 발표를 앞둔 불확실성 지속이 외국인 투자심리를 일시적으로 위축시킬 수 있기 때문이다.

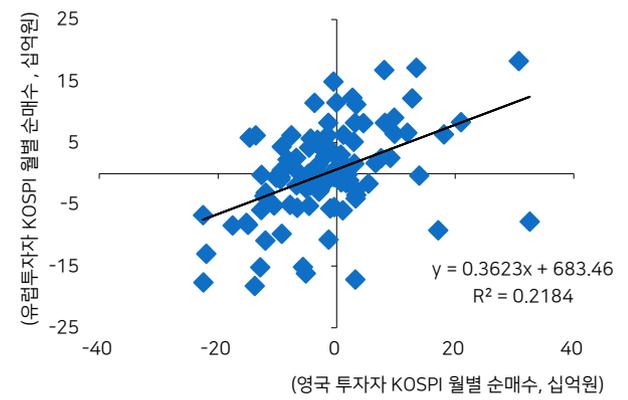
이벤트 ①
유럽 정치 리스크 부각 가능

6월 중순까지 유럽 정치 리스크가 부각될 수 있는 이벤트들이 예정되어 있고, 이 부분이 글로벌 투자심리 위축으로 이어질 수 있다는 생각이다. 특히, 유럽 정치 불확실성이 부각될 때 유럽계 수급 변동성이 확대되곤 했기 때문에 경계가 필요하다.

일자	국가	이벤트	내용
8일	영국	총선	Yougov Polls: 5/24 정당별 지지율 - 보수당 45.2% 노동당 34.1% 보수당 지지율 과반수 확보는 메이 총리의 하드브렉시트 기조 뒷받침
8일	ECB	통화정책회의	유로존 경기에 대한 평가, 향후 통화정책 방향성 관심 필요
6월중	이탈리아	조기총선 여부?	5월 렌치 정총리 민주당 당대표 선출 이후 조기총선 제안(원래 '18년 2월 계획). 조기총선 진행시 독일 총선 진행되는 9월이 유력. EU 탈퇴 지지하는 오성운동 지지율 높아질 경우 불확실성 확대 가능
15-16일	EU	재무장관회의	그리스 7월 70억 유로 규모의 만기 도래. IMF-유로존 3차 구제금융 분할금 지급 안될 경우 그리스 디폴트 문제 재부각 가능. 그리스정부 긴축안 수용해 실제 디폴트로 이어질 가능성 낮아

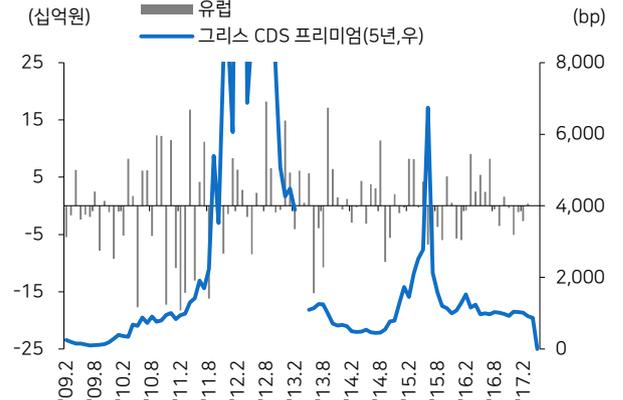
자료: 메리츠증권리서치센터

그림20 영국, 유럽 투자자 KOSPI 월별 순매수 상관관계



자료: 금융감독원, 메리츠증권리서치센터

그림21 유럽 투자자 월별 순매도와 그리스 신용위험



자료: Bloomberg, 금융감독원, 메리츠증권리서치센터

이벤트 ②

MSCI 연례 시장분류 발표

20일 오후 10시 30분(CET)

21일 오전 6시 30분(Seoul)

6월 MSCI 연례 시장분류에서 중국 A주가 신흥국 지수에 편입될 경우 국내외 투자자의 투자심리가 단기적으로 위축될 수 있다. 글로벌 벤치마크 내 한국 비중 축소에 대한 경계감이 작용하기 때문이다.

다만, MSCI의 편입 방법 변경 제안에 따르면 중국 A주 편입 가능 종목수가 기존 제안 대비 2/3 수준으로 줄고 편입 비중 증가분도 기존 1%p에서 0.5%p로 줄어들기 때문에 실제 한국 시장에 미치는 영향은 제한적이다. 또한 중국 A주의 편입이 될 경우 '18년 5월 반기 리뷰 발표일에 반영되고, 6월 1일부터 실제 바뀐 지수로 적용된다. 단기 수급에 미치는 직접적인 영향은 없다. 실제적 영향은 내년 5월 말에서 6월 초 리밸런싱 과정에서 발생하기 때문이다.

중국 A주 편입 가능성이 높아진 이유는 MSCI가 편입종목 대상군을 제안하는 편입방법을 제시했기 때문이다. 중국 증시 개방도 확대, 거래중지 비율 개선에도 불구하고 신흥국 지수의 A주 편입이 보류되었던 이유는 QFII상 20% 초과 자본유출이 제한되고, A주 관련 금융 상품이 출시 될 경우 중국 당국의 선제적 승인이 필요하기 때문이다. MSCI의 제안은 편입종목 대상을 후강통, 선강통을 통해 투자가 가능한 대형주로 한정지음으로써 걸림돌을 해결하자는 것이다.

구분	후강통, 선강통	QFII	RQFII
투자쿼터	제한없음	1500억불	2180억불
투자자	제한없음	자격제한	자격제한
쿼터요건	요건없음	자산규모별 차등	자산규모별 차등
자본이동	제한없음 일일투자제한	자금회수: 일일 Lock-up 3개월	자금회수: 일일 Lock-up 없음
투자가능주	상해, 선전 1,408종목	상해, 선전 전종목	상해, 선전 전종목
통화	CNH	CNY	CNY

자료: MSCI, 메리츠증권리서치센터

구분	종전 편입방안	개정 편입방안
편입대상	A주 모두 포함	후강통-선강통 접근 가능한 대형주에 제한
	AH 동시상장주 가능	AH동시상장주 편입 제외
거래중지 종목	50일 이상 거래중지 종목 편입 제외	50일 이상 거래중지 종목 편입 제외, 12개월 내 재편입 금지
기업이벤트	A주 기업이벤트 변경시 지수 변경	후강통 선강통 휴일시 익일로 변경. 후강통 선강통 투자자가 IPO 참여 불가능시 지수변경 연기
지수산정 통화	CNY	CNH

자료: MSCI, 메리츠증권리서치센터

MSCI China	현재		종전(A주 5% 반영)		수정(A주 5% 반영)	
	종목수	비중 (%)	종목수	비중 (%)	종목수	비중 (%)
A주	0	0.0	488	3.7	169	1.7
B주	2	0.2	4	0.4	4	0.4
H주	70	38.6	86	36.9	86	37.7
Red Chip	30	16.9	38	16.3	38	16.6
P Chip	34	21.5	50	21.4	50	21.8
해외상장주	14	22.8	18	21.4	18	21.8
합계	150	100.0	644	100.0	365	100.0
MSCI EM	833		1,327		1048	
A주	0	0.0	448	1.0	169	0.5

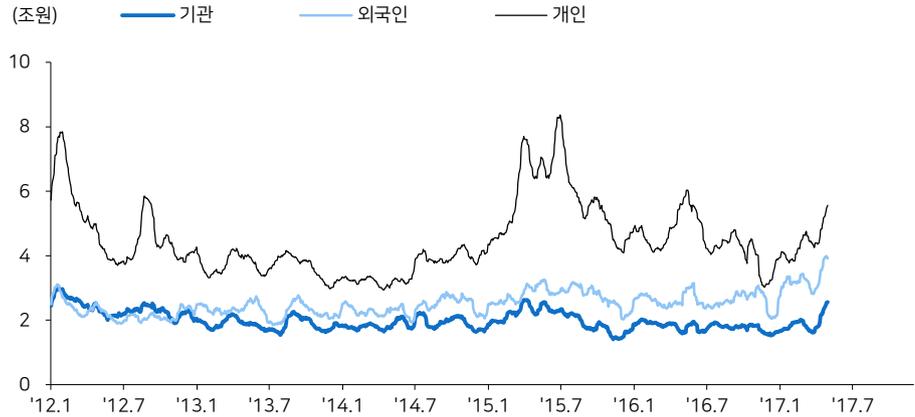
자료: MSCI, 메리츠증권리서치센터

외국인 매수강도 둔화는
K200 종목의 쏠림 완화 요인

외국인 매수 강도 둔화가 지수 조정으로 이어지기는 어려워 보인다. 최근 국내 투자자의 KOSPI 시장 참여가 활발해졌기 때문이다. 기관투자자의 20일 평균 거래대금은 2.57조원, 국내 개인투자자의 20일 평균 거래대금은 5.56조원을 기록하고 있다. 기관 투자자의 거래대금은 2015년 5월 이후 최대, 개인투자자의 거래대금은 2016년 6월 이후 최대 수준이다.

다만 KOSPI 외국인 매수강도 약화는 중소형주 반등의 기회가 될 수 있다. 2016년 이후 외국인 매수강도와 KOSPI 200 종목 쏠림 현상은 높은 상관성을 보인다. 국내 증시를 매수했던 외국인 투자자금 성격이 '패시브 자금'이었다는 점을 감안했을 때 의미 있는 차트다.

그림22 투자주체별 20일 평균 거래대금



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

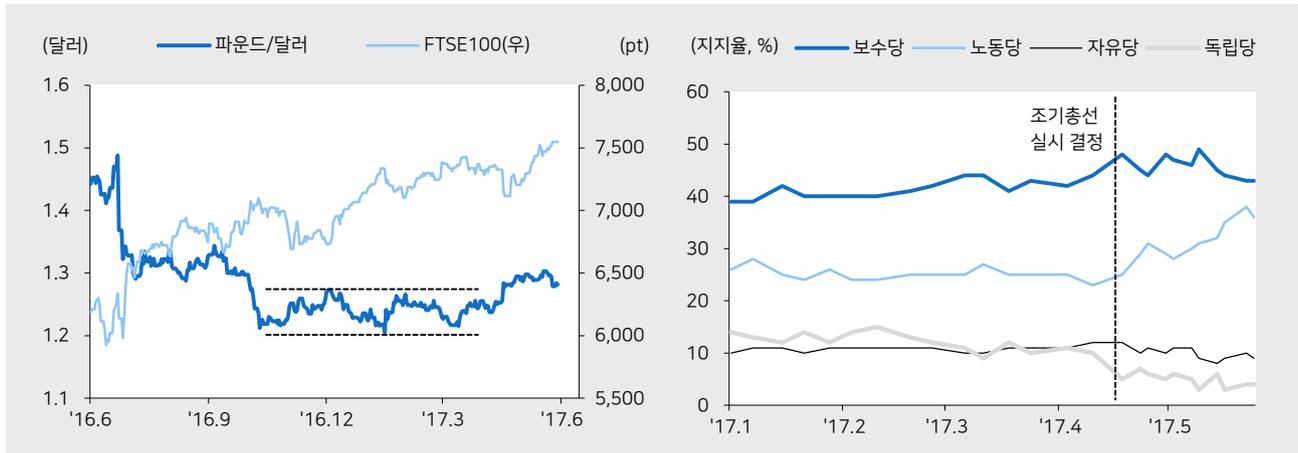
그림23 외국인 매수 강도와 KOSPI 200 거래 쏠림 정도 비교



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

오늘의 차트 박주선 연구원

영국 총선과 파운드화: Brexit가 핵심



자료: Bloomberg, YouGov, 메리츠증권증권 리서치센터

선거 흐름에 민감하게 반응하고 있는 파운드화

최근 파운드화는 영국 총선(6월 8일)과 관련된 정치적 이슈에 민감하게 반응하고 있다. 선거의 흐름에 따라 파운드화가 출렁이고 있는 이유는 이번 총선 결과에 따라 EU와의 Brexit 협상 결과가 달라질 수 있기 때문이다.

조기총선 결정 이후 강세를 보였으나, 최근 보수당 지지율 하락과 더불어 약세

지난해 말 이후 1.21~1.27달러 사이의 박스권을 형성했던 파운드/달러 환율은 지난 4월 19일 영국의 조기총선 실시 결정 직후 박스권을 상향 돌파했다. 이는 조기총선을 통해 집권당인 보수당이 의석수를 늘릴 경우, 메이 정부의 對EU 협상력 강화 및 Brexit 진행이 탄력을 받을 것이라는 기대감이 높아졌기 때문이다. 반대로 지난주 초 맨체스터 테러 이후 파운드/달러 환율은 -1.6% 가량 반락하며 약세를 보였는데, 이는 여당인 보수당에 대한 테러 책임론이 부각되면서 총선을 앞두고 보수당의 지지율이 하락했기 때문으로 보인다.

보수당 테러 책임론, 복지정책 축소, 반메이 행보 등으로 보수당 지지층의 이탈 여부가 막판 변수

6월 8일 총선을 앞두고 파운드화의 변동성은 확대될 것으로 보인다. 조기 총선 실시 결정 당시에 비해 정국이 혼란스러워졌기 때문이다. 맨체스터 테러에 대한 보수당의 책임론 확산, 메이 총리의 복지정책 수혜 기준 강화 논란 등으로 인해 보수당 지지층의 표심 이탈 우려가 높아지고 있고, 지난해 국민투표 당시 Brexit에 반대했던 토니 블레어 전 총리 등 유력 정치인들의 반메이 행보도 막판 변수로 작용하고 있기 때문이다.

보수당이 예상보다 적은 의석수를 차지하게 될 경우 파운드화 약세 및 정치적 불확실성 확대 불가피

실제로 최근 여론조사 결과를 보면, 보수당과 노동당의 지지율 격차는 5월 12일 18%p에서 5월 25일 6%p까지 줄어들었다(YouGov). 보수당이 다수당을 차지할 가능성은 여전히 높지만, 보수당이 당초 예상보다 적은 의석수를 차지하게 될 경우 파운드화 약세는 물론 Brexit 협상을 둘러싼 유럽의 정치적 불확실성이 고조될 수 있다. 조기총선 실시의 목표가 더 많은 의석수 확보를 통한 '하드 브렉시트'의 원활한 추진이었기 때문이다.

칼럼의 재해석 박주선 연구원

브라질 탄핵 정국, 어떻게 대처할까? (The Economist)

시민들의 낮은 지지에도 불구하고 테메르 정부의 강력한 개혁 의지에 대한 시장 기대는 높았다. 테메르 정부의 개혁 대상인 과도한 연금제도 등은 그동안 브라질의 성장을 저해시키는 요인으로 지적받아 왔기 때문이다. 그러나 최근 테메르 대통령이 부패 스캔들에 연루되었다는 의혹이 확산되면서 증시와 헤알화 가치는 급락했다.

정치적인 쟁점은 테메르 대통령의 육성이 담겨있다는 '녹음 테이프'의 진위여부다. 사실 관계에 따라 테메르 대통령에 대한 탄핵 여부가 결정될 가능성이 높다. 다만, 테메르 대통령은 녹음 테이프가 조작되었다고 주장하고 있다. 그는 오히려 정치인들의 수사를 관할하는 대법원이 본인의 의혹에 대해 신속하게 질의를 완료하여 정치적 혼란 사태를 진정시킬 필요가 있다며 결백을 주장하고 있다. 그러나 탄핵이 이상적인 정치적 해법도 아니다. 현행 헌법 상 테메르 대통령이 물러나면 의회가 추천하는 인원이 대통령직을 수행하게 되는데, 회자되고 있는 유력 정치인들 대부분이 이번 스캔들에 연루되어 있기 때문이다.

경제적으로는 정권의 연장 여부보다 개혁 정책의 지속 여부가 관건일 것이다. 증시 하락과는 별개로 최근 3대 신용평가사(S&P, Fitch, Moody's)가 브라질에 대해 내린 평가에 대해 살펴볼 필요가 있다. 브라질의 신용등급 하락은 탄핵 이슈 발생 이전부터 단계적으로 진행된 것으로 정치적 이슈보다는 브라질 정부의 재정상태에 대한 우려를 반영하고 있다. 재정상태 우려 지속으로 인한 신용등급의 하락은 브라질 정부와 기업들이 국제 시장으로부터의 자금 조달의 어려움에 직면하게 되고, 이로 인해 브라질의 경기침체가 재현될 수 있기 때문이다. 정권이 바뀌든 바뀌지 않든 과도한 재정 적자를 해결하기 위한 개혁 정책의 지속 여부가 앞으로의 관전 포인트가 될 것이다.

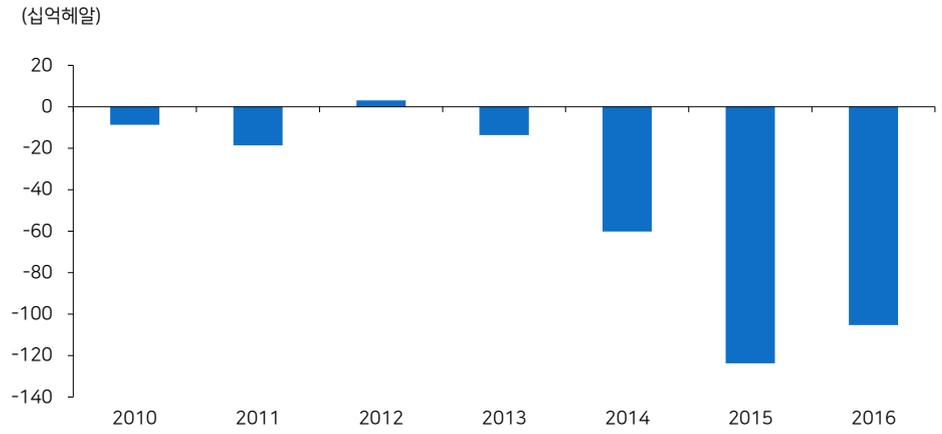
낮은 지지율에도 시장의 기대는 높았던 테메르 정부

브라질 경기 회복 기대 속 증시 선전의 배경에는 테메르 정부의 강력한 개혁의지

브라질의 테메르 대통령은 탄핵 위기에 봉착했다. 2016년 5월 12일 지우마 호세프 대통령이 탄핵 심판 절차에 들어가면서 대통령 권한대행 자격을 얻은지 딱 1년 만의 일이다. 테메르 대통령은 탄핵 정부의 부통령이었기 때문에 태생적인 한계를 지닌 정부였고, 그 역시도 호세프 대통령이 연루된 스캔들에 연관되어 있다는 의혹을 지속적으로 받아오면서 시민들의 많은 지지를 얻진 못했다. 그럼에도 불구하고 테메르 정부의 개혁 정책에 대한 시장의 관심은 높았다. 테메르 대통령의 개혁 의지가 작년과 올해 초까지 브라질 증시 선전의 주된 이유 중 하나였다.

테메르 대통령은 2018년 대선 불출마 선언 및 정계 은퇴를 선언하면서 지지율에 연연하지 않고 임기 종료까지 연금제도 등 브라질의 성장을 저해시키는 요인들을 혁파하겠다고 밝혀왔다. 실제로 브라질의 연금제도는 브라질 재정리스크 요인으로 지적받고 있고, '비아그라 효과'(은퇴한 남성 연금 수령자와 젊은 여성간의 결혼을 일컫는 사회 현상)라는 신조어가 생기는 등 사회적으로도 많은 문제를 야기하고 있다(전략공감 2.0 3월 2일자 "칼럼의 재해석: 개혁이 필요한 브라질 연금제도" 참조).

그림1 브라질 정부 재정수지: 재정적자 규모는 GDP의 9% 수준



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

녹음 테이프 공개 이후 브라질 증시 급락, 헤알화도 약세

낮은 지지율에도 불구하고 정계 은퇴라는 배수의 진을 친 테메르 대통령에 대해 시장의 기대는 높았고, 그만큼 실망감도 컸다. 테메르 대통령의 탄핵 가능성이 고조되면서 브라질 증시는 5월 18일 하루에만 -8.8% 하락했고, 달러 대비 추세적 강세를 보이던 헤알화 가치도 급락했다. 헤알/달러 환율은 전저점(5월 16일) 대비 8.8% 상승한 3.37헤알 수준까지 급등했다.

그림2 브라질 증시와 헤알/달러 환율: 테메르 정부에 대한 기대감 반영



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

녹음 테이프, 테메르 탄핵의 스모킹 건(smoking gun)이 될까?

테메르 대통령의 연루 의혹 속단할 순 없지만, 이번 스캔들은 10년 이상 지속 중인 사건

현재 브라질 정치 혼란은 3명의 전현직 대통령이 연관된 스캔들이다. 2003년부터 2010년까지 두차례에 걸쳐 대통령직을 수행한 룰라 전 대통령은 퇴임 이후 국영 석유업체인 Petrobras의 비자금 조성파 연루되어 있다는 의혹을 받게 된다. 그리고 룰라의 후임인 호세프 전 대통령이 룰라를 검찰의 수사로부터 보호하기 위해 면책특권이 있는 수석장관에 임명하려 하면서 사태는 확산되었다. 이 여파로 호세프 대통령은 탄핵되었다. 이로 인해 호세프 정권에 몸담았던 테메르 대통령도 현재의 비리 스캔들로부터 자유롭지 못할 것이라는 주장이 설득력을 얻는 이유다.

테메르 대통령의 부적절한 지시가 담긴 녹음 테이프 공개가 분기점

최근 정치 스캔들이 갑작스레 부각된 이유는 테메르 대통령의 부적절한 지시가 담긴 녹음 테이프 때문이다. 유력 정치인들에게 뇌물을 제공한 혐의로 검찰의 수사를 받고 있던 브라질 육가공업체 JBS의 오너 일가인 호슬레이 바티스타의 증언 때문이다. 바티스타는 검찰과의 형량 조정(Plea Bargaining) 과정에서 테메르 대통령이 뇌물 수수 혐의로 복역 중인 정치인에의 입막음을 위해 뇌물을 제공하라는 지시내용이 담긴 녹음 테이프를 검찰에 제공했다.

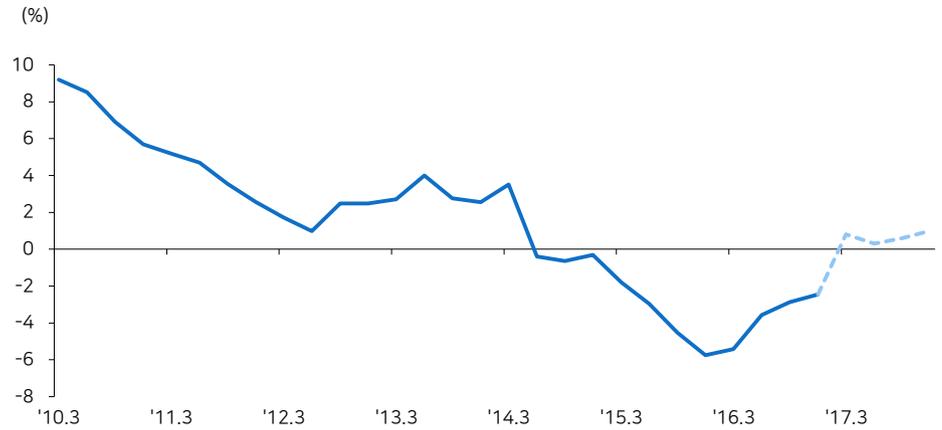
테메르 대통령은 의혹에 대해 완강히 부인 중이지만...

현재 테메르 대통령은 해당 테이프가 조작된 것이라고 주장하고 있다. 테메르 대통령은 바티스타가 대통령을 엮는 대가로 1.1억헤알(약 380억원)의 벌금을 내고 풀려났으며, 그룹 오너 일가인 그에게는 미미한 벌금 규모라고 사법당국을 비판했다. 오히려 테메르 대통령은 정치인들의 수사를 관할하는 대법원이 본인의 의혹에 대해 신속하게 질의를 완료하여 정치적 혼란 사태를 진정시켜야 한다며 결백을 주장하고 있다.

브라질을 바라보는 시장의 시각은 급속도로 냉각

사실관계가 명확히 밝혀지지 않았음에도 불구하고 녹음 테이프 공개로 인해 테메르 대통령과 브라질을 바라보는 외부의 시선은 냉정해졌다. 태생적인 한계에도 불구하고 테메르 정부는 개혁에 대한 강한 의지를 표명해왔고, 이는 브라질 경제에 대한 투자자들의 기대감으로 이어져왔다. 테메르 정부가 연금 제도의 개혁을 통해 정부 재정 적자 문제를 해소하고, 브라질 경제는 3년 이상을 지속해온 경기 침체에서 벗어날 수 있을 것이라는 기대였다.

그림3 브라질 GDP 성장률(YoY): 점진적 회복 기대되고 있으나...



주: 점선은 향후 예상 경제 성장률(민간 종합)
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

탄핵 여부와 상관 없이 개혁 정책의 연속성에 대한 의구심 확대 불가피

현 상황으로는 테메르 대통령이 탄핵의 위기를 벗어난다 하더라도 연금 개혁안이 의회를 통과하는 것은 탄핵 위기 이전보다 어려운 일이 될 가능성이 높다. 연정을 구성했던 연립여당이 이탈하고 있기 때문이다. 그러나 그가 대통령직에서 물러나는 것만이 해결책인 상황도 아니다. 현행 헌법 상 테메르 대통령이 물러나면 의회가 추천하는 인원이 대통령직을 수행하게 되는데, 회자되고 있는 유력 정치인들 대부분이 이번 스캔들에 연루되어 있기 때문이다. 현재 브라질은 위기를 타개할 수 있는 리더십과 국정운영 능력을 겸비한 정치인이 부재한 상황이다.

개혁 정책의 연속성도 중요하지만, 장기적으로는 만연한 부패의 사슬을 끊어야 할 필요

테메르 대통령의 탄핵 여부와 상관 없이 브라질에게 가장 좋은 시나리오는 현재 테메르 정부가 추진하고 있는 연금제도의 개혁은 물론 노동분야의 개혁 등이 지속 되는 것이다. 그리고 이 개혁에는 2018년 총선에서 부패에 익숙해진 정치인들을 숙아내는 일까지 포함된다. 브라질 정치와 경제는 이미 부패가 만연해있기 때문이다. 이번 스캔들을 계기로 브라질 정치와 경제 분야의 '적폐(Augean stable)'를 청산하는 기회로 삼을 필요가 있다.

정권의 연장 여부보다 개혁 정책의 지속 여부가 관건

테메르 정권의 연장 여부가 아닌 개혁 정책의 연속성에 주목해야

아직 사실 관계가 명확히 드러나진 않았지만, 녹음 테이프 공개로 인해 테메르 대통령의 운신의 폭은 상당히 좁아졌다. 그렇지 않아도 낮은 지지율이 더욱 낮아지고 있을 뿐만 아니라 당초 연금제도 개혁 등에 반발했던 시민들이 테메르 정권의 퇴진을 요구하고 있기 때문이다. 그러나 향후 브라질 정치 혼란에 대해 테메르 정권의 연장 여부보다는 정책의 방향성에 주목해야 할 필요가 있다.

신용평가사들은 탄핵보다는 브라질 정부 재정에 대한 우려를 단계적으로 반영 중

증시 하락과는 별개로 최근 3대 신용평가사(S&P, Fitch, Moody's)가 브라질에 대해 내린 평가에 대해 살펴볼 필요가 있다. 최근 3대 신용평가사(S&P, Fitch, Moody's)는 브라질의 신용등급을 하향 조정하거나 하향 가능성을 경고했다. S&P의 경우 지난 21일과 22일, 브라질 국가 및 브라질의 38개 금융기관들을 '부정적 관찰대상(negative watch)'에 등재하기로 결정했다. '부정적 관찰대상' 등재는 3개월 내에 등급이 하향 조정될 여지가 있다는 의미다.

결국 브라질에게는 재정 적자 해소가 가장 시급한 문제일 것

브라질 신용등급 하락(또는 하락가능성)은 탄핵 이슈 이전부터 단계적으로 진행된 것으로 정치적 이슈보다는 브라질 정부의 재정상태에 대한 우려를 반영하고 있다. 재정상태에 대한 우려가 지속되어 신용등급이 하락될 경우 브라질 정부와 기업들은 국제 시장으로부터의 자금 조달의 어려움에 직면하게 되고 브라질 경제의 침체가 재현될 수 있다. 향후 브라질의 정치 혼란은 정부의 주체가 누가 될 것이냐보다는 개혁 정책이 연속성을 가질 것인지 여부가 중요한 관전 포인트가 될 것이다.

원문: *The Temer tape: How to cope with Brazil's political crisis*