

Market Intelligence

- 1. 세계 경제 및 금융 동향 1

- 2. 주간 이슈 3
 - 아르헨티나의 디폴트 발생경과와 파급효과

[참고자료] 주요 경제지표

주요 동향

◇ 미국, 고용시장 다소 둔화되었으나 안정적인 회복세 유지 전망

- 7월 실업률 6.2%로 전월대비 소폭 상승

※ 실업률 : 6.3%(4월) → 6.3%(5월) → 6.1%(6월) → 6.2%(7월)

- 7월 비농업부문 취업자 수는 전월대비 20.9만명 증가하며 전월(29.8만명) 대비 감소

- 그러나, 안정적인 고용창출 수준인 월평균 20만명 대를 6개월 연속 지속(1997년 1~7월 이후 최장 기록)

※ 비농업부문 취업자수(만명) : 30.4(4월)→22.9(5월)→29.8(6월)→20.9(7월)

- 7월 ISM 제조업 지수가 2011년 4월 이후 최고치인 57.1을 기록하는 등 경기회복 기대감이 커지며 고용시장 개선 지속 예상

※ ISM 제조업 지수 : 54.9(4월) → 55.4(5월) → 55.3(6월) → 57.1(7월)

◇ 유로존, 7월 제조업 PMI 51.8로 연중 최저치 기록

- 우크라이나發 지정학적 불안 등에 따른 수요감소 및 유럽시장 불확실성 등에 기인한 것으로 분석

- 다만, 경기판단기준치(50)을 2013년 7월 이후 지속적 유지

※ 제조업 PMI : 53.4(4월) → 52.2(5월) → 51.8(6월) → 51.8%(7월)

- 독일은 전월대비 다소 개선된 반면, 영국, 프랑스, 이탈리아 등 대부분의 나라는 전월대비 하락

※ 독일 : 52.0(6월) → 52.4(7월), 영국 : 57.2(6월) → 55.4(7월)

프랑스 : 48.2(6월) → 47.8(7월), 이탈리아 : 52.6(6월) → 51.9(7월)

주요 동향

◇ 러시아, 서방의 제재 조치에 대해 농식품 수입 중단으로 맞대응

- 미국, EU 등 러시아에 제재를 하거나, 이를 지지하는 국가들(호주, 캐나다, 노르웨이 등)로부터 1년간 육류, 어류, 과일 등 농식품 수입 제한 발표(8.7일)

- 제한품목의 작년 러시아 수입규모는 255억 달러로 이중 92억 달러를 제한 대상국으로부터 수입하고 있어, 농식품 수입 중단은 물가 상승으로 이어질 가능성

※ 반면, EU의 對러시아 농산물 수출은 전체(1,200억 유로)의 10%(110억 유로)에 불과

◇ 미국, 이슬람 급진 수니파 무장반군 '이슬람국가'에 공습(8.8일)

- 미국은 2011년 12월 이라크 완전 철군 이후 2년 8개월 만에 다시 이라크 사태에 개입함

- 미정부의 군사개입 장기화 가능성 높아 유가급등 등 세계경제 불확실성 확대

※ 버락 오바마 미국 대통령, 이라크 지도자들이 새 통합정부를 꾸릴 때까지 군사 및 인도적 지원을 지속하겠다고 이번 사태가 장기화할 수 있다고 밝힘

◇ 세계 외환보유고, 사상 최대치인 11조 8,646억 달러 기록(3월 기준)

- 한국, 중국, 대만 등의 외환보유고가 사상최대치를 기록하는 등 아시아 신흥국의 외환보유고 증가 등에 기인

※ 외환보유고 : 11조 4,424억 달러('13.9월) → 11조 6,859억 달러('13.12월)
→ 11조 8,646억 달러('14.3월)

- 대규모 외환보유고 등으로 신흥국 통화절상 압력 지속 우려

- ◆ 2001년 사상 최대규모의 디폴트를 선언했던 아르헨티나에서 디폴트가 재발함. 아르헨티나의 디폴트 경과와 향후 전망 및 파급효과 등을 분석·보고하고자 함.

1. 디폴트 발생경과

□ 채무스왑에 합의하지 않은 일부 채권자들의 소송 제기

- 아르헨티나는 '01년 973억 달러* 규모의 국가채무에 대해 디폴트를 선언한 이후 '05년, '10년 2차례의 채무스왑을 통해 92%의 민간 채권자와 원금 75.6%를 탕감(hair-cut)하는 데 합의

* 채권자 구성: IMF 9.8%, 파리클럽 6.5%, 민간채권자 83.8%

- IMF 채무는 전액 조기상환('06년 1월, 96억 달러)되었으며, 파리클럽 과도 채무재조정 협상이 타결('14년 5월, 54억 달러)된 상황

- 그러나 채무스왑에 합의하지 않은 민간채권자(68억 달러) 중 Elliott 등 미국계 헤지펀드*(4억 달러)는 미국 법원에 아르헨티나를 상대로 채권 원리금 전액(13.3억 달러) 상환 요구소송을 제기

* Elliott는 동 채권을 48백만 달러에 매입<참고자료 1. Elliott Management Corp. 개관 참조>

□ 최종 판결: "Pay all, or Pay none"

- '14년 6월 대법원의 상고 각하로 **Pari Passu 조항***을 근거로 한 아르헨티나의 원리금 전액상환 판결 확정

* 채권자는 채권액에 비례하여 평등한 지위를 가진다는 채권자 동등대우 원칙 조항<참고자료 2. Pari Passu 조항 법리논쟁 참조>

- 뉴욕법원은 상환 강제를 위해 헤지펀드사에 대한 원리금 지급이 이루어지지 않을 경우 아르헨티나의 대외결제은행인 **뉴욕 멜론(Mellon)은행의 예치금 압류 명령**

<표 1> 미국 헤지펀드의 아르헨티나 상환 요구소송 경과

일 자	내 용
'07년 12월	미국계 헤지펀드사, 아르헨티나 채권 원리금 전액상환 요구소송 제기
'12년 2월	뉴욕지방법원, 아르헨티나의 13.3억 달러 상환 판결
'12년 10월	뉴욕항소법원, 아르헨티나에 대한 지방법원 판결 고수
'13년 6월	아르헨티나, 미 대법원에 상고 제기
'14년 6월	대법원 각하→ 아르헨티나의 100% 상환 판결 확정

□ 상환 유예기간 이내 협상타결 실패로 기술적 디폴트 발생

- 아르헨티나 정부는 美법원 Thomas Griesa 판사가 지명한 중재자를 통해 수차례 헤지펀드사와의 협상을 시도하였으며, 헤지펀드와의 직접 접촉을 통한 협상도 추진
- 그러나, 이자(5.4억 달러) 상환 유예기간(6.30~7.30) 이내 헤지펀드사와의 협상타결 실패로 기술적 디폴트 발생

□ 디폴트 여부에 대한 논란 지속

- 아르헨티나 정부는 이번 디폴트는 美법원에 의한 강제적 지급불능 상황이며, 실질적 디폴트가 아님을 주장(GrieFault*)

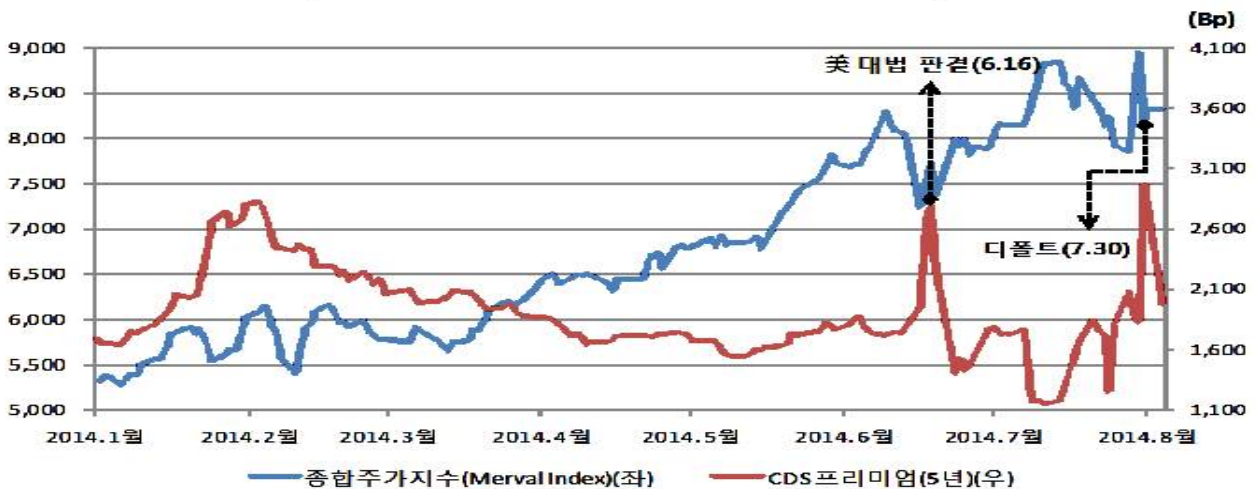
* Griesa+Default의 합성어

- 고수익을 목적으로 저가의 디폴트 채권을 매입한 헤지펀드사의 소송 권한에 의문을 제기하는 한편, 美증권거래위원회(SEC)에 불공정거래 여부 조사 의뢰
- 그러나, S&P와 Fitch는 디폴트로 간주하여 동국의 신용등급을 각각 SD>Selective Default), RD(Restrictive Default)로 강등
 - 다만, Moody's의 경우 아르헨티나에 대한 종전 등급 Caa1 유지
- 국제스왑파생상품협회(ISDA)도 디폴트(Credit Event)로 판단하여, 아르헨티나 국채와 연계된 CDS(10.4억 달러) 매도기관의 보험금 지급을 결정
 - 아르헨티나 국채관련 CDS 보험금 총액은 약 207억 달러로 추산

2. 금융시장 반응

- (아르헨티나 시장) 디폴트 당일 주가 하락, CDS 프리미엄 급등
 - 아르헨티나의 디폴트가 결정된 7월 31일 Merval Index는 8,188로 전일 대비 8% 하락하였으나, 주가하락을 매수기회로 인식한 외국인의 주식 매입으로 익일 8,327로 소폭 반등
 - 5년만기 CDS 프리미엄은 7월 31일 1,823bp에서 2,964bp로 급등한 이후 8월 4일 1,981bp까지 안정
 - (공식)환율의 경우 1달러당 8.21페소에서 8.26페소로 소폭 인상되었으며, 암시장 환율도 12.3페소에서 12.7페소로 소폭 인상
- (국제금융시장) 아르헨티나 사태에도 불구하고 안정적 수준 유지
 - 아르헨티나의 '01년 디폴트로 국제금융시장에서 동국 채권비중은 매우 작아 국제금융시장은 안정적인 수준 유지
 - 안전자산 선호심리 강화에 따른 신흥국 투자축소 우려에도 불구하고 신흥국에 대한 자금유입도 지속
- (한국 시장) 낮은 외환 익스포저 등으로 영향 미미
 - 이번 디폴트 사태가 우리나라 경제 및 당행에 미치는 영향 미미
 - '14년 3월말 기준 우리나라의 對아르헨티나 외환 익스포저(대출, 유가증권, 지급보증 등)는 800만 달러로 전체의 0.008%에 불과
 - 동국 관련 당행 여신잔액은 7월말 기준 4,424만 달러(수입자금 비중이 92.9%)로 총여신잔액의 0.05% 수준

<그림 1> 아르헨티나 금융지표 변동추이



자료: Bloomberg.

3. 향후 전망과 파급효과

(1) 전망

□ 헤지펀드와의 협상타결은 어려울 것으로 예상

- 디폴트 치유기간(60일) 동안 아르헨티나 정부와 헤지펀드간 협상이 지속될 것으로 예상되나, 양측의 강경한 입장을 고려할 때 협상 타결 가능성은 낮을 것으로 예상

- 동국 정부는 채무스왑 비참여자(Holdouts)들의 유사소송, **RUFO 조항***을 근거로 한 채무스왑 참여자들의 소송제기 위험 등으로 美법원판결 이행은 사실상 불가능

* 여타 채권자들에 더 유리한 조건을 제시하는 경우 동 채권 보유자도 동일한 조건을 요구할 수 있는 권리 부여 조항(**14년말까지 유효**)

- 헤지펀드사는 아르헨티나 정부로부터 원리금 회수에 실패하더라도, CDS 보험금 수령이 가능하여 전액상환 요구 고수(소위 “꽃놀이패”)

- 한편, 치유기간 이후에는 **Cross Default 조항***에 따라 채권자의 기한 이익상실 요구 가능(25% 이상의 채권자 동의 필요)

* 차주의 어느 다른 채무가 채무불이행으로 인해 기한의 이익을 상실하고 기한전에 상환해야 하는 경우 본건 채무도 채무불이행사유가 발생한 것으로 간주, 기한의 이익을 상실

- 아르헨티나 정부는 채무스왑 참여 채권자와의 협의를 통해 교환 채권을 아르헨티나법을 근거법으로 하는 신규채권으로 스왑하는 방안 강구

□ 민간 이해당사자와 헤지펀드간 협상타결 가능성 존재

- CDS 매도기관, 채권보유자 등 민간 이해당사자의 헤지펀드사 보유채권 전액인수 추진 가능성도 존재

- 현재 JP Morgan, CITI Bank 등 민간은행과 헤지펀드간 협상이 진행 중이며 아르헨티나 정부도 이를 반대하지 않는 상황

(2) 파급효과

□ 국가채무재조정 메커니즘(SDRM)* 논의 재개

- 美법원의 **Pari Passu 조항**에 대한 **확대해석**은 향후 채무재조정에 대한 채권자들의 참여유인을 저하시켜 개도국 외채문제 해결에 어려움을 가중시킬 것으로 예상(소위 “알박기”문제)
- 따라서 국제파산법원 설립, 집단행동조항(CACs)** 도입 등 고채무국의 원활한 채무재조정을 위한 **국가채무재조정 메커니즘(SDRM) 구축 논의가 재개**되는 계기로 작용

* Sovereign Debt Restructuring Mechanism: 다수결에 의해 합의된 채무재조정안을 소수 채권자가 거부할 수 없도록 하는 체계적 국가파산절차로, '01년 IMF가 협정문에 명시하는 방안을 시도하였으나, 민간채권자와 일부국의 반대로 무산

** Collective Action Clauses: 채권자 다수가 기존채무의 조건변경에 합의하면 전체 채권자에게 적용되는 조항으로 한국, 브라질 등에서 도입(현재까지 미국에서 발행된 채권에 CACs가 도입된 경우는 없음)

□ 별처펀드 소송규제 필요성에 대한 인식 확산

- 별처펀드의 소송을 규제하는 법안제정과 적용대상을 중소득국까지 확대하는 방안의 필요성에 대한 인식이 확대될 것으로 예상
 - 미국의 경우 **The Stop Vulture Fund Act('08)**가 발의되었으나 국회통과는 실패
 - 영국, 벨기에, 호주, 프랑스 등은 별처펀드의 고채무빈곤국(HIPC)을 대상으로 한 채무변제소송을 금지하는 특별법 존재

참고자료: 1. 엘리엇 매니지먼트(Elliott Management Corp.) 개관
2. Pari Passu 조항 법리 논쟁
3. 아르헨티나 채무재조정 현황

확인자	팀 장	김영석
작성자	조 사 역	김지용

Elliott Management Corp. 개관

□ 창업자: Paul Elliott Singer

- 1944년 뉴욕 출생, 유대인
- 학력
 - University of Rochester, 심리학 학사
 - Harvard Law School, 법학 박사
- 경력
 - 1974년 투자은행인 Donaldson, Lufkin & Jenrette의 부동산 부문에서 변호사로 커리어 시작
 - 1977년 친구들과 가족들로부터 130만 달러를 모아 헤지펀드 Elliott Associates LP 설립



□ Elliott Management Corp. 개관

- 미국의 헤지펀드 Elliott Associate LP(운용자산 200억 달러 이상)와 Elliott International Ltd(케이만군도 자회사)의 계열사로 운용자산이 23억 달러 이상
- 투자 전략 : 채무구제에 참여하지 않은 부실채권을 저렴하게 매입하여 채권추심 소송을 통해 채권 원리금 전액을 회수
 - Elliott Management 헤지펀드는 S&P 500 주가 지수는 10.8% 수익률보다 높은 14%의 연간 수익률을 기록
- 부실채권 소송 사례
 - (페루) 1996년 Elliott Management는 1,140만 달러 규모의 페루 디폴트 채권을 구입하고 1998년 채권추심 소송을 통해 미국법원으로부터 승소 판결을 받아 5,800만 달러 회수
 - (콩고) 2008년 Elliott Management는 콩고정부 부실채권을 2천만 달러에 인수하고, 콩고정부의 부패 폭로를 위협하여 9천만 달러 회수
 - (아르헨티나) 2005~08년간 액면가 4억 달러의 아르헨티나 정부채권을 48백만 달러에 매입하여 미국법원에 13.3억 달러 지급을 요구하는 소송을 제기하고 승소(전액 회수시 수익률 1,608%)

Pari Passu 조항 법리논쟁

□ Pari Passu 조항 법리해석 쟁점

- 아르헨티나 디폴트 발생의 핵심원인은 모든 국채 발행 계약에 포함되어 있는 **Pari Passu 조항에 대한 확대 해석**
- “Pari Passu”는 라틴어로 “보조를 맞추어”를 뜻하며, 채무자의 상환 의무가 모든 채무에 동일하게 부과됨을 보장하는 조항으로 해석되어 왔으나, 채무재조정에 참여하지 않은 개도국 채권을 소유한 민간채권자들이 이를 확대 해석하여 채권의 전액 상환을 요구
 - 기존 해석: 기존 채권자들 간의 동등 대우
 - 확대 해석: 채무재조정에 응하지 않은 채권자(holdout)를 포함한 모든 채권자들 간의 동등 대우(Pay all, or Pay none)

□ Pari Passu 조항 법리논쟁 시초 및 경과

- 2000년 벨기에 법원은 Elliott Associates가 제기한 소송에서 페루 정부는 Pari Passu 조항에 따라 부실채권의 모든 채권자에게 동시에 상환하거나, 아무에게도 상환하지 않아야 한다'라고 판결하면서 논쟁 시작
 - 이 사건 이후 Pari Passu 조항에 재해석 논란 증폭
- 2012년 2월 뉴욕 연방법원은 Pari Passu 조항에 대한 확대해석을 지지하는 판결을 내렸고, 2014년 6월 미국 대법원이 아르헨티나 정부의 상고 각하
 - 뉴욕 연방법원은 holdout 채권자에 대한 채무를 상환하기 전까지 재조정된 채무에 대한 상환을 중지하라고 명령(“Pay all, or pay none”)

□ Pari Passu 조항 재해석 영향

- 국채의 효율적 채무재조정에서 가장 중요한 채권자 형평성 (Creditor Equity)을 저해하여 채권자들의 채무재조정 참가 인센티브 위축 → 채무재조정 협상 시간과 비용 증가 및 채무삭감 방식의 채무재조정 축소 예상

아르헨티나 채무재조정 현황

□ 파리클럽* 채무재조정

- '14년 5월 29일, 원금(54억 달러)과 연체이자(43억 달러)를 포함 총 97억 달러에 대한 채무재조정 협상 타결
- '15년 5월까지 11.5억 달러를 상환하고, 차액은 '18년 5월 상환을 완료하기로 합의('14년 7월 6.5억 달러, '15년 5월 5억 달러 상환 예정)

* 공공채권자 포럼으로 프랑스를 포함해 독일, 호주, 오스트리아, 벨기에, 캐나다, 덴마크, 스페인, 미국, 핀란드, 프랑스, 네덜란드, 아일랜드, 이탈리아, 일본, 노르웨이, 러시아, 스웨덴, 스위스, 영국 등 19개국이 파리클럽 회원국으로 활동

<아르헨티나의 파리클럽 채무현황 (2014년 3월말 기준)>

단위: 백만 달러

채권국	단기채	장기채	합계	채권국	단기채	장기채	합계
Germany	91.2	2,771.3	2,862.5	Czech		25.6	25.6
Japan	6.7	615.3	622.0	Sweden	8.2	23.0	31.2
USA	16.4	460.3	476.7	Denmark		14.5	14.5
Switzerland	193.1	332.0	525.1	Spain	3.0	9.6	12.6
Canada	299.4	289.3	588.7	Finland	178.5	6.7	185.2
Netherlands		283.4	283.4	Norway		5.6	5.6
France		171.3	171.3	Israel		4.0	4.0
Italy		150.4	150.4	Portugal	0.9	0.3	1.2
Austria	0.4	87.8	88.2	Korea	194.3		194.3
UK		73.1	73.1	Turkey	3.9		3.9
Belgium		34.4	34.4	합계	996.0	5,357.9	6,353.9

자료: OECD

□ 런던클럽 채무재조정

- '05년 6월 채무스왑: 기존 정부채 1,037억 달러(원금 812억 달러와 연체이자 225억 달러) 중 약 800억 달러에 대해 75%를 삭감하고 신규채권으로 교환
- '10년 6월 채무스왑: '05년 채무스왑에 참여하지 않은 정부채 183억 달러 중 121억 달러에 대해 75%를 삭감하고 신규채권으로 교환

* 근거법 기준 국채 현황: 아르헨티나법 261억 달러, 런던법 165억 달러, 뉴욕법 119억 달러, 일본법 3.2억 달러

참고자료

주요 경제지표

① 외환시장

구 분	'13년말	'14. 8. 1	'14. 8. 8	전주비
₩/US\$	1,055.4	1,037.1	1,036.5	△0.6
₩/100¥	1,002.3	1,007.7	1,038.4	30.7
CNY/US\$	6.0618	6.1720	6.1562	△0.0158
¥/US\$	105.30	102.92	101.77	△1.15
US\$/€	1.3736	1.3384	1.3358	△0.0026

② 채권시장

구 분	'13년말	'14. 8. 1	'14. 8. 8	전주비
한국 국고채(3년)	2.86	2.54	2.50	△0.04
미국 국채(10년)	3.03	2.49	2.42	△0.07

③ 주식시장

구 분	'13년말	'14. 8. 1	'14. 8. 8	전주비
한국 KOSPI	2,011.34	2,073.10	2,031.10	△42.00
미국 DJIA	16,576.66	16,493.37	16,553.93	60.56

④ 해운시장

구 분	'13년말	'14. 8. 1	'14. 8. 8	전주비
BDI 지수*	2,247	751	777	26.0
HRCI 지수**	497.5	536.1	533.3	△2.8

*Baltic Dry Index: 벌크선 운임지수

**Howe Robinson Container Index: 컨테이너선 용선지수

⑤ 유가

(US\$/배럴)

유 종	'13년말	'14. 8. 1	'14. 8. 8	전주비
WTI유 현물	98.99	97.75	97.68	△0.07
Brent유 현물	108.34	104.00	104.22	0.22
두바이유 현물	103.96	104.92	103.85	△1.07