

개도국 지역이슈 리포트

【지역이슈분석 2014-19】

2014. 8. 19

아르헨티나의 디폴트 발생경과와 파급효과


목 차

I. 디폴트 발생경과	1
II. 금융시장 반응	5
III. 파급효과	6

해외경제연구소

작 성: 조 사 역 김지용 (6255-5716)
jyk@koreaexim.go.kr

확 인: 팀 장 김영석 (6255-5707)
claudio@koreaexim.go.kr

 한국수출입은행
해외경제연구소



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

I. 디폴트 발생경과

□ 채무스왑에 합의하지 않은 일부 채권자들의 소송 제기

- 아르헨티나는 2001년 973억 달러* 규모의 국가채무에 대해 디폴트를 선언한 이후 2005년, 2010년 2차례의 채무스왑을 통해 92%의 민간채권자와 원금 75.6%를 탕감(hair-cut)하는 데 합의함.

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

- IMF 채무는 전액 조기상환(2006년 1월, 96억 달러)되었으며, 파리클럽과도 채무재조정 협상이 타결(2014년 5월, 54억 달러)됨.
- 2005년과 2010년 각각 6.2백억 달러(76.4%), 1.2백억 달러(15.2%)의 채권자가 채무스왑에 참여함.

- 그러나 채무스왑에 합의하지 않은 민간채권자(68억 달러) 중 Elliott Management¹⁾ 등 미국계 헤지펀드(4억 달러)*는 미국 법원에 아르헨티나를 상대로 채권 원리금 전액(13.3억 달러) 상환 요구소송을 제기함.

* Elliott Management는 동 채권을 48백만 달러에 매입

<참고 1> 파리클럽 채무재조정

- 파리클럽 채무와 관련하여 수년간 협상이 지연되었으나, 2014년 5월 원금(54억 달러)과 이자(43억 달러)를 포함한 총 97억 달러에 대한 채무 재조정 협상이 타결됨.
- 2014년 7월 6.5억 달러를 시작으로 2018년 5월 상환을 완료하기로 합의함.

1) Paul Elliott Singer가 창립한 헤지펀드사로, 채무구제에 참여하지 않은 부실채권을 저가에 매입한 후 추심소송을 통해 원리금전액을 회수하는 방식의 투자전략을 사용함. 아르헨티나 채권추심소송 이외에도 페루(Elliott Management), 콩고(Kensington Int.) 등에 유사소송을 제기하여 높은 수익을 회수한 경험이 있어, 대표적인 벌처펀드로 꼽힘.



□ 최종 판결: "Pay all, or Pay none"

- 2012년 2월 뉴욕지방법원은 채무스왑 참여 채권자와 비참여 채권자간의 동등대우(Pari Passu 조항2)를 바탕으로 헤지펀드사에 대한 원리금 전액 상환을 판결함.
- 2014년 6월 대법원의 상고 각하로 동 판결이 확정되었으며, 상환 강제를 위해 헤지펀드사에 대한 원리금 지급이 이루어지지 않을 경우 아르헨티나 대외결제은행인 뉴욕멜론(Mellon)은행의 예치금 압류를 명령함.

<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

<참고 2> Pari Passu 조항 적용 선례 - 페루

- 벨기에 법원은 Elliott Management가 페루를 상대로 제기한 채권 원리금 전액상환 요구소송에서 국가 채무재조정 사례에 Pari Passu 조항을 근거로 한 첫 판결을 내림.
 - Pari Passu 조항은 기존 채권자들간 동등대우를 의미하였으나, 벨기에 법원은 채무재조정에 응하지 않은 채권자(Holdout)를 포함한 모든 채권자들간 동등대우로 확대 해석함.
- 동 법원은 페루의 Elliott사에 대한 상환을 명령하였으며, 페루는 동 판결을 수용, 원리금 전액을 상환함.

2) 특정 담보가 없거나, 특정 담보에 만족하지 못해 채무자의 일반적 신용에 의존해야 하는 채권자를 보호하기 위한 조항으로, 채권자는 채권액에 비례하여 평등한 지위를 가진다는 내용



□ 상환 유예기간 이내 협상타결 실패로 기술적 디폴트 발생

- 아르헨티나 정부는 美판사 Thomas Griesa가 지명한 중재자 Daniel A. Pollack을 통해 수차례 헤지펀드사와의 협상을 시도하였으며, 헤지펀드와의 직접접촉을 통한 협상도 추진함.
- 그러나, 채무스왑에 참여한 채권자들에 대한 이자(5.4억 달러)상환 유예기간(6.30~7.30) 이내 헤지펀드사와의 협상타결 실패로 기술적 디폴트가 발생함.

□ 디폴트 여부에 대한 논란 지속

- 아르헨티나 정부는 이번 디폴트는 美법원에 의한 강제적 지급불능 상황이며, 계좌에 이자상환 자금을 예치(6.26)하였으므로 실질적 디폴트가 아님을 주장(GrieFault*)하고 있음.

* Griesa와 Default의 합성어

- 그러나, 국제신용평가사 S&P와 Fitch는 디폴트로 간주하여 동국의 신용등급을 각각 SD(Selective Default), RD(Restrictive Default)로 강등함.
- 다만, Moody's의 경우 아르헨티나에 대한 종전 등급 Caa1을 유지하고 있으며, 지급불능 상황 지속, 외환보유액 급감 등이 발생하는 경우 동국의 신용등급을 하향조정할 계획임.

<표 2> 주요 기관별 평가등급

평가기관	최근 평가 등급		종전 평가 등급	
OECD	7등급	(2013. 10.)	7등급	(2012. 6.)
S&P	SD	(2014. 7.)	CCC-	(2014. 6.)
Moody's	Caa1	(2014. 7.)	Caa1	(2014. 3.)
Fitch	RD	(2014. 7.)	CC	(2013. 11.)

- 국제스왑파생상품협회(ISDA)도 디폴트(Credit Event)로 판단하여, 아르헨티나 국채와 연계된 신용부도스왑(CDS) 매도기관의 보험금(10.4억 달러) 지급을 결정함.
- 아르헨티나 국채 관련 CDS 보험금 총액은 207억 달러로 추산됨.



□ 양측의 강경입장 고려시 단기간내 협상타결은 어려울 것으로 예상

- 아르헨티나 정부는 디폴트 치유기간(60일) 동안 헤지펀드와의 협상을 지속할 것으로 예상되나, 국제사법재판소(ICJ) 제소(2014.8) 등 양측의 강경한 입장을 고려할 때 단기간내 협상 타결 가능성은 낮을 것으로 예상됨.
- 동국 정부는 채무스왑 비참여자(Holdouts)들의 유사소송, RUFO 조항³⁾을 근거로 한 채무스왑 참여자들의 소송제기 위험 등으로 美법원판결 이행은 사실상 불가능한 상황임.
- 헤지펀드사는 아르헨티나 정부로부터 원리금 회수에 실패하더라도, CDS 보험금 수령이 가능하여 원리금 전액상환 요구를 고수하고 있음.
- 한편, 치유기간 이후에는 Cross Default 조항⁴⁾에 따라 채권자의 기한 이익상실 요구가 가능(25% 이상의 채권자 동의하는 경우)함.
- 아르헨티나 정부는 채무스왑 참여 채권자와의 협의를 통해 교환채권을 미법원 효력이 미치지 않는 아르헨티나법을 근거법으로 하는 신규채권으로 스왑하는 방안을 시도할 수 있음.

□ 민간 이해당사자와 헤지펀드간 협상도 불투명

- 아르헨티나 국채 관련 CDS 매도기관, 채권보유자 등 민간 이해당사자는 헤지펀드사 보유채권 전액인수를 시도하고 있으나, 현재까지 진전이 없음.
- 아르헨티나 은행연합회(ABEBA) 및 JP Morgan, CITIgroup 등 민간은행은 헤지펀드사와 인수가격에 대한 의견충돌로 협상이 결렬된 상황임.

3) Right Upon Future Offers. 채무스왑 채권에 명시된 조항('14년말까지 유효)으로, 여타 채권자들에 더 유리한 조건을 제시하는 경우 동 채권 보유자도 동일한 조건을 요구할 수 있는 권리 부여

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

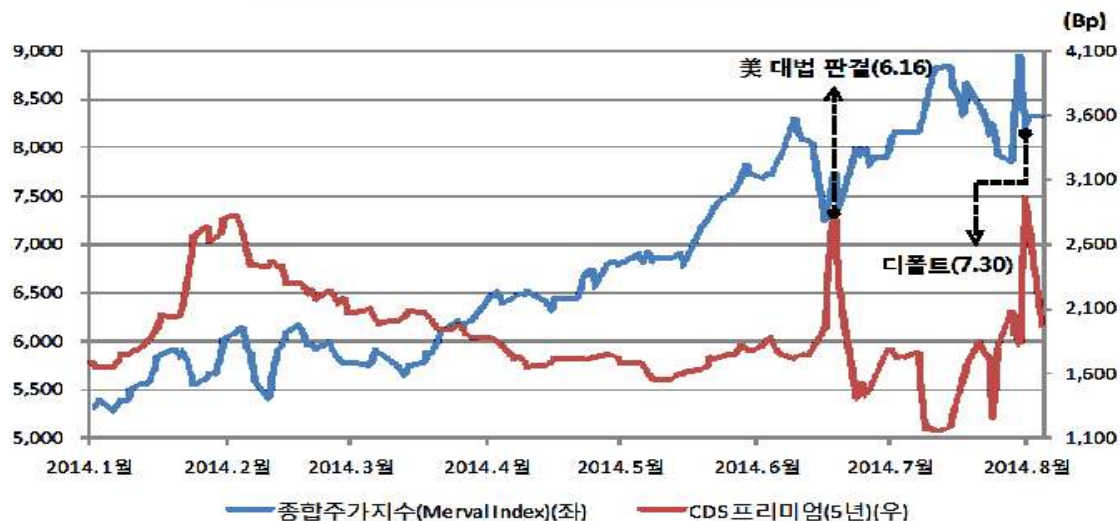


II. 금융시장 반응

□ (아르헨티나 시장) 디폴트 당일 주가 하락, CDS 프리미엄 급등

- 아르헨티나의 디폴트가 결정된 7월 31일 Merval Index는 8,188로 전일 대비 8% 하락하였으나, 아르헨티나 주가 하락을 매수기회로 인식한 외국인의 주식 매입으로 8월 1일 8,327로 반등함.
- 5년만기 CDS 프리미엄은 7월 31일 1,823bp에서 2,964bp로 급등한 이후 8월 4일 1,981bp까지 안정됨.
- 공식환율과 암시장 환율은 1달러당 각각 8.21페소에서 8.26페소, 12.3페소에서 12.7페소로 소폭 인상됨.

<그림 1> 아르헨티나 금융지표 변동추이



자료: Bloomberg.

□ (국제금융시장) 아르헨티나 사태에도 불구하고 안정적 수준 유지

- 아르헨티나는 2001년 디폴트 이후 국제금융시장에서의 자금조달 한계로 동 시장에서 차지하는 채권비중이 매우 작고 2014년 디폴트 재발에도 국제금융시장은 안정적임.



- 안전자산 선호심리 강화에 따른 신흥국 투자축소 우려에도 불구하고 인도 등 대부분의 신흥국에 대한 자금유입도 지속되고 있음.
- 브라질의 경우, 아르헨티나에 대한 수출비중이 7%이며 특히 자동차 산업은 동국 수출비중이 85%로 높아 외국인의 주식매도가 이루어짐(상파올로 주가지수는 7월 31일 55,829로 전주 대비 3.7% 하락).

□ (한국 시장) 낮은 외환 익스포저 등으로 한국에 미치는 영향 미미

- 2014년 3월말 기준 우리나라의 對아르헨티나 외환 익스포저(대출, 유가증권, 지급보증 등)는 800만 달러로 전체의 0.008%임
- 또한 동국과의 교역, 직접투자 규모는 2013년 기준 각각 22.7억 달러(전체의 0.2%, 중남미의 4.2%), 90만 달러(전체의 0.007%, 중남미의 0.03%)로 우리나라에 미치는 영향은 미미할 것으로 예상됨.

Ⅲ. 파급효과

(1) 아르헨티나 경제 파급효과

□ 디폴트 재발로 2014년 1% 이하의 저성장 기록 전망

- 아르헨티나는 2012년 경제성장률이 1.9%로 하락한 이후 원자재 수출을 통해 2013년에는 경제성장률이 4.3%까지 회복되었으나, 이번 판결을 계기로 2014년에는 1% 이하의 저성장이 전망됨.
- 동국 정부는 2014년 8월 임금보조금 확대*, CEDIN 정책 가동 등 경제진작 정책을 발표하였으나, 재정지출규모, 시장반응 등을 고려할 때 동 정책 효과는 미미할 것으로 예상됨.

* 1인당 1.5천 페소→ 2천 페소 단, 청년층에 대해서는 정규직 전환시 2.7천 페소

- 2013년 부동산투자 예치증명서 거래를 허용하는 CEDIN 정책이 한시적으로 시행되었으나, 실효성이 낮아 2014년에는 은행의 1.5% 수수료 수취를 허용하여 거래를 독려함.



□ 폐소화가치 하락 등으로 고물가, 외환보유액 감소추세 지속 예상

- 폐소화 가치 하락에 따른 수입물가 상승으로 30% 이상의 고물가가 지속되고, 중앙은행의 환율방어를 위한 외환시장 개입, 외국인 투자 저하로 외환보유액 감소추세도 불가피할 것으로 예상됨.
 - 2014년 8월 12일 아르헨티나 중앙은행의 기준금리(Lebac rate) 인하(26.8%→ 25.8%)는 환율상승 압력 요소로 작용함.
 - 아르헨티나의 외환보유액은 2010년 497억 달러(월평균수입액의 7.2배)를 기록하였으나, 외채상환, FDI 감소 등으로 2013년에는 345억 달러(월평균 수입액의 3.8배)로 감소함.
- 아르헨티나 정부는 외환안전망 구축을 위해 2014년 7월 중국과 110억 달러 규모의 통화스왑(3년)을 체결하였으며, 동년 8월에는 물가 안정화를 위해 정부에게 판매 수익률, 소비자판매가격 등 상품가격 통제 권한을 부여하는 법안을 국회에 상정함.

(2) 국제채무재조정 파급효과

□ 국제 채무재조정 메커니즘(SDRM)* 논의 재개

- 美법원의 Pari Passu 조항에 대한 확대해석은 향후 채무재조정에 대한 채권자들의 참여유인을 저하시켜 개도국 외채문제 해결에 어려움을 가중시킬 것으로 예상됨.
- 따라서 국제파산법원 설립, 집단행동조항(CACs)⁵⁾ 도입 등 고채무국의 원활한 채무재조정을 위한 국가채무재조정메커니즘(Sovereign Debt Restructuring Mechanism, SDRM) 구축 논의가 재개되는 계기로 작용함.
 - 다수결에 의해 합의된 채무재조정안을 소수 채권자가 거부할 수 없도록 하는 체계적 국가파산절차로, 2001년 IMF가 협정문에 명시하는 방안을 시도하였으나, 민간채권자와 일부국의 반대로 무산된 바 있음.

5) Collective Action Clauses. 집단행동조항이 도입되는 경우 채권자 다수가 기존채무의 조건변경에 합의하면 전체 채권자에게 적용되는 것으로 한국, 브라질 등에서 도입(현재까지 미국에서 발행된 채권에 CACs가 도입된 경우는 없음)



□ 벌처펀드(Vulture Fund) 소송규제 필요성에 대한 인식 확산

- 벌처펀드의 소송을 규제하는 법안제정과 적용대상을 아르헨티나와 같은 중소득국까지 확대하는 방안의 필요성에 대한 인식이 확대될 것으로 예상됨.
- 벌처펀드는 짐비아(Donegal International), 콩고공화국(Kensington International), 콩고 민주공화국(FG Hemisphere) 등 주로 고채무빈곤국(HIPC)의 부실채권을 매수한 후 원리금 전액상환소송을 제기하여 고수의 획득을 시도함.

<표 3> 벌처펀드의 소송 악용 사례

단위: 백만 달러

대상국	펀드사	거래가		소송내용	판결	담당 법원
		액면가	매입가			
잠비아	Donegal Int.	29.8	3.28	전액상환요구 (55백만 달러)	부분승소 (15.5백만 달러)	British
콩고	Kensington Int.	32.6	2.3	전액상환요구 (9천만 달러)	승소	British
콩고민주 공화국	FG Hemisphere ⁶⁾	37.0	2.6	전액상환요구 (1.1억 달러)	패소	Privy

- 영국, 벨기에, 호주, 프랑스 등은 벌처펀드의 고채무빈곤국을 대상으로 한 채무변제소송을 금지하는 특별법을 제정하였으며, 미국의 경우 “The Stop Vulture Fund Act(2008)”가 발의되었으나 국회통과는 실패함.

문의 : 해외경제연구소
 조사역 김지용(☎6255-5716)
 jyk@koreaexim.go.kr

6) Elliott Management의 계열사