이베로아메리카 제2집(2000년)

중남미 외채문제와 브래디 본드

김 영 석*

Ⅰ. 중남미 외채문제 현황

중남미 국가들은 1820년대에 독립하면서부터 외채차입과 상환불이행을 거듭해 왔다. 포야이스 왕국의 국채[1]를 비롯하여 19세기에는 런던, 20세기 세계대전 이후에는 뉴욕에서 유통된 중남미 국채의 채무불이행이 거듭되었다. 1861년 7월에는 멕시코의 베니또 후아레스 대통령이 보수세력과의 내전(1858-60)을 치르면서 정부 재정이 고갈되자 모라토리엄(외채상환중지)을 선언[2]한 바 있다. 1956년에는 아르헨티나의 외채문제 협상을 위해 공적채무에 대한 정부 채권자들의 포럼인 파리클럽이 최초로 구성되었다.

외채문제는 반복되어 왔지만 1982년의 외채문제는 그 규모와 심각성에 있어서 전례가 없는 것이었다. 1982년 8월 20일 멕시코의 모라토리엄 선언 이후 1983년 봄까지 15개국이 900억 달러 이상의 상업채무에 대한

* 한국수출입은행 전문연구원

1) 시몬 볼리바르 장군 밑에서 중남미 독립전쟁에 참가했던 한 스코틀랜드 모험가 조지 맥그리거는 중미에 있다는 '이상하고 신화적인 포야이스(Poyais)왕국'의 공채 20만 파운드를 런던에서 발행하는데 성공함. 물론 포야이스의 왕자 조지 맥그리거는 공채를 판 돈을 챙겨 도망가서 영영 돌아오지 않음.

2) 이에 주요 채권국인 프랑스, 영국, 스페인 3개국의 연합군은 1862년 1월에 외채상환을 요구하며 멕시코의 베라꾸루스를 침공함. 당시 외채협상이 타결되자 영국과 스페인 군대는 철수하였으나, 프랑스 군대는 계속 주둔하여 1863년 6월에는 멕시코시티를 점령함. 이후 프랑스는 멕시코 보수세력과 결탁하여 오스트리아의 막시밀리아노를 황제로 추대한 바 있음.

채무재조정 협상에 착수했으며, 미국 상업은행의 중남미 국가에 대한 상업채무만 해도 650억 달러에 이르고 있었다.

아래 <표 1>, <표 2>를 보면 중남미 외채규모가 70년대를 거치면서 80년대 초까지 급격히 증가하였고 특히 상업차관이 크게 증가한 것을 알 수 있다. 또한 90년대 들어서는 상업차관 중 브래디 본드, 유로 본드 등 국제채의 비중이 크게 증가한 것을 알 수 있다.

1982년말 현재 중남미 총외채는 3,334억 달러로 개도국 총외채(7,529억 달러)의 44%를 차지하고 있었다. 이중 공공부문이 해외에서 차입한 공적외채(1,762억 달러)가 총외채의 53%를 차지하고 있었으며, 공적외채 중 77%는 상업차관(1,360억 달러)이었다. 상업차관 중 79%가 해외상업은행 대출(1,075억 달러)이며, 민간외채 622억 달러를 포함할 경우 선진국 상업은행들의 중남미 익스포져는 1,697억 달러에 달하고 있었다.

<표 1> 중남미 외채 현황

단위 : 십억 달러

	1970	1980	1982	1990	1999[e]
총외채잔액	..	257.3	333.4	475.9	792.7
장기외채	**27.6**	**187.2**	**238.5**	380.2	649.0
공적외채	15.8	144.8	176.2	355.1	440.6
민간외채	11.9	42.5	**62.2**	**25.1**	**208.4**
단기외채	..	68.6	91.9	77.4	122.6
IMF	0.1	1.4	3.0	18.3	21.0

자료 : World Bank, *Global Development Finance* 각년호.

<표 2> 채권자별 공적외채 현황

단위 : 십억 달러

	1970	1980	1982	1990	1998
공적외채	15.8	144.8	176.2	355.1	440.6
공공기관	8.1	44.9	40.1	146.6	176.4
다자간기구	2.9	14.1	19.6	60.5	89.6
외국정부	5.2	30.8	20.5	86.0	86.8
상업기관	**7.6**	**99.8**	**136.0**	208.6	264.3
국제채	1.2	9.6	**15.9**	**76.0**	**213.2**

자료 : <표 1>과 같음.

상업차관이 이토록 많은 비중을 차지하고 있는 이유는 1970년대의 세계경제환경과 밀접한 관련이 있다. 1970년대 이전에 개도국의 해외자금 조달원은 주로 선진국의 원조와 선진국 또는 국제금융기관의 공공차관이 대부분이었다. 원조와 공공차관은 양허성 자금으로 시장이자율 보다 낮은 이자율이 적용되었고 상환기간은 장기였다. 그러나 이러한 자금은 채무국의 정치·경제개혁을 조건으로 제공되었다. 이에 따라 상업금융기관으로부터의 차입이 가능한 중소득국[3]의 경우 국민의 고통을 수반하는 개혁정책을 전제조건으로 하는 공공차관 보다 조달비용이 다소 높더라도 조건 없이 사용할 수 있는 상업차관을 선호하였다. 이는 1970년대만 하더라도 중남미가 아시아, 중동, 아프리카, 동구지역에 비해 상대적으로 경제가 발전해 있었기 때문이기도 하다.

한편, 선진국 상업은행들은 70년대 두 차례의 오일쇼크로 경기침체와 인플레를 경험하면서 국내 수익기반이 약화되자 해외에서 수익원을 찾기 시작하면서 개도국 대출을 증가시켜 왔다. 대출은 주로 유로시장에서 신디케이트 론의 형태로 이루어졌다. 당시 국제금융환경은 1971년 닉슨 쇼크 이후 브레튼우즈 체제가 붕괴되고 대부분의 국가가 변동환율제를 채택하여 금융시장의 변동성이 더욱 커졌고, 오일머니가 환류되면서 유

3) 저소득국의 경우 상업금융기관으로부터의 차입이 어려우므로 해외차입은 대부분 국제개발기구나 외국정부로부터의 공공차관에 의존할 수 밖에 없음.

로시장이 급속히 발전하고 있었다. 세계경제는 명목이자율을 상회하는 인플레를 경험하면서 개도국에 유리한 해외차입여건이 조성되었다. 이에 따라 국제 상업은행의 자금공급과 개도국의 자금수요가 급속히 증가하면서 중남미 상업차관 규모는 1970년 76억 달러에서 1982년에는 1,360억 달러로 12년만에 18배 이상 증가하였다.

그러나 이러한 국제환경이 지속되지는 않았다. 1979년 2차 오일쇼크 이후 선진국의 경기침체가 지속되었고, 개도국의 주요 수출품목인 1차산품의 국제가격이 하락하였다. 이는 개도국 경제에 직접적인 영향을 미쳐 주요 외화가득원인 수출이 감소하면서 외채원리금 상환능력을 저하시키는 결과를 초래하였다. 게다가 레이건 행정부의 달러강세와 재정확대정책이 국제금융시장의 고금리화로 연결되면서 개도국의 외채원리금 상환부담이 가중되었다. 결국 1982년 8월 멕시코를 시발로 잠재되어 있던 개도국 외채위기는 표면화되었다. 80년대의 개도국 외채위기는 오일쇼크, 변동환율제로의 이행, 유로시장의 발달 등으로 국제상업은행의 상업차관이 증가하면서 배태되었고, 외채위기가 발생하자 개도국 채무국은 공공차관과 상업차관 모두에 대한 지급불능상태에 빠지게 된 것이다.

이러한 외부요인 외에 중남미 국가들의 내부 비효율적 경제운용과 방만한 외채관리도 중남미 외채위기의 원인으로 작용하였다. 대부분의 중남미 국가들의 상업차관은 개발 프로젝트에 비효율적으로 투자되거나 소비에 충당되었다. 이들 채무국은 효율적인 경제정책운용에 실패하였으며, 재정적자를 보전하기 위해 해외차입에 의존할 수 밖에 없었다. 결국 수익을 창출하지 못하고 소비에 충당된 상업차관은 엄청난 외채로 남게 되어 궁지에 몰린 채무국은 채무재조정 협상에서 유리한 고지를 점령하기 위해 모라토리엄 선언과 같은 극단적 조치를 취하게 되었다.

Ⅱ. 중남미 외채문제 해결방안

1. 전통적 외채문제 해결방안

개도국의 외채문제 해결을 위한 국제적 채무조정기구로는 파리클럽과 런던클럽이 있다. 채권자 기준으로 공적채무는 파리클럽, 상업채무는 런던클럽에서 개도국 외채문제 해결방안을 논의해 왔다. 파리클럽은 아르헨티나의 외채문제로 처음 구성된 비영속적, 임시협의체로서 프랑스 재무부 국장이 의장직을 수행하며, 통상 OECD 회원국 정부가 회원이지만 채무국에 따라 다른 채권국 정부가 참여하기도 한다. 통상 파리클럽 채무재조정 협상에는 IMF, 세계은행, UNCTAD, OECD, EU 위원회 등도 옵서버로 참여하고 있다.

한편, 런던클럽은 1960년대 후반 필리핀의 상업채무를 협의하기 위한 채권은행 포럼으로 최초로 구성되었다. 1970년 아르헨티나, 페루, 자이레의 상업채무 협상을 위해 기존 포럼이 보완되었는데, 이 포럼을 언론에서 런던클럽이라고 부르기 시작한 것이다. 런던클럽은 1982년 8월 멕시코의 모라토리엄 선언 이후 본격적인 상업채무 리스케줄링 논의가 이루어지면서 상업채무의 리스케줄링 협의체라는 포괄적인 의미로 지칭되었으며, 현재까지 공적채무 협의체인 파리클럽과 상호협조 하에 존속하고 있다. 그러나 런던클럽은 파리클럽에 필적하는 영속적인 의장직이나 비서직이 존재하지 않는 비조직 임시협의체로서 모임장소와 상관없이 상업채무 협의체를 모두 런던클럽이라고 지칭하고 있다.

일반적으로 저소득국들의 경우 상업금융기관들의 여신 기피로 외채의 대부분이 공적채무가 주류를 이루고 있으므로 파리클럽을 통한 채무재조정이 주류를 이루고 있으며, 중소득국들의 경우에는 상업채무의 비중이 크므로 런던클럽을 통한 채무재조정을 통해 외채문제 해결방안이 논의되어 왔다. 한편, 최빈국의 경우에는 세계은행 그룹의 국제개발협회(IDA)의 채무탕감기금 지원을 통해 채무재조정이 시행되었으며, 최근에

는 IMF와 세계은행 주도로 고채무최빈국[4] 채무구제안(Highly Indebted Poor Countries Initiative : HIPC)을 통해 최빈국의 외채문제 해결방안을 모색하고 있다.

전통적으로 채권국들은 개도국 외채문제의 해결방안을 모색하면서도 채무국의 모랄해저드를 의식해 채무탕감을 제외한 만기 연장, 금리 인하, 신규자금 제공과 같은 상환조건변경 위주로 대응하여 왔다. 그러나 이러한 방식으로는 개도국 외채문제를 해결하는데 큰 성과가 없었고, 1982년 중남미 외채위기가 해결기미를 보이지 않자 채무탕감을 포함한 채무재조정방식을 채택하게 되었다. 상업채무의 해결을 위해 1988년에 브래디 플랜이 도입되었고 공적채무 해결에도 채무탕감을 포함한 토론토 조건이 1988년 G-7 정상회담에서 결정되었다.

<표 3> 채무재조정 유형

구 분	내 용
채무상환중지 (Moratorium)	외채원금뿐만 아니라 이자도 일시적으로 지급 중단하는 일방적 지불중단 방식
채무상환연기 (Rescheduling)	기존 외채의 원리금 상환기일을 연장시켜주는 방식
채무조건재조정 (Renegotiation)	금리인하, 가산금리의 축소 등 채무상환 조건을 변경시켜주는 방식
채무재융자 (Refinancing)	상환하지 못하는 원리금을 추가대출금으로 간주하여 차관공여 계약을 체결하는 방식

4) 총 36개국이 HIPC 수혜대상국으로 선정되었으며, 중남미 국가로는 볼리비아, 온두라스, 니카라과 3개국이 포함되어 있음. 한편 볼리비아는 HIPC 수혜를 통해 1998년에 이미 현가 기준으로 4억 4,800만 달러의 외채를 탕감 받은 바 있음.

<표 4> 채무재조정조건 변동내용

조건	중소득국	저 소 득 국														
		토론토 조건			런던조건				나폴리조건				리용조건			
		DR	DSR	LM	DR	DSR	CMI	LM	DR	DSR	CMI	LM	DR	DSR	CMI	LM
시 행 시 기	'94~'96	'88. 10~'91.6			'91.11 ~ '94.11				'95. 1 이후				'96. 11 이후			
거치기간연장(년)	5-6	8	8	14	6	-	5	16	6	3	8	20	6	8	8	20
만 기 연 장(년)	9	14	14	25	23	23	23	25	23	33	33	40	23	40	40	40
이 자 율	M	M	R	M	M	R	R	M	M	R	R	M	M	R	R	M
채무 삭감 비율 (NPV기준, %)	-	33	20-30	-	50	50	50	-	67	67	67	-	80	80	80	-
공적개발원조(ODA)																
거치기간연장(년)	5-6	14	14	14	12	12	12	16	16	16	16	20	20	16	16	20
만 기 연 장(년)	10	25	25	25	30	30	30	25	40	40	40	40	40	40	40	40

1. 저소득국에 대한 조건은 토론토, 런던, 나폴리, 리용 G-7 정상회담에서 조금씩 변경되어 왔음.
2. DR : 원금 삭감
   DSR : 원리금 삭감
   LM : 만기연장
   CMI : 발생이자의 원금전환
   M : 시장금리 적용
   R : 시장금리 이하 적용
3. 비양허적 조건인 만기연장(LM)은 저소득국의 경우에도 대상채무를 극히 제한적으로 한정.
4. 토론토조건 적용국가 : 차드, 기니, 마다가스카르, 모잠비크, 탄자니아, 니제르
5. 런던조건 적용국가 : 카메룬, 기니, 온두라스, 모잠비크, 탄자니아, 잠비아, 니제르, 시에라리온 등
6. 나폴리조건 적용국가 : 우간다, 볼리비아, 기이아나, 말리, 부르키나파소, 베닝, 차드, 카메룬, 니제르 등
7. 리용조건 적용국가 : 우간다, 코트디브와르, 부르키나파소, 볼리비아 등

2. 브래디 플랜

중남미 외채위기 발생으로 외채협상의 주도권이 채권국에서 채무국으로 넘어가게 되자 개도국 외채문제는 국제경제의 주요 이슈로 부상되었다. 채권국은 원리금 회수를 위해 채무국과 채무재조정협상에 나서게 되

었다. 상업차관 채권은행단은 협상단을 구성하여 채무국 정부와 협상에 나섰고, 공공차관 채권국들은 파리클럽을 통해 개도국 채무재조정 협상에 임하였다.

80년대 중반까지 채무재조정협상은 외채위기를 유동성위기로 판단하고 상환기일을 연장하거나 신규차관을 제공하여 원리금을 상환하도록 하는 방향으로 전개되었다. 그러나 상업차관의 채권은행단은 채무국과의 협상에서 채무국에 재정적자 감축, 경상수지 개선 등을 요구하였으나 이를 강제할 수 있는 유효한 수단을 가지고 있지 못했다. 점차 채권은행단의 국가가 개입하게 되었으며, 1985년 미 재무장관 베이커는 개도국의 구조조정을 전제로 신규차관 제공을 통한 외채문제 해결방안인 '베이커 플랜'을 발표하면서 총 290억 달러의 신규차관을 개도국에 제공하였다. 이중 200억 달러는 채권은행단의 상업차관이며, 90억 달러는 채권국의 공공차관으로 구성되었다.

이 때까지만 해도 개도국 외채위기가 단지 유동성위기라는 전제하에 문제해결을 모색하고 있었다. 그러나 개도국 외채문제는 더 이상 유동성위기가 아니라 신용위기, 즉 상환불능위기라는 인식이 확산되었다. 원래 채권자는 채무자의 모랄해저드를 우려해 채무삭감과 같은 조치보다는 상환기일조정, 신규차관 제공과 같은 방법으로 문제를 해결하려고 하였다. 그러나 채권자들은 이러한 방식의 한계성을 인식하게 되었다. 또한 상업은행이 부실채권에 대한 대손충당금을 적립[5]하기 시작하였으며, 개도국 대출채권의 유통시장이 형성되기 시작하였다. 상업은행은 부실채권을 유통시장에 매각하여 일부나마 대출금을 회수하는 방안을 찾기 시작한 것이다.

한편, 채권국에 따라 다양한 회계방식이 운용되고 있었다. 부실채권을 역사적 원가로 평가하고 있는 국가의 은행들은 원리금 삭감을 통한 대

5) 시티뱅크는 1987년까지 개도국 채권의 25%를 커버할 수 있는 대손충당금을 적립하였음.

규모 손실을 피하기 위하여 신규차관 제공 등의 방식을 선호하였으나, 부실채권을 시장가격으로 평가하고 있는 국가의 은행들은 이미 부실채권에 대한 대손충당금을 적립해 왔고 시장가격으로 평가하고 있었으므로 원금을 일부 감면해주더라도 오히려 이익을 실현할 수 있었다[6].

1988년에 J.P Morgan은 멕시코의 부실채권 37억 달러를 미 재무부 제로쿠폰채가 담보로 제공되는 20년 만기 26억 달러의 새로운 채권(Mexican Aztec Bonds)으로 재발행하는 거래를 성사시켰다. 이는 브래디 본드의 출현을 알리는 전주곡이었다. 1988년 말에는 前 미 재무장관 브래디가 시장지향적이고 다양한 옵션을 제공하며 채무삭감방식을 도입한 새로운 외채조정 방안인 '브래디 플랜'을 제안하였다.

이에 따라 각국의 채권은행은 메뉴 방식의 다양한 옵션을 가질 수 있었고 채무국은 외채문제 해결의 전기를 마련할 수 있었다. 동 방식에 의한 채무삭감 및 채무재조정을 위해서 채무국은 IMF의 구조조정 프로그램(Structural Adjustment Program)을 이행해야 했다. 동 프로그램은 성장률, 인플레율, 재정수지 등 거시경제 목표와 민영화, 개방화, 자유화 등의 경제개혁 프로그램으로 구성되어 있으며, 2~3년간 동 프로그램을 성공적으로 이행한 국가에 한하여 동 방식에 의한 채무삭감이 이루어졌다. 이는 공공차관의 채무재조정을 위한 방식으로 주로 사용되는 방식이었으며, 상업차관 채무재조정에 채권국과 IMF 등 국제금융기관이 깊숙이 간여하여 개도국, 특히 중남미 외채문제를 해결코자 한 것이다.

이 같은 브래디 본드의 출현은 개도국 외채문제 해결의 새로운 실마리를 제공하게 되었다. 브래디 본드는 경직된 상업차관(신디케이트론)을

6) 실제로 80년대 후반 멕시코 부실채권은 유통시장에서 1달러당 12센트에 거래되고 있었음. 따라서 35%를 감면해주더라도 상업은행은 오히려 장부상 이익을 실현할 수 있었음. 예를 들어 시장가격이 1 달러당 12센트인 부실채권을 35%를 감면한 65센트 짜리 Discount 본드를 발행해서 가령 그 절반가격(실제로 브래디 본드의 가격은 발행가격의 50~70% 수준에서 형성되어 있음.)인 32.5센트에 유통시장에 매각할 경우에도 채권은행은 당기에 1달러당 20.5센트(32.5-12 =20.5)의 이익을 실현할 수 있었음.

유연한 채권으로 변화시켜, 채권자와 채무자 모두에게 다양한 옵션을 제공하였다. 외채문제 해결의 실마리를 찾은 개도국은 동 프로그램 도입 이후 외채위기에서 벗어나 경제성장과 국제사회로의 복귀를 이룰 수 있었고 채권은행들은 대출채권의 유통시장이 마련됨으로써 부실채권을 정리할 수 있는 수단을 갖게 되었다. 채권시장에서 거래되는 브래디 본드는 수요와 공급에 의해 가격이 결정되었으며, 채무국의 경제운용결과는 다수의 투자자들에 의해 평가되어 브래디 본드 가격에 반영되었다. 개도국 외채문제에 시장 메카니즘이 도입된 것이다. 브래디 본드의 가격은 시장에서 매겨지는 채무국 경제운용 성적표와 같다. 이 성적표는 다시 채무국의 신규 차입시 차입여부와 차입가격을 결정하는 데 이용되고 있다.

Ⅲ. 브래디 본드의 특징 및 시장 현황

1. 브래디 본드의 특징

브래디 본드는 전통적 국제채와 몇 가지 차이점을 가지고 있다. 첫째, 대부분의 채권의 이자는 고정금리인데 반해 브래디 본드는 고정금리(fixed), 스탭금리(step), 변동금리(floating) 등 다양한 형태를 가지고 있다. 둘째, 브래디 본드의 만기는 대개 30년으로 일반 국제채에 비해 장기이다. 셋째, 브래디 본드는 대부분 미 재무부 제로쿠폰채가 담보로 제공되어 있다. 넷째, Par 본드나 Discount 본드에는 환매(buyback)나 콜 옵션 조건이 제공되어 있다. 마지막으로 브래디 본드는 상업은행 대출채권을 일부 삭감하고 상환조건을 재조정해 발행하였으며, 채무삭감률 등 발행조건이 채무국에 따라 다양한 형태를 취하고 있다.

이외에도 멕시코, 베네수엘라, 나이지리아 등 산유국들은 그들의 Par 본드나 Discount 본드에 채권보유자가 원리금 삭감액의 일정비율을 보상받을 수 있는 권리(Warrants)를 제공하고 있다. 즉 유가가 인상되어

채무국의 채무상환능력이 회복될 경우 채권보유자는 원리금 삭감액에 대한 환불을 요구할 권리[7](Oil Warrants)를 갖는다.

이러한 특징 때문에 브래디 본드 시장은 다양한 금리 형태에도 불구하고 동일한 시장을 형성하고 있으며, 일반 국제 채권에 비해 가격변동이 매우 크다는 특징을 가지고 있다.

2. 브래디 본드의 발행조건 및 종류

브래디 본드는 통상 30년 만기일시상환 조건으로 연 2회 이자를 지급한다. 원금에 대해서는 30년 만기 미 재무부 제로쿠폰채가 담보로 제공되며, 2~3회차 이자에 대한 지급이 보증된다. 이자에 대한 지급보증은 회전보증(RIG : Rolling Interest Guarantee)으로 디폴트가 발생하지 않을 경우에는 계속해서 다음 번 이자에 대한 지급을 보증하는 것으로 되어 있다.

브래디 본드의 종류와 일반적인 발행조건은 기본적으로 3가지 옵션으로 구성되어 있다. 첫째, 원금 35%를 감면해주고 30년 만기의 시장이자율을 적용한 변동금리 담보부 채권(Discount 본드)으로 교환하는 방식, 둘째, 원금 감면이 없는 대신 30년 만기의 시장이자율보다 낮은 고정금리 담보부 채권(Par 본드)으로 교환하는 방식, 셋째, 원리금 삭감에 동의하지 않는 채권은행의 무임승차를 방지하기 위하여 기존 상업차관의 25%에 해당하는 금액에 대하여 4년간 신규차관을 제공하고 동 금액에 해당하는 기존 상업차관을 10년 내지 20년 만기의 시장이자율을 적용한 변동금리 무담보부 채권(New Money Bond, Debt Conversion Bond 등)으로 교환하는 방식이다.

일반적으로 채권은행은 대출금의 원금삭감에 대한 제도적 문제점 이

7) 예를 들어 멕시코는 자국의 원유수출가격과 기준가격(브래디 본드 발행 당시 원유수출가격 14 달러를 인플레 요인을 감안하여 계산한 금액)을 비교하여 그 차이에 따라 일정금액을 채권보유자에게 지불함.

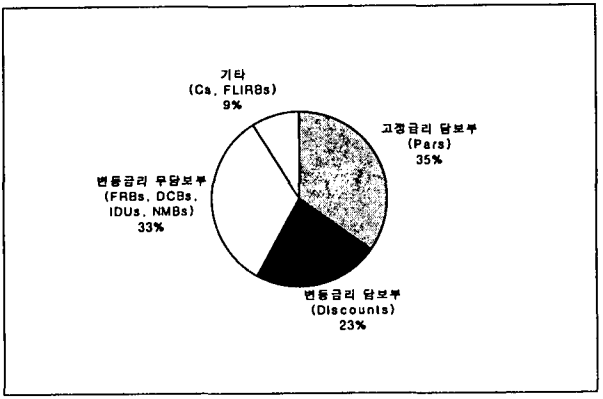
외에도 향후 국제금리 전망과 채무국의 신용도 전망에 따라 브래디 본드를 선택하였다. 예를 들어, 장래에 국제금리가 상승할 것으로 전망하는 경우에는 35%의 원금을 감면해주고라도 변동금리부 Discount 본드를 선호하였고, 국제금리가 하락할 것이라고 전망하는 경우에는 시장이자율보다 낮은 고정금리부 Par 본드를 선호하였다. 개도국의 국가신용도가 장래에 개선될 것이라고 전망하는 채권은행은 원리금 삭감이 없이 신규차관을 제공하는 방안을 선호하였고, 그 반대의 경우에는 Par 본드를 선호하였다. <그림 1>과 <표 5>는 브래디 본드의 종류별 구성비 및 발행조건을 나타낸 것이다. 브래디 본드는 Par 본드가 35%, Discount 본드가 23%, 기타가 42%를 차지하고 있다.

<표 5> 브래디 본드의 종류별 발행조건

종 류	발 행 조 건
Par Bonds (Pars)	기명식 30년 만기일시상환 본드로 원금을 삭감하지 않고 발행됨. 시장이자율보다 낮은 고정금리가 적용되나 이자율은 단계적으로 상승함. 원금에 대하여는 미 재무부 제로쿠폰채가 담보(Collateral)로 제공되며, 12개월 내지 18개월분 이자(2 내지 3회차 이자)에 대한 회전보증이 제공됨.
Discount Bonds (Discounts)	기명식 30년 만기일시상환 본드로 원금의 일정비율(35%~45%)을 삭감하여 발행됨. 시장이자율인 변동금리(대개 Libor + 13/16)가 적용되며, 원금에 대하여는 미 재무부 제로쿠폰채가 담보로 제공되며, 12개월 내지 18개월분 이자(2 내지 3회차 이자)에 대한 회전보증이 제공됨.
Front Loaded Interest Reduction Bonds (FLIRB)	소지인식으로 15년 내지 20년 만기의 연 2회 원금 균등분할상환 조건으로 발행됨. 초기에는 시장이자율보다 낮은 고정금리가 적용되며 나중에는 시장이자율인 변동금리가 적용됨. 12개월 내지 18개월분 이자(2 내지 3회분 이자)에 대한 회전보증이 제공되나 보증기간은 초기 5~6년으로 제한되며, 원금에 대하여는 담보가 제공되지 않음..

종 류	발 행 조 건
Debt Conversion Bonds(DCB)	소지인식으로 15년 내지 20년 만기의 연 2회 원금 균등분할상환 방식으로 발행됨. 신규차관 제공분(NMB 투자액) 만큼 상업차관을 DCB로 교환할 수 있으며, 시장이자율인 변동금리가 적용된다. 원리금에 대한 보증 또는 담보가 제공되지 않음.
New Money Bonds (NMB)	소지인식으로 15년 내지 20년 만기의 연 2회 원금 균등분할상환 방식임. 상업은행은 신규차관을 시장이자율인 변동금리(Libor + 7/8)로 제공하며, 원리금에 대한 보증 또는 담보가 제공되지 않음.
Past Due Interest Bonds(PDI)	소지인식으로 10년 내지 20년 만기의 연 2회 원금 불균등분할상환 방식임. 원금의 일정비율을 삭감하여 발행되며, 변동금리가 적용됨. 원리금에 대한 보증 또는 담보가 제공되지 않음.
Capitalization Bonds (C-Bonds)	기명식으로 20년 만기의 연 2회 원금 불균등 분할상환방식임. 1994년 브라질이 발행한 대표적 브래디 본드로 원금을 삭감하지 않음. 고정금리이나, 최초 6년간 8%까지 금리가 상향조정되고 이후 만기까지 고정됨. 전반부에 적용되는 낮은 금리와 후반부에 적용되는 금리 8%와의 차액이 원금에 가산되어 원금화(capitalization)됨.

<그림 1> 브래디 본드 종류별 구성비



브래디 방식에 의한 채무재조정협상이 진행되면서 점차 협상 주도권이 채권국에서 채무국으로 이전되었다. 1989년에 최초로 브래디 본드를 발행한 멕시코는 연체이자 선지급과 3회분 회전이자보증 및 원금에 대한 담보를 먼저 제공하여야 했으며, Discount 본드의 채무삭감률은 35%이었다. 1990년에 베네수엘라의 경우에는 멕시코와 동일한 조건이었지만 2회분 회전이자보증을 제공하는 것으로 발행조건이 완화되었다. 1993년에 아르헨티나의 경우에는 연체이자를 변동금리채(Floating Rate Bonds : FRBs)로 발행하고 2회분 회전이자보증을 제공하는 것으로 발행조건이 더욱 완화되었다. 1994년에 브라질은 채무국에 보다 유리한 FLIRB 본드, C 본드, PDI 본드 등 Par 본드와 Discount 본드의 성격을 조합한 다양한 형태의 브래디 본드를 발행하였다. 1995~96년 중 에콰도르와 페루의 경우에는 Discount 본드의 경우 원금삭감비율이 45%로 증가하였고 페루는 연체이자도 일부 감면 받았다. 이처럼 브래디 본드의 발행조건은 1989년 이후 시간이 경과하면서 채무국에 더욱 유리하게 조정되었다. 이는 브래디 본드가 국제채권시장에서 투자자들의 인기를 끌고 있었기에 가능했다. 물론 개도국 외채문제가 해결의 가닥을 잡고 개도국 경제가 고도성장세를 구현하고 있었던 것도 브래디 방식의 채무재조정이 더욱 유행하도록 하였다.

3. 브래디 본드의 가격결정

브래디 본드는 원금에 대한 담보와 2~3회차 이자에 대한 회전보증이 제공되어 있는 경우와 그렇지 않은 경우가 함께 존재하므로 일반적인 채권 만기수익률[8](Yield to Maturity)을 이용해 브래디 본드의 가치를

8) 만기수익률의 계산식은 다음과 같음.

$$P=\frac{C_1}{(1+R)}+\frac{C_2}{(1+R)^2}+\frac{C_3}{(1+R)^3}+\cdots+\frac{C_n+F}{(1+R)^n}$$

R : 만기수익률
n : 만기까지의 기간 수

비교하거나 평가할 수 없다. 만기수익률은 투자자가 브래디 본드를 만기까지 보유하고 미래 모든 현금흐름에 대하여 만기수익률로 재투자한다는 것을 가정하여 산출된다. 그러나 만기수익률은 담보 여부에 상관없이 모든 현금흐름에 대하여 동일한 할인율을 적용하는 것과 같다. 담보가 제공되어 있는 미래 현금흐름과 그렇지 않은 미래 현금흐름에 대한 할인율은 각각 달리 적용되어야 한다. 즉, 미국 재무증권이 담보로 제공되어 있는 원금과 회전보증부 2~3회차 이자의 미래 현금흐름에 대한 할인율은 미국 국가신용도를 반영한 낮은 할인율이 적용되어야 하며, 담보가 제공되지 않는 미래 현금흐름에 대한 할인율은 발행국의 국가신용도를 반영한 높은 할인율이 적용되어야 한다.

이렇게 담보 가치를 반영하여 계산된 수익률을 스트립 수익률(Stripped Yield)이라고 하며 브래디 본드의 비교 또는 평가를 위해 스트립 수익률이 사용되고 있다. 또한 브래디 본드의 스프레드는 스트립 수익률과 동일 만기의 미국 재무증권 수익률과의 차이인 국가신용 스프레드(Sovereign Spread)가 사용되고 있다.

<표 6> 중남미 3개국 브래디 본드 수익률/스프레드

(1995년 10월말 현재)

	아르헨티나		브라질		베네수엘라	
브래디 본드	Par	FRB	Par	EI	Par	DCB
담 보	O	X	O	X	O	X
만기수익률 (%)	12.58%	18.42%	12.05%	14.84%	13.58%	22.52%
스프레드 (bp)	630 bp	1,255 bp	576 bp	893 bp	734 bp	1,633 bp
스트립 수익률 (%)	20.99%	18.42%	18.83%	14.84%	26.02%	22.52%
국가신용 스프레드 (bp)	1,499 bp	1,254 bp	1,279 bp	892 bp	2,008 bp	1,665 bp

자료 : Bloomberg

<표 6>은 1995년 10월말 현재 아르헨티나, 브라질, 베네수엘라의 브래디 본드 수익률과 스프레드를 나타내고 있다. <표 6>를 보면, 스트립

수익률과 국가신용 스프레드가 브래디 본드의 가치를 보다 정확하게 표현하고 있다는 것을 알 수 있다.

브래디 본드의 스트립 수익률은 브래디 본드에 제공되어 있는 담보의 가치만을 먼저 계산하고 이를 채권가격에서 빼주어 계산할 수도 있다. 어느 방법을 사용하든지 같은 결과를 얻을 수 있으나 브래디 본드의 발행조건이 제각기 달라 브래디 본드의 가격산정이 번거로운 것이 사실이다.

한편, 유통시장에서 브래디 본드는 유로 본드에 비해 높은 수익률(낮은 가격)에 거래되고 있다. 이러한 수익률 스프레드[9](Yield Spread)는 스트립 수익률을 사용할 경우 더욱 커진다. 그러나 일반적으로 브래디 본드는 담보가 제공되어 있고, 유통시장이 발달되어 있으므로 유로본드에 비해 채무불이행위험이나 유동성위험이 낮은 것으로 평가되고 있다. 동일 차주, 동일 만기의 브래디 본드와 유로 본드의 수익률 스프레드에 큰 차이를 보이는 경우 이러한 시장불균형은 차익거래(arbitrage)를 통해 신속히 균형으로 회귀하는 것이 당연한 것으로 판단되나 실제로는 차익거래가 발생하고 있지 않다.

이에 대해 IMF의 Elaine Buckberg와 Federico Kaune는 유로 본드 시장의 유동성 부족으로 차익거래가 일어나지 않는다고 밝히고 있다. 차익거래를 위해서는 유로 본드 또는 미국 재무증권을 공매(Shorting)하고 브래디 본드를 매입하여야 한다. 그러나 유로 본드는 유동성 부족으로 공매가 어려우며, 공매가 이루어지더라도 거래비용을 감안할 경우 차익거래 기회는 사라진다는 것이다. 또한 미국 재무증권을 30년간 공매하는 것은 불가능하며, 1년 단위로 반복해서 재무증권을 공매할 경우 재무증권 수익률 변동위험에 직면하게 되므로 차익거래는 불가능하다는 것이다. 결국 스트립 수익률은 실현불가능한 수익률로 국별 신용도 비교에는 유용할지 모르나 투자전략 수립시에는 의미가 없으며, 오히려 만기수익

9) 동일한 만기를 갖는 채권이지만 그 채권의 성격에 따라 발생하는 수익률 차이

률 또는 Blended 수익률이 브래디 본드를 대표하는 수익률이라고 밝히고 있다.

<표 7>은 브래디 본드와 유로 본드의 수익률 스프레드를 나타내고 있다. 스트립 수익률의 경우 Discount 브래디 본드와 유로 본드의 수익률 스프레드는 344 bp이나 만기수익률(Blended 수익률)의 경우 수익률 스프레드는 78 bp로 축소되며, Par 브래디 본드의 경우 19 bp에 불과하다는 것을 알 수 있다. 결국 거래비용을 감안하면 차익거래 기회는 없다는 것이다[10].

아무튼 이러한 논쟁에도 불구하고 브래디 본드의 가격고시에는 스트립 수익률과 국가신용 스프레드가 사용되고 있다. 또한 이러한 수익률 차이와 담보문제로 일부 브래디 본드 발행국들은 재정자금 또는 신규 채권발행을 통해서 브래디 본드를 환매하거나 교환하여 브래디 본드를 국제채권시장에서 퇴장시키고 있다.

<표 7> 브래디 본드와 유로 본드의 수익률 스프레드 비교

단위 : bp

	기준일	Discount 본드		Par 본드		유로 본드	
		Stripped	Blended	Stripped	Blended	스프레드	만기
아르헨티나	11/1/95	1,295	734	1,144	655	197	7
브라질	5/22/95	1,073	698	990	927	415	1
멕시코	6/15/95	1,048	553	883	488	524	3
베네수엘라	9/10/93	646	288	535	306	292	2
평균 수익률 스프레드		344	78	246	19		

자료 : Elaine Buckberg and Federico Kaune, 'The Brady-Euro Yield Differential Debate : Why Arbitrage is Infesible' *IMF Working Paper 127*, November 1996.

10) Elaine Buckberg and Federico Kaune, 'The Brady-Euro Yield Differential Debate : Why Arbitrage is Infeasible' *IMF Working Paper 127*, November 1996 를 요약한 것임.

4. 브래디 본드 시장 현황

브래디 본드 시장은 국제장기자본시장으로서 중장기 브래디 본드의 발행 및 매매시장을 말한다. 브래디 본드 시장은 1989년 '브래디 플랜'에 의거하여 중남미 국가들이 상업채무를 브래디 본드로 교환하여 발행하면서부터 생성되었다. 브래디 본드는 현재까지 20개국[11]이 1,601억 달러를 발행[12]하였다. 1995년 이후 신규 발행은 거의 없으며, 유통시장에서 개도국 국제채의 대명사로 활발히 거래되고 있다.

브래디 본드의 발행액은 1998년말 현재 3,350억 달러로 추산되는 개도국 국제채의 48%를 차지하고 있다. 멕시코(411억 달러), 브라질(540억 달러), 아르헨티나(261억 달러), 베네수엘라(183억 달러) 4개국이 전체 브래디 본드 발행액의 87%(1,395억 달러)를 차지하고 있다.

<표 8>은 개도국 외채의 유통시장 거래규모를 나타내고 있다. 1997년 브래디 본드의 거래규모는 2조 4천억 달러로 전체 개도국 외채 유통시장의 40%를 차지하고 있다. 브래디 본드의 유통시장이 발달한 이유는 브래디 본드가 유로 본드 등 기타 채권에 비해 높은 수익률을 보이고 있으며, 중남미 국가들이 90년대 들어 비교적 견실한 경제성장을 이룩하였기 때문이다.

브래디 본드의 가격변동은 매우 큰 편이며, 주로 발행국의 정치, 경제 상황에 따라 스프레드가 민감하게 움직이고 있다. <그림 2>는 최근 브래디 본드의 스프레드 추이를 나타내고 있다. <그림 2>에서 브래디 본드의 가격변동이 매우 크지만, 지난 8월 에콰도르의 브래디 본드 디폴트

---

11) 중남미 10개국(아르헨티나, 브라질, 코스타리카, 도미니카공화국, 에콰도르, 멕시코, 파나마, 페루, 우루과이, 베네수엘라), 아시아 2개국(필리핀, 베트남), 중동 2개국(요르단, 모로코), 유럽 5개국(불가리아, 크로아티아, 폴란드, 러시아, 슬로베니아), 아프리카 1개국(나이지리아) 임.

12) 이를 통해 개도국은 총 378억 달러의 외채삭감 혜택을 받을 수 있었음. 그러나 금리조건 변경 등으로 발생하는 이자 절감액을 감안할 경우 외채 원리금 삭감액은 706억 달러에 이르는 것으로 추산됨. *World Debt Table*, World Bank 1994-95 p.30 및 *Global Development Finance*, World Bank 1999 p.123-128 참조

<표 8> 개도국 외채 유통시장 거래규모

단위 : 십억 달러

	1993	1994	1995	1996	1997
대출	273.6	244.4	175.1	248.6	304.5
브래디 본드	1,021.3	1,684.0	1,580.1	2,689.9	2,402.5
회사채 및 국제채	176.6	159.5	211.1	568.2	1,334.8
국내채	361.9	524.3	593.2	1,273.8	1,506.0
Option and Warrants on debt	57.4	142.4	179.2	471.0	364.7
기타	88.1	11.6	..	45.3	3.4
개도국 총계	1,978.9	2,766.2	2,738.8	5,296.9	5,915.9
중남미	1,621.6	2,259.3	2,284.2	4,263.7	4,636.3

자료 : Emerging Markets Traders Association, IMF, *International Capital Markets*, 1998. 9.에서 재인용.

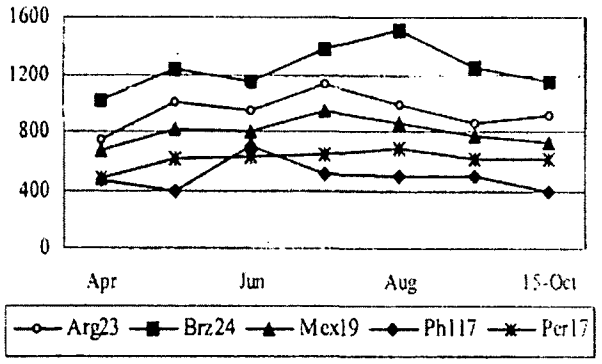
선언이 주요 브래디 본드의 스프레드에 미친 영향은 미미하다는 것을 알 수 있다. 이는 에콰도르가 남미의 경제소국이며 브래디 본드 발행액도 48억 달러에 불과해 전체 브래디 본드 시장에 미치는 영향이 크지 않다는 것을 의미한다.

한편, 멕시코가 1996년 5월에 최초로 스왑거래를 통해 자국 브래디 본드 36억 달러를 퇴장시킨 이후 브래디 본드 발행국들은 시장상황이 유리하게 조성되는 경우 자국 브래디 본드를 환매 또는 스왑 등을 통해 퇴장시키고 있다. 멕시코의 경우 1996년 5월에 24억 달러의 브래디 본드를 연리 11.5%인 18억 달러의 글로벌 본드와 교환하였으며, 9월에는 20년 만기 무담보부 글로벌 본드 10억 달러를 발행하여 12억 달러의 브래디 본드를 1달러당 81센트에 환매하였다. 할인매입 또는 교환을 통해 8억 달러의 외채를 삭감할 수 있었으며, 담보로 묶여 있던 4억 달러를 인출할 수 있어 이 거래를 통해 멕시코는 총 12억 달러의 외채삭감 효과를 거둘 수 있었다. 멕시코, 아르헨티나, 필리핀 등 브래디 본드 발행국들은

1998년말 현재 약 140억 달러의 브래디 본드를 퇴장시켰으며, 1999년에도 멕시코(5.3억 달러), 브라질(5.0억 달러), 우루과이(1.5억 달러) 등이 자국 브래디 본드를 환매하였다.

브래디 본드는 외채위기를 겪고 있던 채무국과 과도한 개도국 익스포져로 곤란을 겪고 있던 채권은행 모두에게 유용한 채무재조정 수단으로 평가할 수 있다. 그러나 위기에서 벗어난 채무국의 입장에서 현재의 브래디 본드는 매우 불만스러운 존재이다. 유로본드 등 다른 국제채에 비해서 스프레드가 크고 일반적으로 다른 국제채에는 없는 담보가 제공되어 있다. 따라서 국제금융시장의 여건이 채무국에 유리하게 조성되는 경우 유로 본드를 발행하거나 재정자금을 이용해 기존의 브래디 본드를 환매하거나 교환하여 외채삭감 효과와 담보해지 효과를 누리려 하고 있다. 채권자의 입장에서는 채무삭감을 포함한 브래디 본드의 발행이 달가울리 없으며, 가능하다면 브래디 방식의 채무조정을 회피하고 있어 1995년 이후 신규 브래디 본드 발행은 거의 이루어지지 않고 있다. 따라서 브래디 본드는 신규발행 중단과 기존 브래디 본드의 상환 및 교환 또는 환매를 통해 점차 시장규모가 줄어들 것으로 전망된다.

<그림 2> 브래디 본드 스트립 스프레드 추이



Ⅳ. 최근 중남미 외채동향 및 시사점

브래디 본드를 통해 중남미 외채문제 해결에 어느 정도 성과를 보인 것은 부인할 수 없으나, 외채문제의 재발방지와 근본적인 해결에는 한계가 있는 것으로 보인다. 외채문제 해결을 위해서 채권자, 채무자, 그리고 국제사회는 다양한 해결방안을 모색해 왔다. 공적채무는 파리클럽을 통한 문제해결을 추진해 왔고 상업채무는 런던클럽을 통해 문제를 해결해 왔다. 파리클럽은 토론토조건, 휴스턴조건, 런던조건, 나폴리조건, 리용조건 등 G7회의를 통해 개도국의 채무탕감비율을 80%까지 확대해 왔고, 최빈국에 대해서는 세계은행의 주도하에 신채무구제방안(HIPC : Heavily Indebted Poor Countries Initiative)을 통해 채무문제 해결을 위해 노력하고 있다. 또한 로마 교황청의 Jubilee 2000 운동 등 세계 NGO들의 채무탕감 노력이 계속되고 있다.

그러나 이러한 노력에도 불구하고 지난해 8월 에콰도르가 브래디 본드에 대한 디폴트를 선언하는 등 아직도 중남미 외채문제는 미해결의 과제로 남아있다. 1998년 말 현재 중남미 국가들 중 아르헨티나, 브라질, 에콰도르, 볼리비아, 니카라과, 페루 등 6개국은 세계은행에 의해 중채무국(severely indebeted)으로 분류[13]되고 있으며, 과중한 외채원리금 상환부담이 경제운용의 부담으로 작용하고 있다.

중남미 외채문제의 해결을 위해서는 국제사회의 지원도 필요하지만 무엇보다도 중요한 것은 채무국의 상환능력 회복과 상환의지이며, 이를 위해서는 채무국 정부의 건전한 경제정책운용이 필수적인 것으로 보인다. 외채원리금의 정상적인 상환을 위해서도 수출증대 등 경상수지 개선을 위한 노력이 필요하며, 신규 외채도입 필요성을 감소시키기 위해서도

13) 세계은행의 분류기준은 다음과 같음
- 重채무국 : 외채/GNP > 80% 또는 외채/수출 > 220%
- 中채무국 : 48% < 외채/GNP < 80% 또는 132% < 외채/수출 < 220%
- 輕채무국 : 외채/GNP <48% 또는 외채/수출 <132%

세입·세출의 균형을 통한 재정수지 개선과 지속적인 경제성장이 요구되고 있다. 이를 위해서는 채무국의 경제구조조정 노력과 안정적인 국제경제환경이 필수적이다. 최근 그 폐해가 지적되고 있는 국제투기자금을 제어하기 위한 안전장치가 필요하며, 1차산품의 국제가격 안정을 위한 국제적인 협력방안이 모색되어야 할 것이다. 선진국의 지속적인 對개도국 무역흑자는 결과적으로 외채부메랑이 될 것을 인식하고 상호 균형있고 호혜적인 국제무역환경 조성을 위해 채권국과 채무국 모두가 협력해야 할 것이다.

브래디 플랜은 채무국의 외채 상환능력을 회복시키고 국제사회의 일원으로서 세계경제에 이바지할 수 있도록 국제사회가 이들을 돕는 것이 궁극적으로 채권국과 채무국 모두의 이익에 부합되는 결과를 가져올 수 있다는 사실을 보여주는 윈-윈 전략의 모범사례로 평가될 수 있을 것이다.

참고문헌

1. 한국수출입은행, 「국별 모라토리엄 배경과 채무재조정」, 1999.2.
2. World Bank, Global Development Finance 각년호
3. Elaine Buckberg and Federico Kaune, 1996. "The Brady-Euro Yield Differential Debate : Why Arbitrage is Infeasible", IMF Working Paper(WP/96/127).
4. Christina Daseking and Robert Powell, 1999. "From Toronto Terms to the HIPC Initiative: A Brief History fo Debt Relief for Low-Income Countries", IMF Working Paper(WP/99/142).
5. Brady Bonds in (http://www.bradynet.com)