

본 내용은 저자의 개인 의견임을 알림

[KIEP 전문가풀 강연자료]

# **아르헨티나 구제금융 원인과 중남미 및 신흥시장으로의 Contagion Risk 점검**

2018.6.8

김 권 식

## 목차

### 1. Argentina 구제금융 원인

- Economic Issue or Political Issue?

### 2. Argentina Contagion Risk in LatAm

- Economic contagion Risk

### 3. Argentina Contagion Risk in EM

- Thematic Contagion Risk
- Portfolio Contagion Risk

### 4. Next Triggers 잠재불안요인 가세?, Next Argentina?

- 가파른 美 금리상승 리스크
- 미중 통상마찰 재점화
- 원유선물시장에서의 투기적 매수 자금유입 증가
- Next Argentina?



## 대외취약성?

### ① 외화 funding risk

- . 선진국(외화공급 ↓): QE 종료, CB의 BS 축소, 금리인상 등 긴축
- . 신흥국(외화수요 ↑): CAD(+Net DI), 외화credit line(비기축통화),

### ② 상환 risk

- . 외채·외화부채/외환보유액 多, 만기상환도래액 多
- . 적정외환보유액

### ③ ①과 ②에 취약한 국가에서는 capital flight 발생

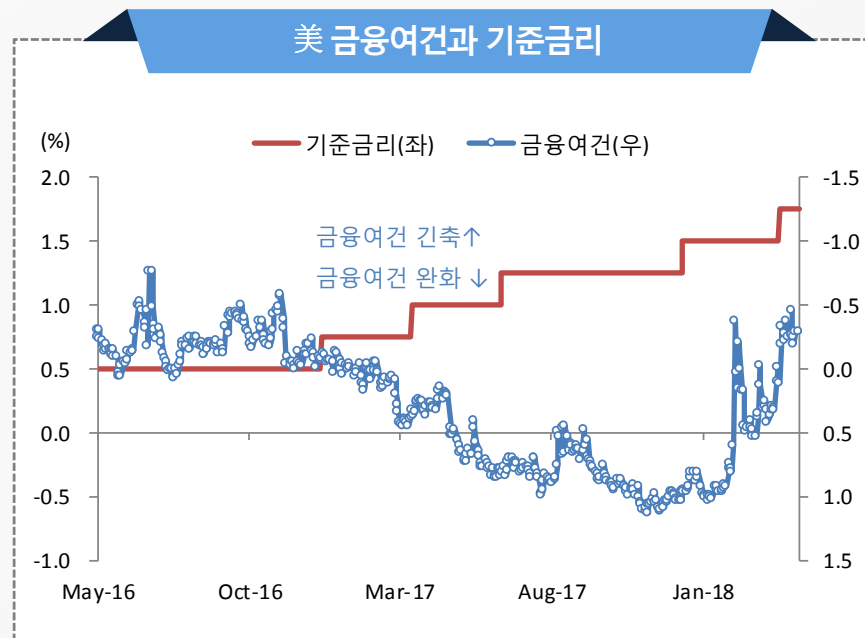
- . 외환보유액이 많아도 fear of reserve loss로 외환보유액이  
위기안전망으로서 만능이 아니며,  
UST↑·USD↑시 위험회피성향 등으로 capital flight 초래



## 대외취약성?

### ① 외화 funding risk

- . 선진국(외화공급 ↓): QE 종료, CB의 BS 축소, 금리인상 등 긴축
- . 신흥국(외화수요 ↑): CAD(+Net DI), 외화credit line(비기축통화)



\*자료: Bloomberg

아르헨티나, 2017년 경상수지 적자는  
GDP의 4.8%

vs 위험수준 3.0%



## 대외취약성?

### ② 상환 risk

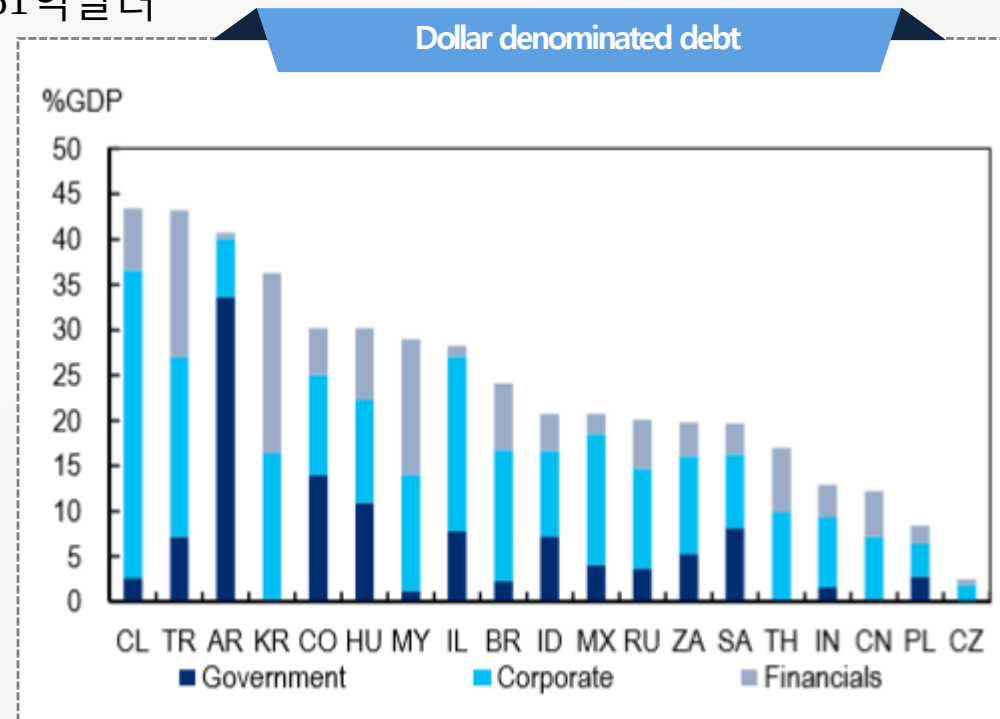
- . 외채·외화부채/외환보유액 多, 만기상환도래액 多
- . 적정외환보유액

아르헨티나, 2017년 총외채는 2,330억달러,  
이중 395억달러는 단기외채, 외환보유액 551억달러

단기외채/외환보유액 = 71.8% vs 100%  
단기외채/총외채 = 17.0%

2017년 적정외환보유액 74.1%  
vs 100~150% 적정수준(IMF)

Dollar-based debt,  
government 중심  
TR은 동반 금융불안 vs  
CL과 KR은 상대적 안정



\*자료: IIF, Citi



## 대외취약성?

- ③ ①과 ②에 취약한 국가에서는 capital flight 발생
- 외환보유액이 많아도 fear of reserve loss로 외환보유액이 위기안전망으로서 만능이 아니며, UST↑·USD↑시 위험회피성향 등으로 capital flight 초래

아르헨티나, 외국인 주식투자는 2017년 241억달러로 GDP의 3.8%에 불과하지만  
채권투자는 1,290억달러로 20.2%에 달해



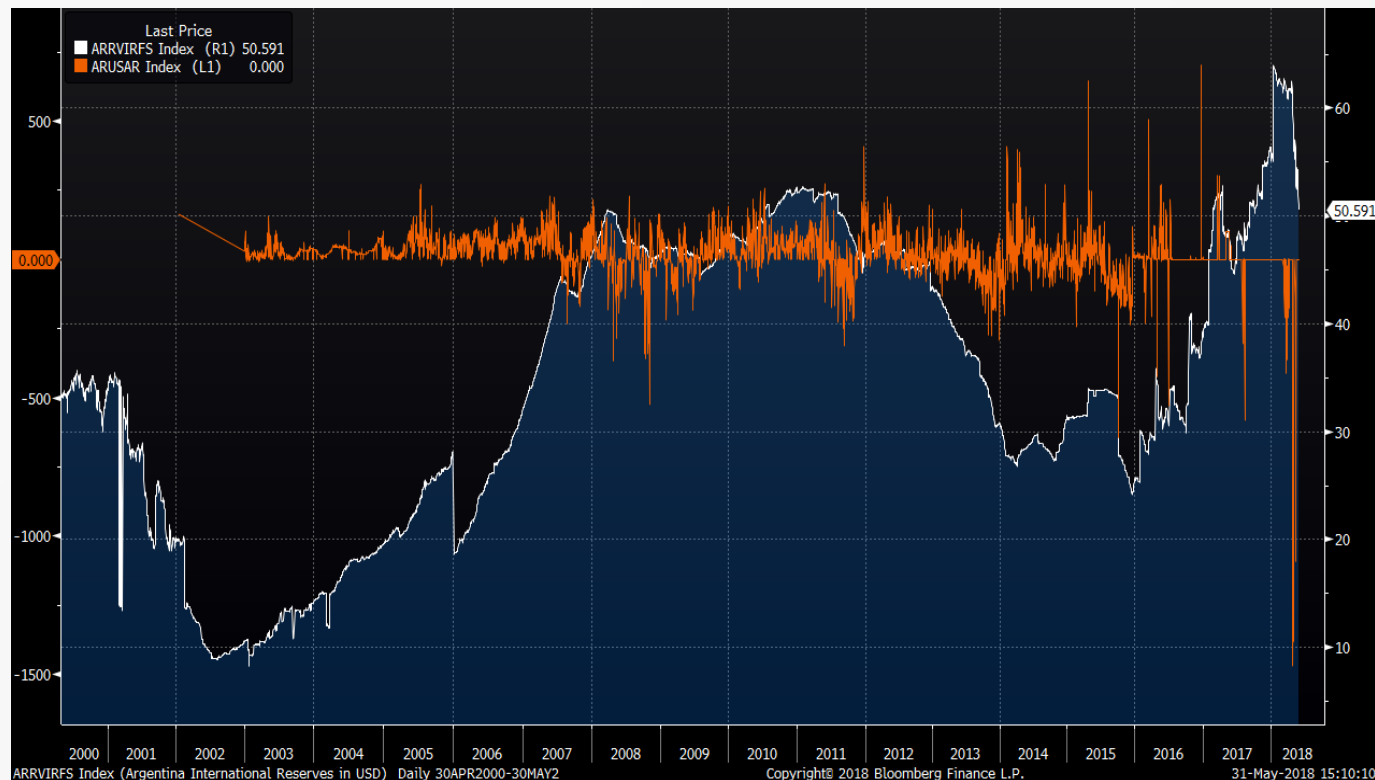
## 대내취약성?

- ① 성장률 . 2017년 2.86% not bad
- ② 물가 . 2017년 25.3% very high
- ③ 재정수지 적자 . 2017년 GDP의 6.5% vs 3.0%  
정부부채 . GDP의 52.6%

## 정책방향



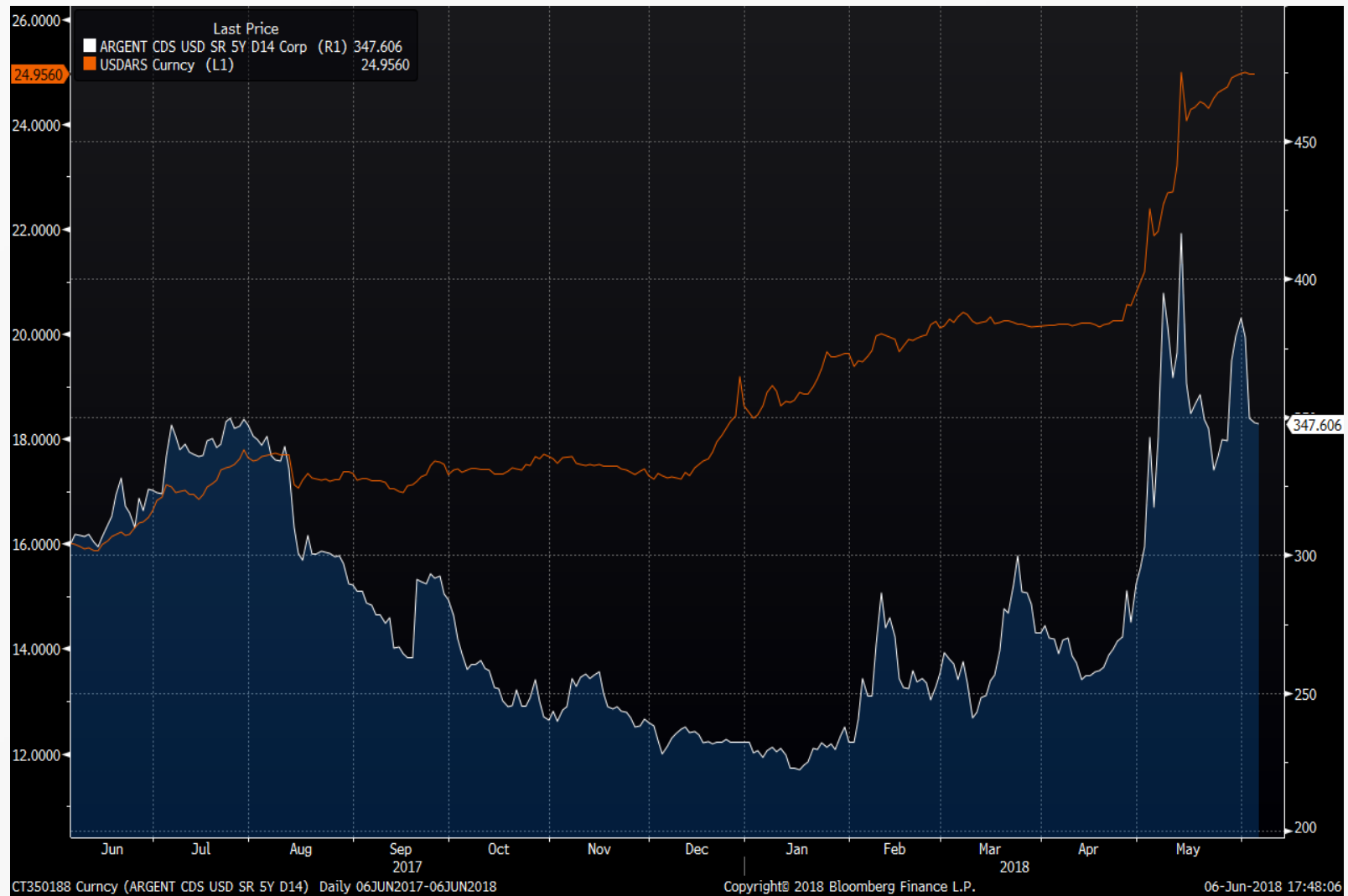
- ① 키르치네르 좌파정권 → 2015.12월 마크리 우파정권
- ② 패쇄적 무역정책 · 보호주의 · 포퓰리즘 정책 →  
개방적 무역정책 · 자유주의에 기반한 경제 개혁·경제upgrade
- ③ 외환시장 개입



\*자료: Bloomberg

## 1. Argentina 구제금융원인

# 시장반응



\*자료: Bloomberg



## 대내외취약성과 정책방향 비교

### ① 경상수지 적자

- . GDP의 `16년 2.65% → `17년 -4.83% → `18년 -5.09%
- . 개방·개혁 정책의 일환으로 불가피 ... not bad

### ② 상환 risk

- . 단기외채/외환보유액 = 71.8% vs 100%
- . 단기외채/총외채 = 17.0% ... good

### ③ 성장률: . `16년 -1.82% → `17년 2.86 → `18년 1.95

### ④ 물가 . `16년 39.0% → `17년 25.3% → `18년 23.4%, 개선세

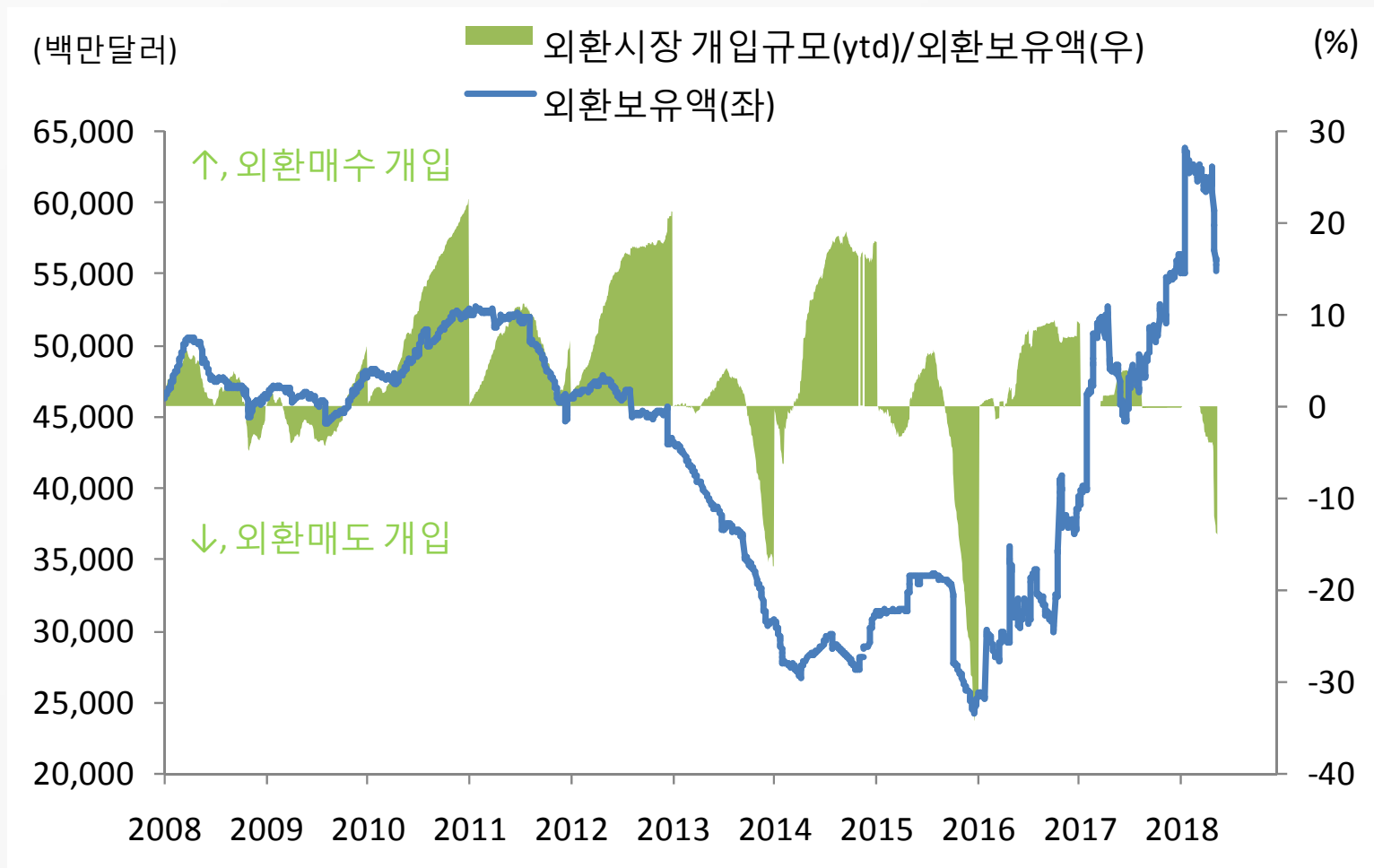
### ⑤ 재정수지

- . `16년 GDP의 -6.36% → `17년 -6.46% → `18년 -5.50%, 개선세
- . 정부부채 `16년 GDP의 53.3% → `17년 52.6% → `18년 54.1%



## 대내외취약성과 정책방향 비교

### ⑥ 외환시장 개입



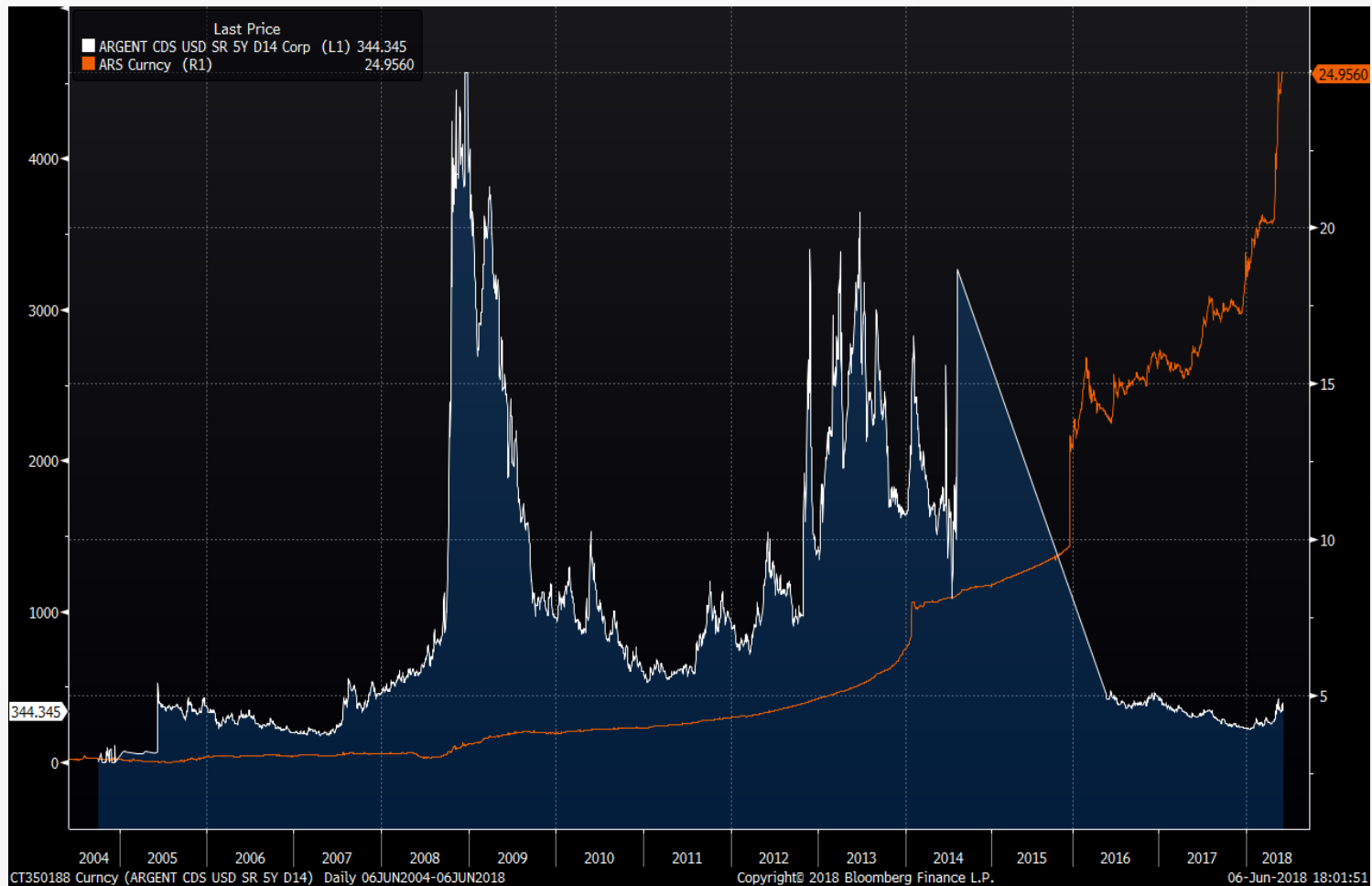
\*자료: Bloomberg

## 1. Argentina 구제금융원인

# 대내외취약성과 정책방향 비교



## ⑦ 시장반응: '08년, '12년~'13년, 최근



\*자료: Bloomberg



## 대내외취약성과 정책방향 비교

- 아르헨티나, 민간의 외환수급 자립도 및 외환안전망

- 경상: -307.9억\$
- 자본: (순)주식: 134.6억\$ (내국인해외투자>외국인국내투자)  
(순)채권: -1,087.6억\$ (내국인해외투자<외국인국내투자)
- 금융: (순)대출: 1,013.5억\$(내국인해외대출>외국인투자)      민간=-247.3억\$, GDP의 3.9% ... 덜 취약  
(GDP=6377.17억\$)
- 당국: 보유외환: 550.5억\$
- 합 계: 303.1억\$
- Net IIP : 220.2억\$

- 한국, 민간의 외환수급 자립도 및 외환안전망

- 경상: 784.6억\$
- 자본: (순)주식: -3,150.9억\$ (내국인해외투자<외국인국내투자)  
(순)채권: -391.8억\$ (내국인해외투자<외국인국내투자)
- 금융: (순)대출: 846.8억\$(내국인해외대출>외국인투자)      민간=-1,911.4억\$, GDP의 12.4%  
(GDP=15,380.3억\$)
- 당국: 보유외환: 3,892.5억\$
- 합 계: 1,981.1억\$
- Net IIP : 2,482.4억\$

# 1. Argentina 구제금융원인



## 대내외취약성과 정책방향 비교

### • [참고] 민간의 외환수급 자립도 또는 외환안전망





## 대내외취약성과 정책방향 비교

**Economic crisis? or Political crisis?**

개혁개방 구조조정 vs 기득권의 도전

IMF를 통한 구조개혁 지속 의지?

**아르헨티나 구제금융으로  
세계금융시장은 살얼음판**



## 목차

### 1. Argentina 구제금융 원인

- Economic Issue or Political Issue?

### 2. Argentina Contagion Risk in LatAm

- Economic contagion Risk

### 3. Argentina Contagion Risk in EM

- Thematic Contagion Risk
- Portfolio Contagion Risk

### 4. Next Triggers 잠재불안요인 가세?, Next Argentina?

- 가파른 美 금리상승 리스크
- 미중 통상마찰 재점화
- 원유선물시장에서의 투기적 매수 자금유입 증가
- Next Argentina?상당



## Economic Contagion Risk

Is the crisis in country x enough to cause economic dislocation among its trading partners?

=> Brazil & Uruguay

브라질 수출(10억달러)

|                                                  | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------------------------------------------|------|------|------|------|------|
| Total Exports                                    | 242  | 225  | 191  | 185  | 218  |
| to Argentina                                     | 20   | 14   | 13   | 13   | 18   |
| only auto sector (cars, buses, trucks and parts) | 11   | 7    | 6    | 7    | 10   |

브라질 의 대아르헨티나 수출 비중(%)

|                      | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------------------|------|------|------|------|------|
| Exports to Argentina | 8%   | 6%   | 7%   | 7%   | 8%   |
| only auto sector     | 4%   | 3%   | 3%   | 4%   | 5%   |

브라질 자동차부문의  
수출

|                      | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------------------|------|------|------|------|------|
| Total (in USD bn)    | 9    | 6    | 7    | 8    | 11   |
| to Argentina (in % ) | 72%  | 61%  | 57%  | 63%  | 66%  |

17년 브라질 자동차부문의 생산의 28%만 수출되므로  
나머지 72%내는 내수 소비이므로  
아르헨티나 구제금융의 브라질 영향은 제한적



## Economic Contagion Risk

Is the crisis in country x enough to cause economic dislocation among its trading partners?

=> Brazil & Uruguay

매년 우루과이 총관광객중 50~70%은 아르헨티나 관광객

The flow of Argentine tourists to Uruguay has **been relatively stable**,  
Suggesting that any potential negative effect would still be relatively contained.



## 목차

### 1. Argentina 구제금융 원인

- Economic Issue or Political Issue?

### 2. Argentina Contagion Risk in LatAm

- Economic contagion Risk

### 3. Argentina Contagion Risk in EM

- Thematic Contagion Risk
- Portfolio Contagion Risk

### 4. Next Triggers 잠재불안요인 가세?, Next Argentina?

- 가파른 美 금리상승 리스크
- 미중 통상마찰 재점화
- 원유선물시장에서의 투기적 매수 자금유입 증가
- Next Argentina?

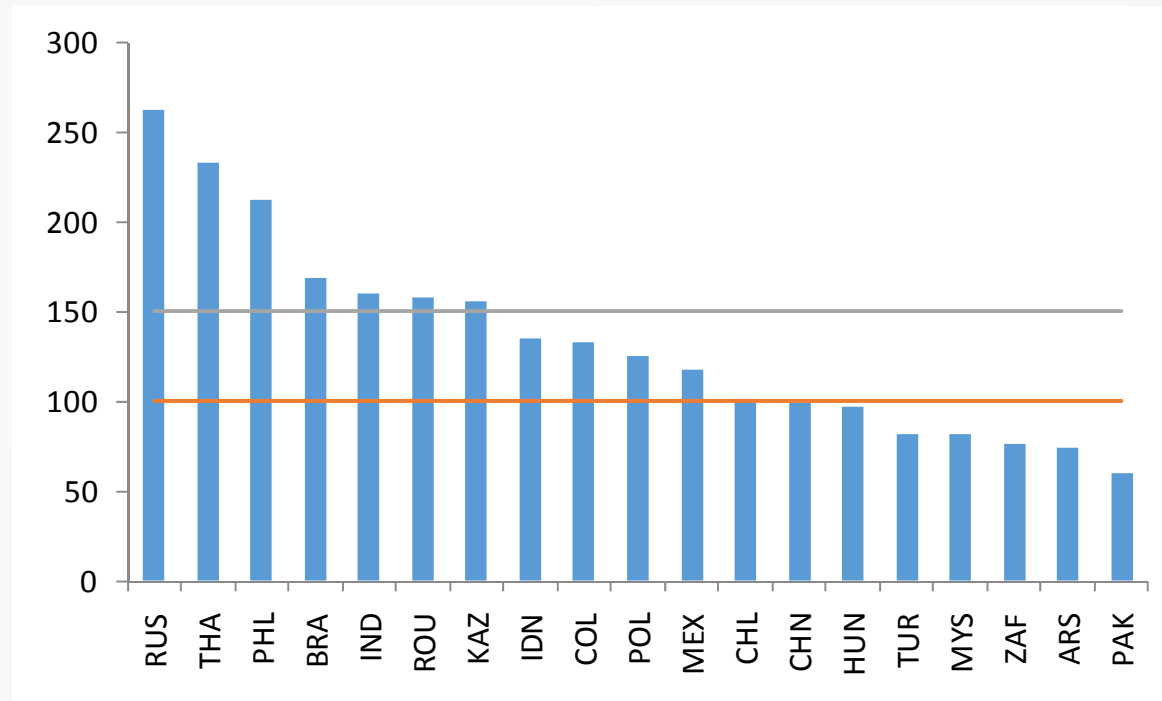
### 3. Argentina Contagion Risk in EM



## Thematic Contagion Risk

Are the vulnerabilities that pushed country x into crisis evident in other countries?

외환부족국: 아르헨티나 이외, 헝가리, 터키, 말련, 남아공, 파키스탄 등



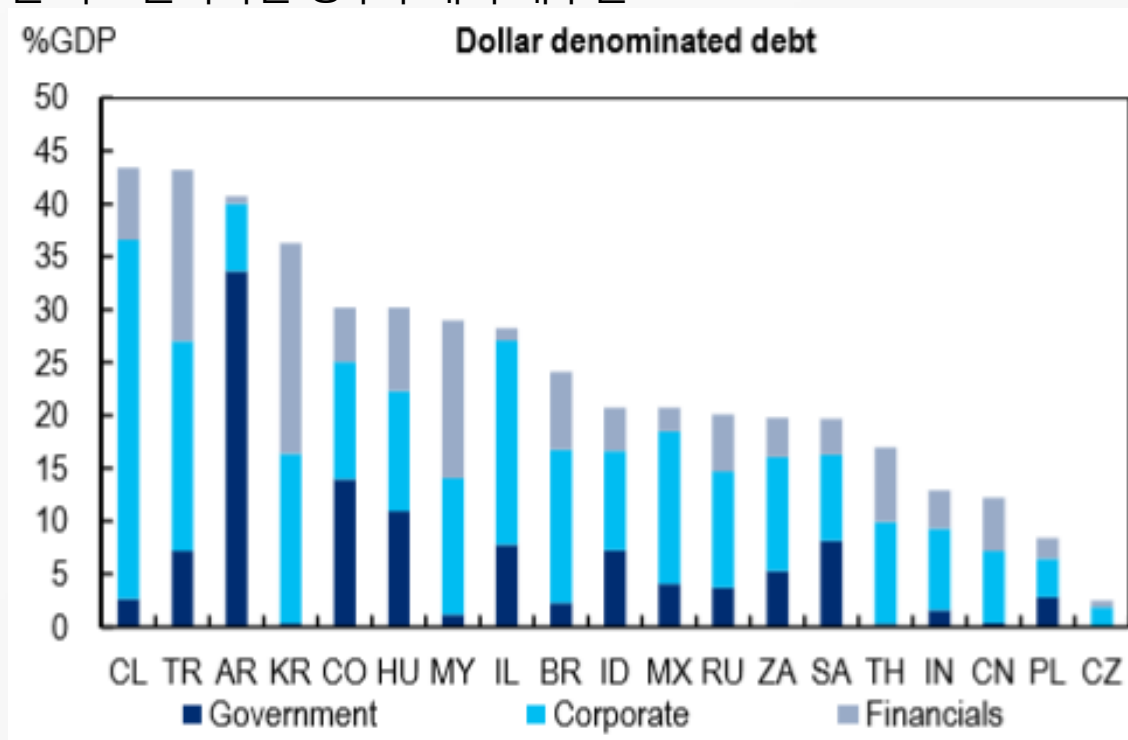


## Thematic Contagion Risk

Are the vulnerabilities that pushed country x into crisis evident in other countries?

달러부채: 아르헨티나 이외 칠레, 터키, 한국, 콜롬비아, 헝가리, 말련 등

단 아르헨티나는 정부부채가 대부분



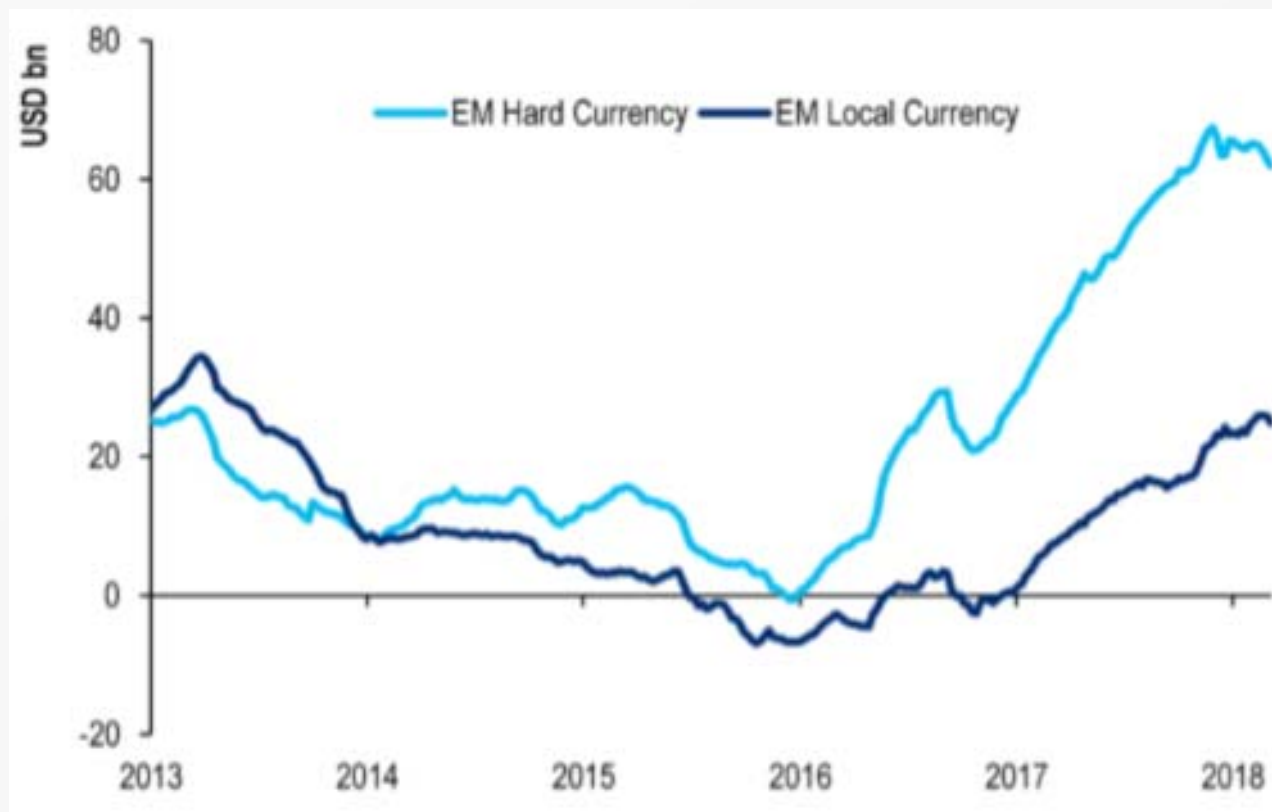
### 3. Argentina Contagion Risk in EM



## Portfolio Contagion Risk

Will investors sell country's bonds because they are losing money in country x and so have a preference to reduce exposure across their whole portfolio?

- Outflow from bond funds have been limited, to date at least...



## 목차

### 1. Argentina 구제금융 원인

- Economic Issue or Political Issue?

### 2. Argentina Contagion Risk in LatAm

- Economic contagion Risk

### 3. Argentina Contagion Risk in EM

- Thematic Contagion Risk
- Portfolio Contagion Risk

### 4. Next Triggers 잠재불안요인 가세?, Next Argentina?

- 가파른 美 금리상승 리스크
- 미중 통상마찰 재점화
- 원유선물시장에서의 투기적 매수 자금유입 증가
- Next Argentina?

#### 4. Next Triggers 잠재불안요인 가세?, Next Argentina?



## 가파른 美 금리인상 리스크

- 주요 선진국의 통화정책 정상화로 자금이 신흥국에서 선진국으로 이동하면서 외화공급이 줄어드는 상황에서 외화편딩리스크와 상황리스크가 큰 국가에서 취약성 부각

- 외화부채가 많고(터키, 아르헨티나, 말련, 인니 등)

내년까지 만기상환 도래 금액이 상대적으로 큰 국가(중국, 브라질, 멕시코, 아르헨티나, 한국 등)에서 대외 상환 부담이 증가

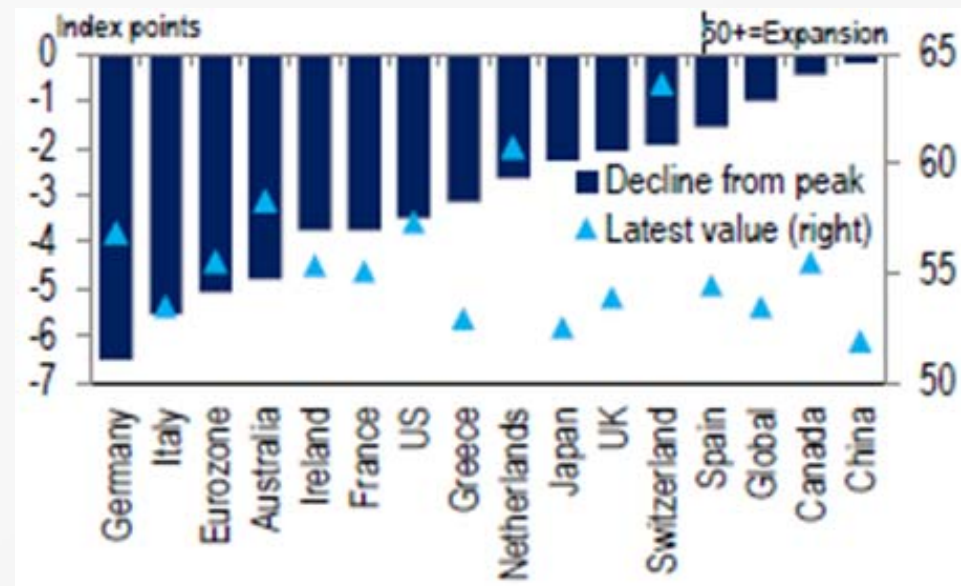
- 이들 국가중 외환보유액이 충분한 나라는 상대적으로 덜 취약하지만

위기대응 안전판으로서 외환보유액이 만능(fear of floating → fear of reserve loss)이 아니므로

외국인 주식 및 채권 투자 비중이 높은 국가(남아공, 인니, 멕시코, 폴란드, 러시아, 터키, 아르헨티나, 헝가리 등)에서 자금 이탈 가능성

- 특히 금리상승과 달러강세가 겹치면 신흥국에 대한 투자 심리가 위축되는(아르헨티나, 브라질 등)의 불안 심화

최근 경기회복세 둔화



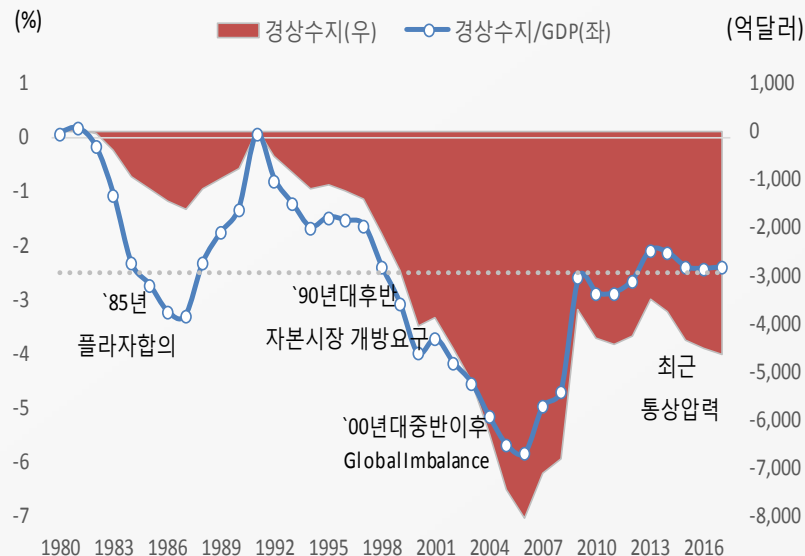
#### 4. Next Triggers 잠재불안요인 가세?, Next Argentina?



## 미·중 통상마찰 재점화

- 미국은 경상수지 적자가 GDP의 3% 수준에 육박하게 되면 경상수지 흑자국에 환율협상이나 통상압력(시장개방, 관세인상 등)을 부과하고 경상적자가 해소될 때까지 압력은 상당기간 지속
  - 지금 美 경상수지 적자('17년 GDP의 -2.4%, -4663억\$)는 '85년 플라자합의 직전 또는 '98년 자본시장 개방 요구 직전 수준에 있어 통상압력은 시작에 불과
  - 적어도 美 GDP의 0.5% 또는 1,000억달러 수준의 무역적자가 축소될 때까지 美 통상압력은 계속될 전망.
  - G2무역의존도가 높은 국가의 타격이 예상되며 글로벌 무역거래가 축소될 경우 경상수지 적자국의 타격은 더욱 심화
  - 여기에 지적재산권 보호, 첨단미래산업의 기술력 지위 확보 전쟁으로 확대되면서 G2의 통상마찰이 기술전쟁으로 확산

美 경상수지 적자와 환율협상 및 통상압력



자료: Bloomberg, KCIF

美 통상정책 불확실성 상당



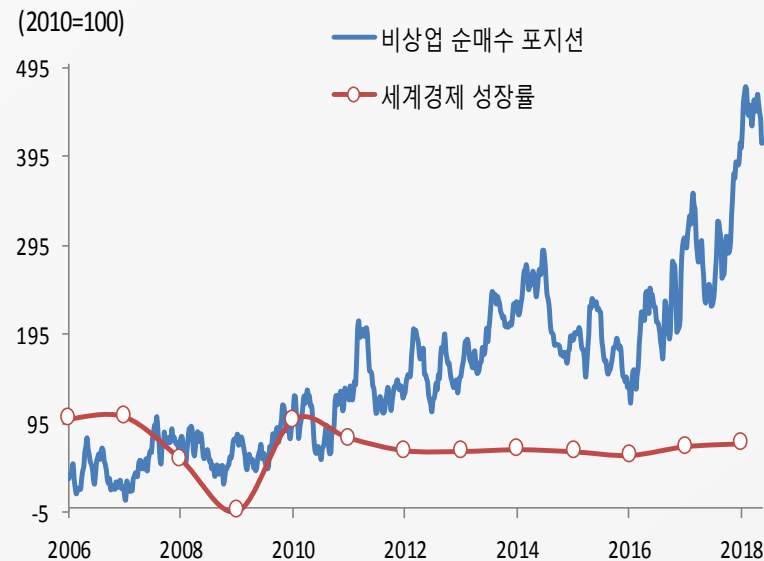
자료: PolicyUncertainty.com, Citi

#### 4. Next Triggers 잠재불안요인 가세?, Next Argentina?



## 원유선물시장으로의 투기적 매수 자금유입 증가

- QE로 풀린 풍부한 유동성 자금 중 일부가 원유선물시장으로 유입되어 비상업 순매수 포지션이 경제편더멘털보다 크게 증가하면서 원유가격 상승 및 인플레이션에 영향 ⇒ 미국 및 글로벌 경기둔화 신호시 추세 급반전 → capital reversal risk 부각
  - 특히 2016년 이후 경기회복세 전망과 함께 포지션이 5배 급증
  - [단기 영향] 투기적 순매수 포지션 증가 등에 따른 국제유가 상승 압력이 원유수입국(태국, 남아공, 인도, 루마니아, 필리핀, 터키 등)에 부정적
    - 물가갭이 플러스인 국가의 정책여력을 크게 제한하면서 경기회복세를 약화
  - [중기 영향] 내년 이후부터 美 경기회복세가 둔화('18년 2.8%→'19년 2.4%)되면서 원유 가격이 하향조정을 받을 경우, 원유 수출의존도가 높고 재정수지 적자가 큰 브라질, 콜롬비아, 베트남, 말련 등의 국가들이 타격을 입을 소지
- 최근 금융불안을 보이는 아르헨티나 원유선물시장에서의 비상업 순매수 포지션 급증



자료: Bloomberg, UN Comtrade Database, KCIF

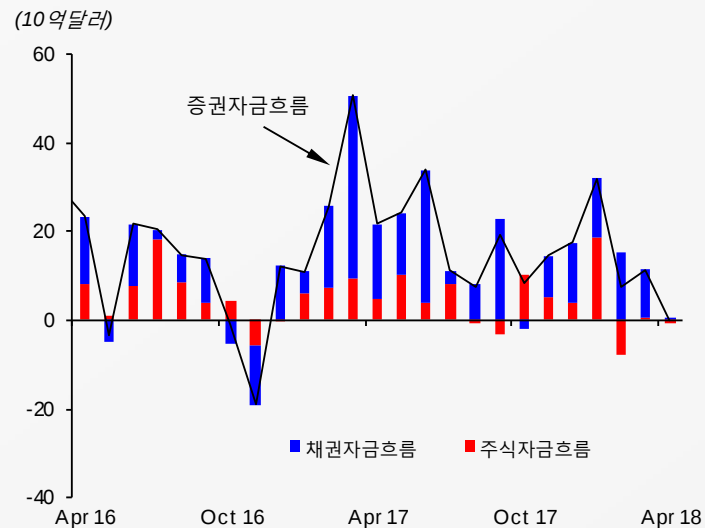
#### 4. Next Triggers 잠재불안요인 가세?, Next Argentina?



## Next Argentina?

- 앞으로 아르헨티나형 대외취약성이 지속되는 가운데
  - 美 금리인상 가속 우려, 달러강세, G2 무역마찰 확산, 유가 변동 등이 **성장 전망을 후퇴시킬 경우**,
  - 통화·재정정책 여력 부족으로 **금융불안이 확산되면서 장기화될 가능성**
  - 특히 중남미 5개국(아르헨티나, 베네수엘라, 브라질, 멕시코, 칠레), 유럽/아프리카 4개국(터키, 남아공, 헝가리, 루마니아) 등이 가장 취약
- 전세계 유동성 축소 과정에서 긴축적 금융여건이 전반적인 외국인 자금유출로 이어지면
  - 외환보유액 축적이 많은 국가와 현지통화 채권시장이 잘 발달한 국가로도 금융불안이 전이될 소지**
  - 예를 들어 브라질(외환보유액 3,821억\$), 러시아(4,327억\$), 인도(4,097억\$) 등으로의 전이 가능성을 주시

신홍국의 증권자금 유입 축소



자료: IIF



# THANK YOU