



Occasional Paper Series

05-05

국제신용평가기관이 보는 한국

Moody's Perspective on Korea's Ratings



Thomas Byrne

August 2005

세계경제연구원

Institute for Global Economics

필자 약력

Thomas Byrne

- 現 Moody's社 부사장 겸 한국, 일본, 중국, 동남아 등 동아시아 주요국 신용평가 최고책임자
- Johns Hopkins大 卒
- 미국 국제금융연구원(Institute of International Finance) 수석연구위원 등 역임

국제신용평가기관이 보는 한국*

Thomas Byrne

본인은 오늘 강연을 최소한 무디스(Moody's)사가 보는 신용등급은 무엇이며, 다른 국가와 비교해 무디스가 한국을 어떻게 평가하고 있는지에 관한 내용으로 진행하고자 한다.

무디스의 국가신용등급은 제때에 금전적 의무를 다하고자 하는 정부의 의지와 능력에 대한 평가이다. 현재 무디스는 한국 정부가 외화 및 원화로 발행한 국채나 보증어음에 대해 A3 등급을 부여하고 있다.

이는 무디스의 평가단계에서 볼 때 비교적 높은 등급으로써 향후 5년 이상동안 디폴트(default) 가능성이 희박하다는 점을 전제한 것이다. <그림 1>에서와 같이, 무디스가 A등급을 부여한 국가나 기업들의 향후 5년간에 대해 살펴보면 모두가 디폴트 발생 가능성이 1%도 안 된다. 실제로 그 가능성은 0.5~0.6% 수준이며, Aa등급은 이보다 약간 낮고 Aaa등급은 더 낮은 수준이다.

무디스의 디폴트 단계는 일직선 형태가 아니다. Ba등급과 B등급에 대한 디폴트 발생 가능성 추정치는 훨씬 더 높다. 무디스의 신용등급에는 C등급도 있다. 이 C등급은 채권이 디폴트 상태에 있거나, 디폴트의 가능성이 B등급보다 훨씬 높아 거의 임박해진 경우이다. 따라서 모든 A등급에서 나타난 것처럼, 한국은 향후 5년간 디폴트가 발생할 가능성이 없는 것으로 예상된다.

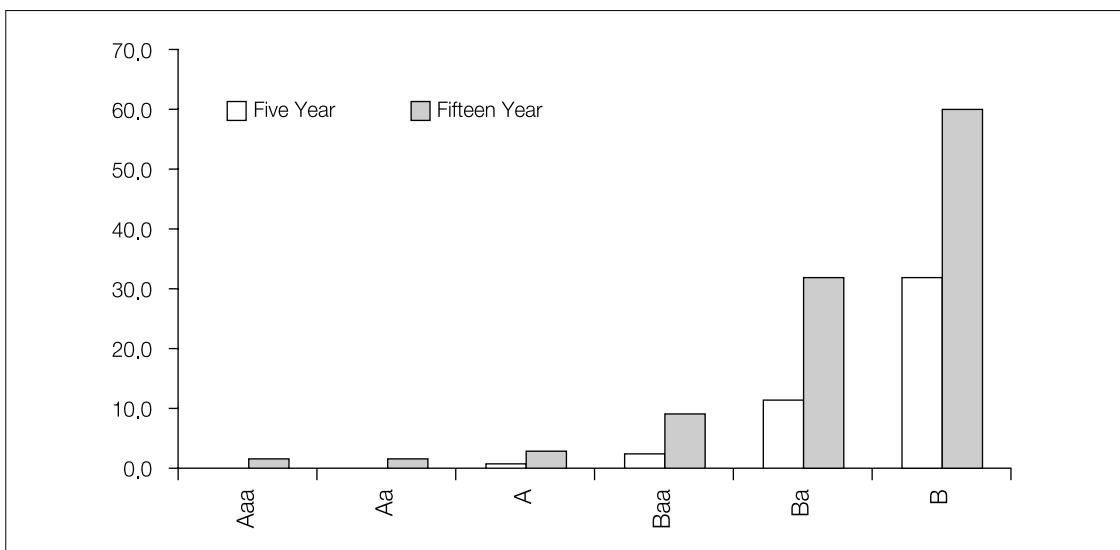
금융위기 당시인 1997년은 국제신용평가기관들에게도 힘든 시기였으며, 신용평가기관의 예측과 모델이 의심을 받았었다. 무디스는 한국이 모라토리엄(moratorium)보다는 IMF 구제금융을 선택한 것을 다행스럽게 생각한다. 왜냐하면 그 당시 무디스는 한국에 대해 A등급을 부여했었기 때문이다. 만일 한국이 모라토리엄을 선언했다면 우리의 예측은 완전히 빗나가게 되었을 것이다. 그러나 무디스는 한국보다 먼저 있었던 태국에 대한 구제프로그램의 경우와 마찬가지로 IMF의 지원을 한국에 대한 평가요소로 반영하고 있었다. 무디스는

* 이 글은 2005년 4월 12일 개최된 특별강연회 내용을 녹취하여 번역·정리한 것으로 필자의 개인의견임을 밝혀둡니다.

한국의 신용등급이 안정적일 것으로 보고 있다. 이는 경제적·재정적 전망뿐만 아니라 잠재적인 지정학적 위험요소도 반영한 것이다.

신용등급은 정확하게 앞을 내다보는 것이어야 한다. 높은 등급의 채권보다 낮은 등급의 채권에 더 많은 디폴트가 발생한다면 무디스는 직무에 충실하고 있는 것이다. 신용등급 변화가 너무 급작스럽지 않고 점진적이라면 한꺼번에 두 단계를 움직이는 것도 무방하다. 투자등급채권으로서 최소한 1년간 디폴트가 발생하지 않을 경우, 이러한 실적은 향후 1년에 대한 기준이 된다.

〈그림 1〉 Moody's Default Rates(% , 1970-2002)



회사채 디폴트에 비해 국채 디폴트는 드문 현상이다. 무디스에 국가신용평가팀이 만들어진 1980년대 중반부터 1998년까지 외화 또는 자국통화 국채의 디폴트는 한 건도 없었다. 그 이후 러시아를 필두로 우크라이나, 몰도바, 파키스탄, 그리고 남미에서 가장 크고 모범적인 아르헨티나를 포함한 몇몇 남미국가들이 뒤를 이었다.

1997년 아시아 금융위기 당시뿐만 아니라 지금 현재에도 국채 디폴트 상태인 동아시아 국가는 한 군데도 없다. 그러나 외화 및 자국통화 채권에 대해 디폴트 상태인 동아시아 기업들은 많이 있다. 국채 디폴트 사례가 드문 이유는 표본의 범위가 좁기 때문이다. 전 세계적으로 무디스가 평가하는 국가는 100개국에 불과한 반면 평가대상 기업의 수는 수천 개에 이른다.

국채 디폴트가 드문 또 다른 이유는 과거 각국들이 디폴트 방지에 도움이 되는 특별한 지

원수단을 가지고 있었기 때문이다. 즉 1994년에 멕시코가 미국으로부터 받은 구제사례뿐만 아니라, IMF 및 세계은행(World Bank) 그리고 각 지역 개발은행의 비상지원프로그램과 같은 각국 정부에 대한 긴급구제 조치가 그것이다. 이러한 프로그램이 정부 간 채무를 조정하는 파리클럽(Paris Club)에 속하는 경우도 가끔 있다. 1997년의 경우 인도네시아는 IMF로부터 일괄구제금융을 받았으며, 한국과 태국은 긴급구제금융을 받았다.

이러한 구제금융은 유동성을 충분히 공급하여 디폴트를 막는데 도움이 되었다. 하지만 앞으로는 이에 대한 규정이 달라진다. 현재는 파리클럽이 민간채권자들에 상환유예를 요구하여, 국채보유자들을 비롯한 민간채권자들이 각국 정부가 구조조정 과정에서 발생가능한 모든 손실을 분담해야 한다. 그러나 이러한 형태의 지원이 더 이상 이루어지기 어렵기 때문에 이 부분에 대한 검토가 이루어져야 한다. 어떤 국가가 파리클럽의 지원을 받는다는 것이 지금으로서는 사실상 마이너스(-)적 요소인 것으로 생각된다. 과거 1997년에는 어떤 국가가 IMF나 파리클럽의 지원을 받는다는 것이 무디스의 신용평가에 플러스(+)-적인 요소였다.

한 국가의 신용등급이 다른 국가보다 왜 더 높은가 하는 국가신용평가와 관련하여, 무디스는 통계적으로 고도의 정확성을 가진 객관적인 지표들을 많이 가지고 있다. 중요한 것은 특정기간 동안의 실질GDP성장률이다. 무디스는 이를 경상수지 대비 대외부채 비율로 측정한다. 또 GDP 대비 재정적자 비율도 중요하다. 그 다음이 재정적자 대비 재정수입 비율이며 마지막으로 재정효율성에 대한 지표로써 세계은행이 발표하는 재정관리 지표이다.

하지만 엄격한 통계적 의미에서 보면 이러한 것들이 기본적인 예측자료는 아니다. 그러나 무디스는 평가가 정확한지 여부를 상대적 측면에서 살펴봄으로써 신용평가의 방향을 잡는데 도움이 되도록 하기 위해 이 자료들을 활용하고 있다.

이러한 관점에서 우리가 찾아낸 매우 유익한 또 다른 지표(기본적인 분석의 관점에서 더욱 그러하다)는 이른바 대외취약성 지수라는 것으로, 공식외환보유고 대비 잔여단기부채 비율이다.

1997년 아시아 금융위기사, 대외취약성 비율이 높았던 국가들은 이 비율이 낮았던 국가들보다 더 큰 외환변동과 거시경제적 충격을 겪었다. 예를 들어 1996년 말 한국의 대외취약성 지수는 거의 3이었던 반면 필리핀은 1에 훨씬 가까웠다. 한국은 본질적으로 매우 역동적인 경제였지만 높은 대외부채 비율로 인해 특정 형태의 충격에 취약한 상태였다.

그래서 무디스의 신용평가가 기본적인 개연성에 대한 평가라고 하는 것이다. 무디스의 신용평가는 미인선발대회가 아니다. 무디스는 여러 가지 지수를 취하는 것이 아니라 임의의 계수를 여러 가지 지수에 투입하여, 신용의 본질이 반영되지 않은 일종의 수학적 등급을 도출해 낸다.

한국의 대외지불능력은 A3등급이 되기에 아주 충분하다. 1997년의 '위기'가 한국의 상대가격 변화로 인한 물가상승을 불러와 소비와 수입 전반에 걸쳐 투자와 수출에 유리해졌으며, 결국 이러한 것이 지금 한국이 가지고 있는 엄청난 외환보유고 축적에 기여한 것이다. 역동적인 수출실적, 대규모 자산유입을 끌어들이는 자유화, 그리고 대외부채 억제 등 모두가 특정 지표상의 같은 등급 내에서 한국이 아주 유리한 위치에 가도록 하는데 도움이 되었다.

한국의 경상수입 대비 대외부채 비율은 현재 상위등급 국가들의 중간 수준보다 더 나은 상황이다(〈표 1〉에서는 간단히 비교하기 위해 2000년과 2005년의 수치를 제시하였다). 이는 미국 및 EU와 같은 선진경제 수준이라는 의미인데 이들 국가의 신용등급이 A3~Aa3이다. 한국은 지금 이 중간등급보다 높은 아주 튼튼한 위치에 있다.

〈표 1〉 External Debt/CA Receipts

		2000	2005
Czech Rep	A1	56.5	42.7
Korea	A3	69.7	52.5
Mexico	Baa2	81.7	69.5
Median	Aa1-A3	58.1	66.7
Median	Baa1-Baa3	87.3	69.5
Median	Ba1-Ba3	126.8	92.9

〈표 1〉에서 본인은 한국이 관심을 가질만한 수치를 보이는 체코를 한 가지 대표적인 사례로 선택하였다. 보시는 바와 같이 체코의 신용등급은 A등급 내에서 한국보다 약간 높다.

체코는 기본적으로 거시경제 실적이 좋다. 체코가 A1등급인 이유 중 하나는 바로 이 부분이다. 체코는 대외지불여건 역시 좋다. 이런 관점에서 보면 대외부채비율이 낮기 때문에 체코의 신용등급 비율은 한국보다 약간 나은 상황이다. 그러나 체코는 다른 동유럽 국가들과 마찬가지로 유럽연합(EU) 가입으로 인한 가산등급을 받았다. 폴란드와 헝가리는 기본적인

면에서 한국과 큰 차이가 없다. 그렇지만 제도적 요소(EU 회원국과 유럽통화동맹 예비회원국이라는)는 그 나라에 많은 규율을 가하게 된다.

뿐만 아니라 이는 무역과 투자의 흐름을 강화시킨다. 실제로 체코는 이러한 부분에 매우 관심이 많다. 현재 체코의 전체 산업에서 외국인 소유 기업들이 차지하는 비중은 고용의 1/3, 생산의 1/2, 수출의 2/3에 이른다. 만일 한국도 현재 EU회원국이라면 지금의 A3등급보다 더 높아졌을 것이다.

신용등급 전망에서 볼 때 한국의 막대한 공식외환보유고 역시 대외경제 또는 시장의 충격뿐만 아니라, 북한으로 인해 야기되는 장래의 예기치 못한 사태에 대한 완충작용을 하고 있다.

한 나라가 막대한 외환보유고를 통해 혜택을 볼 수 있는 가장 좋은 사례는 위기에 처하지 않는다는 것이다. 이러한 사례가 1998년의 중국이다. 중국 중앙정부가 광둥지방에서 가장 큰 투자신탁기업인 광둥국제신탁투자회사(GITIC)의 보증으로 된 채무의 인수를 거절한 것이다.

GITIC은 세계 여러 은행이 보유하고 있는 자사의 채권과 대출금에 대한 변제를 이행하지 못했다. 그러자 외국은행들은 중국의 국제신탁투자회사들 대해서뿐만 아니라 중국 전반에 대해 이후 몇 년간의 대출한도를 삭감하였다. 이처럼 대규모 국제자금 유출이 있었음에도 불구하고, 막대한 외환보유고가 완충작용을 하여 중국은 환율이나 경제실적에 대한 충격의 흔적 없이 전환과정을 잘 거쳐 나갔다. 이것은 실로 훌륭한 교훈이 되었다. 이는 중국 중앙정부가 기꺼이 관용을 베풀 것이라는 도덕적 해이 면에서의 '백지수표'는 없다는 것을 채권자들에게 보여 준 사례였다.

튼튼한 한국의 대외지불여건(〈표 1〉)에서 나타나지 않은 한국 신용등급에 대한 불확실성 정도에는 〈표 2, 3〉과 같은 또 다른 요소가 산입된다. 한국의 재정여건은 대외지불여건만큼 튼튼하지 않지만 현재 Aa1~A3군의 중간 등급 및 그 주위의 나라들과 일치한다. 본인은 이를 현재 기본적으로 한국과 같은 방식을 보이고 있는 체코와 다시 한 번 비교했다. 과거에는 체코가 약간 더 나았다. 하지만 유럽연합의 일원인 체코는 지금 유럽에서 재앙이 되고 있는 재정문제를 답습하고 있는 것으로 보인다.

〈표 2〉 Gen Gov Debt/GDP

		2000	2005
Czech Rep	A1	15.5	28.0
Korea (A)	A3	20.4	25.5
Korea (B)	A3	35.4	36.7
Mexico	Baa2	24.8	26.0
Median	Aa1-A3	23.7	24.8
Median	Baa1-Baa3	36.7	34.1
Median	Ba1-Ba3	45.0	54.3

(A) General Government Debt

(B) General Government + Guaranteed Debt

〈표 3〉 Gen Gov Debt/Gen Gov Revenues

		2000	2005
Czech Rep	A1	42.5	64.5
Korea	A3	82.0	105.6
Mexico	Baa2	130.1	127.4
Median	Aa1-A3	73.4	72.1
Median	Baa1-Baa3	146.7	118.8
Median	Ba1-Ba3	178.3	213.1

무디스가 중요시하는 두 가지 재정지표는 〈표 2〉의 GDP 대비 정부부채 비율과 〈표 3〉의 정부수입 대비 정부부채 비율이다. 위의 분석에서는 선진경제와 여타 각 경제, 즉 명실상부한 신흥시장경제 및 한국처럼 선진경제에 더 가까운 신흥시장경제를 구분하는 것이 중요하다. 선진국들의 성숙된 자본시장은 한국과 같은 국가들보다 더 높은 수준의 부채가 용인된다. 미국과 독일, 프랑스는 모두 GDP 대비 총 정부부채 비율이 약 60% 수준이다.

무디스는 이러한 것이 신용등급 상의 어떤 문제를 야기한다고 생각하지 않기 때문에 이들 국가의 신용등급은 Aaa이다. 최근 금융위기 및 디폴트 직전까지 아르헨티나의 GDP 대비 부채비율은 30~40%에 불과했다. 보시다시피 신용분석은 간단한 것이 아니며 국채를 발행한 정부의 제도와 자본시장이 고려되어야 한다.

그럼에도 불구하고 무디스가 고려하고 있는 경제적·재정적 주안점들은 한국의 재정여건이 장기간 지속될 가능성이 있는 것임을 나타내고 있다. 지난 몇 년간 한국정부의 재정은 비교적 균형을 이루어 왔으며 직접적인 국채발행도 절제된 상태이다.

하지만 유사시의 부담분을 고려하면 한국의 재정여건이 반드시 유리하지만은 않다. 이러한 부분이 바로 <표 2>의 ‘한국(B)’이다. ‘한국(A)’는 한국 정부의 직접채무이며, ‘한국(B)’는 IMF 분류기준에 따른 엄밀한 의미의 정부 총 부채가 아닌 보증의무를 포함한 것이다.

이 보증의무는 주로 금융위기사 금융부문에 투입된 정부지원금에 대한 것이다. 한국의 부채부담률은 GDP의 약 15% 포인트 이상이다. 다시 말해 이러한 것이 경계할 정도는 아니며 한국의 신용등급과 일치하지만, 금융위기를 겪지 않았더라면 한국의 재정여건은 더 튼튼했을 것이다.

설사 금융위기의 비용이 효율적으로 처리되고 있다 하더라도, 국영기업 같은 곳에서 시스템상의 또 다른 비상국면이 발생할 수도 있다. 무디스는 한국 국영기업 대부분을 평가하고 있으며, 이에 대한 평가보고서를 발간하는 경우도 있고 안 하는 경우도 있다. 이들 기업에 대해 크게 경계하지 않아도 될 적정 부채수준은 GDP의 약 5~10% 정도로 그리 크지 않다는 것이 무디스의 생각이다.

그렇지만 중소기업부문에서 또 다른 비상국면이 발생할 개연성도 있다. IMF는 이러한 중소기업에 대한 한국의 보증규모가 GDP의 약 6~7% 선인 것으로 평가하고 있다. 이는 비슷한 문제를 안고 있는 대만보다 훨씬 높은 수준이다. 대만의 보증규모는 한국보다 크게 낮다. 무디스의 신용분석에는 이와 같은 부분도 고려되지만 크게 경계할 정도는 아닌 것 같다. 사실 가장 큰 불확실성은 앞으로 북한에서 발생하는 사태에 따라 야기되는 향후의 재정적 비상국면이다.

또 다른 지표로써 총 정부수입 대비 총 정부부채 비율을 나타내는 <표 3>은, 꾸준히 개선되고 있는 대외지불여건과는 대조적으로 한국의 재정여건이 1997년의 금융위기 당시로 계속 가고 있음을 보여준다. 이러한 한국의 재정여건이 비교적 안정적이기는 하지만 대외지불여건처럼 현저히 개선되고 있지는 않다. 따라서 이 지표에 의하면 한국이 현재의 신용등급과 다소 일치하나 재정여건이 더 튼튼해진 것은 아님이 분명하다.

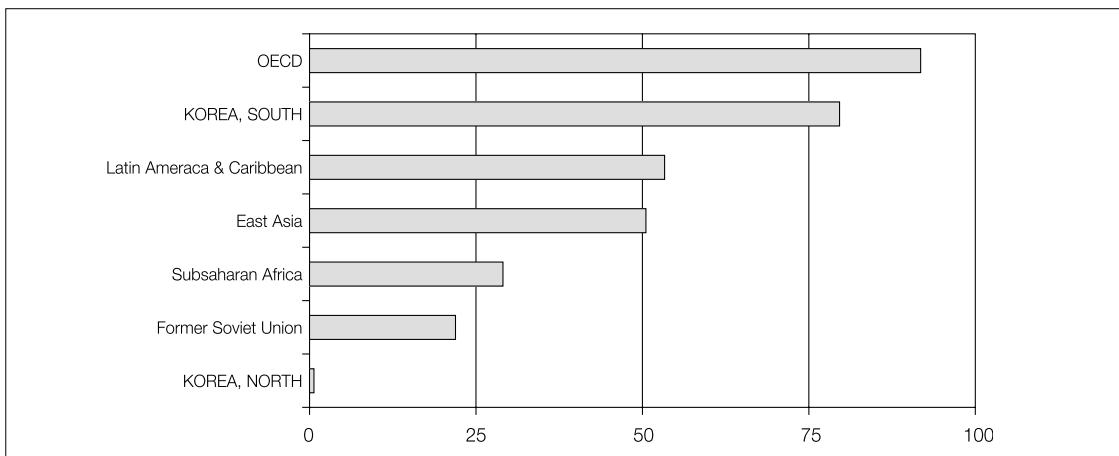
〈표 4〉 Korea Macro Indicators

	2000	2005
Real GDP Growth	7.1	4.0
Inflation (% chg Dec/Dec)	3.7	4.0
Openness Ratio	57.1	64.9
Official FX Reserves (US\$ Bil.)	121.4	218.0
External Vulnerability Indicator*	53.3	39.6

* (Short-Term Debt + Currently Maturing Long-Term Debt + Nonresident LT Deposits)/Official Foreign Exchange Reserves

북한으로 인한 불확실성은 잠재적 위험요소 중에서 가장 폭 넓은 것으로 나타나지만 현재로써는 가능성이 낮다는 것이 무디스의 평가이다. 가장 좋은 시나리오는 평양 당국이 주체 정책을 포기하는 북한정치의 변화와 함께, 북핵문제 전반에 걸친 난국을 협상을 통해 해결하는 것이다. 이는 한반도 내의 분쟁위험을 제거할 뿐 아니라, 유사시에 대한 한국의 경제적·재정적 부담을 줄임과 동시에 북한의 경제전망도 개선시킬 것이다. 무디스가 고려하고 있는 한 가지는 김정일 정권 혹은 최소한 김정일 정권의 정책에 대한 지지가 북한경제의 전환에 구조적인 장애가 된다는 것이다. 이러한 것은 주로 국가관리 지수에 반영된다. 북한 뿐 아니라 통치문제를 안고 있는 모든 나라들은 이러한 장애를 겪고 있다. 국가관리 효율성지수는 실제로 무디스의 신용등급 일관성 모델에 투입되는 요소 중 하나이다.

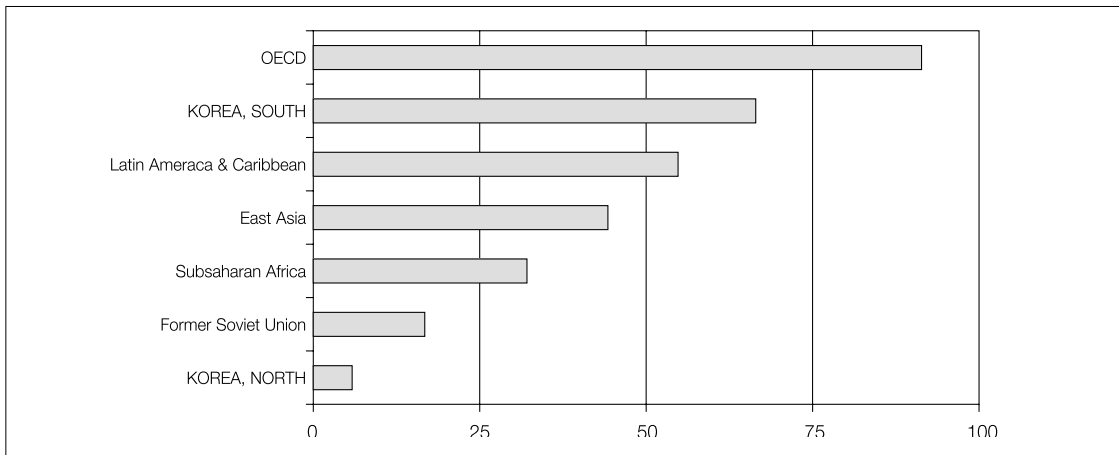
〈그림 2〉 Government Effectiveness (World Bank 2002)



〈그림 2〉는 이러한 부분에 대한 점수를 남·북한뿐만 아니라 지역적 평균으로 나타낸 것이다. 세계은행의 국가관리 지수는 외부기관의 조사와 설문조사를 근거로 한 것이다. 여기

에서 국가관리 효율성지수는 재정투명도, 조세정책, 조세행정 및 공공부문 지출관리를 비롯한 몇 가지 다른 척도에 의해 측정된다. 북한은 국가관리 효율성 지수가 최하위로 모든 부문에서 바닥권이다.

〈그림 3〉 Control of Corruption (World Bank 2002)



세계은행은 〈그림 3〉과 같은 부패관리 지수도 발표하는데, 이는 국가관리 지수와 상호연관이 있는 것으로 보인다. 북한처럼 낮은 수준에 있는 국가는 몇 안 되는 것으로 나타나며 2001~2002년 사이에 북한처럼 낮은 수준의 부패관리 평가를 받은 국가는 사담 후세인(Saddam Hussein) 정권의 이라크와 탈레반(Taliban) 정권의 아프가니스탄, 그리고 나이지리아이다.

이러한 것이 주는 함의 중 하나는 북한에 대한 인도주의적 원조나 기타 지원이 가장 효율적인 방식으로 사용되지 않을 개연성이 있다는 것이다. 이는 북한에 도움이 되지 않을 수도 있으며, 또 북한은 대외원조에서 벗어나 스스로 발전하도록 이러한 지원을 적절히 활용하지도 않을 것이다.

북한의 붕괴가능성 또는 분쟁이 최악의 시나리오라 하더라도 현재로서는 거리가 멀다는 것이 무디스의 생각이다. 신용등급 전망에 잠재적으로 가장 마이너스적인 결과를 가져오는 것은 붕괴가 아니라 분쟁이 될 것이다. 내부분열에 의한 붕괴의 경우에는 그 반대이다. 한국과 북한 양쪽 모두의 인프라(infrastructure)가 그대로 남아있게 되며, 아마도 대규모의 추가 군사비지출과는 관련이 없을 것이다. 따라서 신용등급에 미치는 효과가 크지 않을 가능성이 있다. 〈표 5〉에서 본인은 북한의 붕괴가능성을 중간 정도로 보았으나 이보다 높거나 낮을 수도 있다.

〈표 5〉 North Korea Risk Scenarios

	S-T	2005
Status quo	Low	Medium-High
Resolution	Low	Low
Collapse	Medium	Low-Medium
Conflict	High	Medium

이 붕괴가능성의 위험이 낮을 경우에는 신용등급에 마이너적인 영향을 미치지 않겠지만 높을 경우에는 그렇지 못할 수도 있다. 엄청난 불확실성으로 인해 한국의 신용등급을 무디스가 부정적으로 전망한 적이 한 번 있다. 그 때가 바로 북한이 국제원자력기구(IAEA)를 탈퇴한 직후인 2001년 9월 11일이다. 북한의 IAEA 탈퇴이후 무디스로서는 미국 정부의 정책이 특히 '선제적' 군사 및 외교정책으로 새로 바뀔 것인지에 대한 확신이 없었으며, 이러한 것이 한반도에 대해 어떤 작용을 할 것인지 알기 어려웠다. 그 이후 상황이 안정되어 무디스는 한국에 대한 전망을 다시 '안정적'으로 바꾸었고 현재에도 '안정적'이라는 평가를 받고 있는 상태이다.

현상유지(6자회담이 진행되는 동안의 잠정적 현상유지이다)의 경우, 5개국이 북한의 핵무기 개발프로그램 포기를 진지하게 요구하게 되면 중장기적으로 현상유지는 어려울 것으로 보인다. 그럴 경우 현상유지 붕괴와 같은 비협상적 해법의 시나리오로 귀결되어 북한정권이 붕괴된다거나 심지어 분쟁이 발생할 가능성까지 있다. 그렇기 때문에 회담 참가 5개국 모두가 수용할 수 있는 방식으로 해결되지 않을 경우 장기적인 위험성이 증가한다고 한 것이다.

한국이 당면한 경제적, 재정적, 지정학적 위험에 대한 무디스의 종합적인 평가는, 미래에 대한 불확실성이 존재하지만 여러 가지 단기요소들이 안정적인 전망과 비교적 높은 A3등급의 뒷받침이 되고 있다는 것이다. 무디스가 한국에 대한 신용평가를 마지막으로 했던 2002년과 비교한 2005년의 지수는 약한 부분과 강한 부분이 상쇄되어 안정된 추세로 나타난다.

2005년도에는 한국에서 경제성장률과 관련한 큰 논쟁이 있었던 것으로 알고 있다. 무디스의 입장에서 보면, 한국 경제성장률이 4%이던 5%이던 간에 한국의 신용 가치와 기반에 미치는 영향은 거의 없을 것이다. 하지만 경제성장률이 이보다 크게 낮아질 경우에는 재정부문에 마이너스적인 영향을 미치거나 미칠 가능성이 있으며, 경제성장이 크게 빨라질 경우는 수지균형이 압력을 받게 될 것이다.

후자의 강도를 감안해 보면, 무디스로서는 전자(저성장의 경우)가 더 염려스럽다. 그렇지만 경제성장률의 하락세가 경기주기상의 일시적인, 즉 장기적이거나 구조적이 아닌 경우에는 신용등급 하락의 압력을 크게 받지 않을 것이다.

2002년도 한국의 대외취약성 지수는 53.3%였다(〈표4〉). 이는 무디스가 주목하고 있는 개선행으로, 한국의 대외지불여건이 계속 점점 좋아지고 있는 것으로 보인다. 2005년의 대외취약성 지수는 매우 낮은 수치로 대외시장 및 경제적 충격에 대한 완충역할의 여지가 많아졌다.

장기적인 면에서의 또 다른 중요한 국가신용등급 평가요소는 소득수준이다. 무디스는 높은 수준의 1인당 국민소득과 높은 수준의 신용등급에는 커다란 상관관계가 있음을 알아냈다. 따라서 무디스는 한국의 1인당 국민소득이 어려움 없이 비교적 빠르게 증가할 것으로 예상한다. 하지만 한국경제가 과거처럼 빠른 소득증가율을 유지할 수 있을지에 대해서는 인구적인 요소와 장기생산성증가율 추계로 인해 다소 의심의 여지가 있다. 그렇지만 신용분석의 본질이 회의적인 것임에도 불구하고, 장기적인 위험요소들이 잘 관리된다면 한국경제의 잠재력은 오랫동안 밝게 유지될 수 있을 것이다.

〈표 6〉 GDP PPP Per Capita(\$)

		2003
Advanced	Aaa	28,095
Korea	A3	17,908
Median	Aa1-A3	13,608
Median	Baa1-Baa3	5,517

질 의 · 응 답

[질 문] 한국의 신용등급 향상을 위해 한국 정부에 하고 싶은 조언이 있다면?

[답 변] 솔직히 말해 무디스는 권고를 하지 않는다. 무디스는 IMF가 아니기 때문이다. 사실 무디스가 권고를 하면 이익분쟁이 발생하게 되며, 높은 신용등급을 팔려고 하는 것처럼 비춰질 것이다.

그러나 앞서 언급된 지표들을 살펴보면 다른 부문에 비해 비교적 뒤처지는 항목은 재정부문이다. 한국 정부가 1997년 금융위기의 잔재들을 지속적으로 흡수 및 제거할 경우 신용평가에 어느 정도 플러스적인 뒷받침은 될 것이다. 무디스는 앞으로 신용등급이 상승한다거나 반대로 하락할 것이라는 말을 절대 하지 않는다. 하지만 재정부문이 튼튼하지 않다는 점은 분명하다.

북한과 관련된 불확실성은 그 결과가 무엇이던지 간에 잘 진행되고 있다. 설사 대북개입이 정책적인 것이라 하더라도, 무디스는 한국이 대북지원에 과도한 재정지출을 하고 있다고는 보지 않는다. 실제로 그 비용은 아주 작은 규모로써 연간 예산 지출액의 1%에도 못 미친다. 북한에 대한 여타 지원들도 순조롭게 진행되고 있다.

보편적으로 말하자면 한국의 신용등급 향상에 가장 중요한 요소는 재정부문, 즉 공공부채의 개선이다.

[질문] C등급에서 Aaa등급으로 가는 과정에 위험성 분석의 단계가 있는가? 무디스의 신용평가는 신용위험도를 바탕으로 하는 자산, 시장위험도, 또는 정치적·군사적 분석을 포함한 국가위험도를 기준으로 하는가? 무디스가 가장 비중을 두는 신용평가 기준은 무엇인가?

둘째, 아시아 금융분석가들은 아시아에 대한 무디스의 신용평가가 유럽에 비해 더 엄격하다는 느낌을 갖고 있는데 이것이 사실인가? 그렇다면 그 이유는 무엇이며 미국이나 유럽에 대해서도 그러한가?

[답변] 무디스가 항상 바라는 것은 정확하게 앞을 내다 볼 뿐 아니라 객관적이고 공정한 신용평가이다. 무디스가 국가신용평가를 뉴욕에서 한다고 해서 여기에 어떤 편견이 있다고 생각되지는 않는다. 무디스의 국가신용평가팀은 소규모 그룹이다. 유럽 통화동맹으로 인해 유럽의 신용등급이 상승하고 있기 때문에 현재 유럽에도 무디스의 국가신용평가팀이 있기는 하지만 대부분의 국가신용평가는 뉴욕에서 이루어진다.

무디스는 다른 사람들을 어떻게 평가하고 있는지 알아보기 위해 자체 점검방식에 따라 스스로를 살펴보는데 여기에는 두 가지 지수가 있다. 하나는 신용디폴트스왑(credit default swap)으로써 난해한 파생적 수단이다. 신용디폴트스왑 상으로는 한

국의 신용등급이 Baa1인 것으로 나타난다. 이러한 것은 시장에 존재하면서 계속 바뀌지만 작년 무렵의 신용디폴트스왑은 보편적으로 Baa1등급 수준이었다. 또 무디스는 평가대상 채권의 이익률에 대해서도 조사하여, 이익률이 어느 정도로 일치하는지 그리고 채권수익률이 의미하는 등급은 무엇인지를 살펴서 전 세계적으로 비교한다.

우리가 지금 살펴본 이러한 것들이 무디스의 신용평가에 중요한 요소는 아니지만, 이익률을 전제로 하는 채권에 의하면 한국의 신용등급이 A3인 것으로 나타난다. 일부 국가에서는 신용디폴트스왑 또는 내재적 신용등급, 그리고 채권수익률에 대한 내재적 신용등급보다도 무디스의 신용평가등급이 2~3단계 높거나 낮게 나타나는 경우가 있다.

이것이 왜 문제가 안 되는지를 살펴보자. 무디스는 우선 차이가 나는 이유를 스스로 질문해 본다. 그래서 이에 대한 대답이 충족되면 시장이 인식하는 등급보다는 차이나는 등급을 받아들인다. 통상적으로 시장은 단기적인 전망에서 평가하지만 무디스는 장기적으로 평가하기 때문이다. 무디스는 길게는 아니더라도 1~2년 동안 신용등급을 안정시키는 식이며 장기간 국가신용등급을 바꾸지 않는다. 기간이 가장 긴 예가 멕시코의 Ba2등급으로 멕시코는 3년 남짓 만에 신용등급이 상향조정되었다.

귀하의 첫 번째 질문과 관련하여, 무디스가 측정하는 위험도는 채권자들의 움직임이 시간단위로 얼마나 빨라지느냐 하는 것이다. 무디스가 평가하고자 애쓰는 것은 이런 것으로 국가위험도 계산에 산입된다. 무디스에게 이는 모종의 시나리오로 인해 정부가 모라토리엄을 선언할 위험이 있다는 의미이다. 1997년 금융위기 시에도 무디스는 이를 계산에 넣어서 평가했다. 위기는 태국에서 시작되었는데 태국은 한국보다 훨씬 예측이 쉬웠다. 한국의 위기는 훨씬 빠른 속도로 발생했다. 무디스는 IMF의 지원을 평가요소로 감안했고 그래서 신용등급을 큰 폭으로는 낮추지 않았다. 한국은 IMF의 지원을 충분히 받을 것으로 확신했기 때문이다. 이와 같은 것이 무디스가 말하는 국가위험도이다.

다행스럽게도 대부분의 국가들은 당면한 지정학적 위험이 없다. 무디스는 100개국의 신용평가를 하고 있는데, 아시아의 경우에는 한국과, 대만, 중국의 사례가 지정학적 위험을 중요한 신용평가 요소로 인정된 상태이다. 사실 무디스가 1990년대에 대만의 신용등급을 회복시켰을 당시, 대만은 재정뿐 아니라 거시경제 일부 항목

은 지금보다 훨씬 실적이 좋았다.

우리는 대만에 대해 더 높은 등급인 Aa3등급을 부여했는데 대만 정부는 대외부채가 전혀 없었기 때문에 더 높은 등급을 부여할 수도 있었다. 대만은 대외부채를 절대 지지 않을 것이다. 항상 대만은 외환보유고가 높았으며 수지균형도 건실했다. 그렇지만 무디스는 중국 본토와의 긴장으로 인한 불확실성 때문에 대만의 신용등급을 Aa3로 부여했다.

무디스는 이스라엘에 대해서도 신용평가를 한다. 이스라엘은 독특한 특징이 있다. 무디스는 이스라엘 정부에게 중동지역의 위험성이 다소 줄어들면 더 높은 신용등급을 받을 수 있다고 했다. 아라파트(Arafat)의장 사후의 중동평화협상이 어떻게 전개되며, 이것이 신용등급에 어떤 영향을 미칠지를 살펴보는 것은 흥미 있는 일임에 틀림없다.

이 세 나라들이 가장 확실하게 지정학적 위험을 계산에 넣고 있다고 생각되는 나라들이다. 무디스는 지정학적 위험을 신용평가의 중요한 부분으로 인정해왔다. 전쟁이 발발하면 전쟁당사국들은 보통 자본통제에 의지한다. 그들은 최소한 한동안은, 채권자들에 대한 변제보다는 자국의 자원으로 활용하기 위한 다른 수단을 갖게 된다. 모든 국가가 그렇다는 말은 아니다. 세계 제1차 대전과 2차 대전의 경우를 보면 항상은 아니지만 종종 자본통제가 사용되곤 했다.

[질 문] IMF로 가는 것을 거부하고 자본통제를 선택했던 말레이시아에 대해 귀하는 어떻게 평가하는가? 말레이시아의 경우 자본통제가 매우 효과가 있었던 것으로 인정되고 있다. 다른 국가들과 비교할 때, 말레이시아에 대한 귀하 평가는 무엇인가?

[답 변] 그 당시 무디스는 말레이시아의 신용등급을 낮추었다. 사실 아시아 금융위기 당시 무디스는 거의 모든 국가의 신용등급을 하향조정했다. 중국과 대만, 그리고 놀랍게도 필리핀의 신용등급은 하락하지 않았다. 필리핀은 라모스(Ramos) 정부 하에서 아주 훌륭한 실적을 내고 있는 시기였기 때문이다.

하지만 무디스가 말레이시아의 모든 부문의 등급에 대해 하향조정한 것은 아니었다. 투자등급은 그대로 유지되어 한국이나 대만보다 높은 상태였다. 자본통제가 채무변제에 아무런 영향을 미치지 않아서 디폴트를 의미하는 것은 아니었기 때문이다.

말레이시아의 경우는 1년 시한의 자본유출에 대한 선별적 자본통제였다. 사실, 주식시장에 자금이 묶인 사람들은 아주 잘되었다. 주가가 크게 반등했기 때문이다. 이는 말레이시아 사람들이 항상 해온 일이다. 하지만 아직도 시장참여자들은 자기 자금을 자유롭게 사용할 수 없는 자본통제에 대해 우려하고 있다.

[질문] 기업지배구조에 관한 질문이다. 귀하는 정부의 효율성과 국가차원의 관리에 관해 언급했다. 전반적인 한국 기업들은 금융위기 이후 각자의 기업지배구조를 근본적으로 바꾸어 세계적인 기준에 더욱 가까워졌다. 만일 어떤 기업이나 국가가 세계적 기준과는 아주 다른 기업지배방식을 고집하겠다고 한다면 무디스는 이러한 국가에 대한 신용등급을 어떻게 평가하겠는가? 물론 어떤 기업지배방식이 좋은지는 주주들이 판단하겠지만 무디스의 경우는 어떻게 대응할지 알고 싶다.

[답변] 국가적 차원에서 국가의 신용가치를 살펴보면 취약한 관리구조는 정부의 명확한 보증이 있고 정부가 파산을 용인하지 않을 경우에만 영향을 미친다. 기업이 재무관리를 부실하게 하여 부채가 누적될 경우에는 시장에 혼란이 야기된다. 그래서 이를 지원하기 위한 정부의 조치가 불가피해진다면 신용가치에 영향을 미치게 될 것이다. 아주 일반적인 의미에서 볼 때, 이와 같은 개별적 관리방식은 무디스의 신용평가 계산에 산입된다. 무디스가 관리효율성 지수를 신용평가 요소로 도입하여 사용하는 것은 이러한 점 때문이다.

우리가 지금 말하고 있는 것들은 주로 기업에 대한 기초분석과 함께 미시적 단계에서 발생하는 것으로 무디스가 신용평가를 할 때 분명하게 산입하고 있다. 하지만 선진경제들조차 서로 다른 제도와 법률체계를 가지고 있기 때문에 무디스는 이를 선별된 시장에 적용하고 있다.

미국 기업에 대한 신용평가를 할 때에는 이러한 것이 분명히 적용된다. 실제로 본인의 동창 중 한 사람이 은행분석 업무를 그만두고 지금은 기업지배구조 전문가가 되었는데, 본인과 이 문제에 대해 가끔 토의를 한다.

기업신용평가는 무디스의 평가업무 중 하나이다. 아주 드물지만 가끔은 기업에 대한 평가가 국가신용평가에 영향을 미치기도 하며, 이 경우 보고서로 출간된다. 무디스의 평가는 특정기업의 기업지배구조와도 관계된다.

[질문] 북한에 대한 시나리오 상에서 귀하는 단기와 장기를 구분하고 다시 ‘높음’, ‘중간’, ‘낮음’으로 구분하였다. 여기서의 ‘높음’이나 ‘중간’은 어떤 의미이며 그 가능성은 얼마나 되는가?

본인으로서 한국의 신용평가에 북한의 요소가 얼마나 중요한지 잘 모르겠으나 북한은 한국의 통제권 밖에 있다. 한국이 신용등급 개선을 위해 할 수 있는 일을 예로 든다면 무엇인가? 한국이 할 수 있는 일은 주로 국내관리 또는 정부부채의 내부관리 같은 것뿐이다.

[답변] 본인은 한국의 신용평가에 해 이야기 하고 있다. 따라서 북한에서 발생하는 일련의 사태는 한국의 채무변제 능력에 영향을 미칠 수 있는 위험들이다. 본인이 최상의 시나리오로 언급한 시나리오인 핵무기 포기의 경우는 한국의 신용등급에서 잠재적인 마이너스적 압력이 제거되는 것으로 나타날 수 있다. ‘높은’ 위험도의 시나리오는 분쟁의 위험이 있는 경우로, 한국이 제 때에 채무를 변제할 능력에 대한 무디스의 평가가 아주 위험해 질 수 있다는 의미이다.

2003년 초, 사실 무디스는 당시 발생했던 전반적인 상황에 많은 불확실성이 존재하여 한국에 대한 부정적인 전망을 내놓았다. 분쟁이 갖는 함의의 가능성과 이러한 것이 신용평가 미칠 영향에 대해 무디스는 우려의 신호를 이미 보낸 것이다.

‘중간’은 상황이 양쪽 모두의 방향으로 갈 수 있지만 한국의 신용등급에는 마이너스적인 영향을 전혀 미치지 않는 경우이다. 이러한 경우는 아직 발생하지 않았으며 신용평가위원회에서 논의도 되지 않았다. 하지만 북한과 이해관계가 있는 5개국에 의해 평화롭게 잘 관리되는 북한의 붕괴는 신용평가 면에서 한국에게 그다지 나쁘지 않을 수도 있을 것이다.

실사 한 국가의 통제권 밖에 있는 사안이라 하더라도 신용에는 변함없이 영향을 미치게 되는데, 세계금리라던가, 유가, 사회 불안정으로 인해 중국에 수요가 발생할 경우 등이 그러하다. 무디스는 이러한 것이 한국의 재정여건과 어떻게 연계되는가에 초점을 둔다.

[질문] 본인은 무디스의 규정상 한국 내 기업이나 은행들이 국가보다 더 높은 신용등급을 받을 수 없는 것으로 알고 있는데, 그것이 사실인가? 이 부분에 대해 무디스가 갖고

있는 근거는 무엇인가? 이 경우 기업이나 은행은 본사를 이전하는 것이 가능한지, 본사이전이 신용등급에 어떤 영향을 미치는지, 그러한 사례가 있는지 알고 싶다.

[답 변] 무디스의 신용분석가들 대부분은 무디스 외의 경력이 있는 사람들이다. 즉, 일반 은행이나 IMF, 세계은행, 각 연구소 등에서 근무했던 사람들로 많은 경험들을 가지고 있으며, 이러한 경험들이 무디스의 업무에 도움이 되고 있다.

국가신용평가는 주로 외환평가에 중점을 두는 경우가 많다. 전통적인 디폴트는 국가가 우려할만한 사태에 빠져 자본통제를 실시하는 경우로 모라토리엄의 위험이 있다. 이와 같은 상황이 1980년대에 발생했었다. 그리고 나서 러시아, 몰도바, 파키스탄, 아르헨티나 등에서 디폴트가 발생했던 1998년까지는 이러한 사례가 없었다.

아르헨티나는 전통적인 디폴트 사례로써 자본통제가 실시되었으나 대부분의 국가는 그러지 않았다. 실제로 러시아가 디폴트 상태였을 때 러시아는 자본통제를 실시하지 않았을 뿐 아니라 아주 민감한 거시경제정책을 채택했다. 물가상승을 해결하지 못함으로 인한 자국통화 디폴트였기 때문이다. 당사국 정부에게는 인플레이션이 경제적으로나 정치적으로 디폴트보다 더 고통스러운 일이다. 그래서 가끔은 디폴트가 좋은 정책이 되기도 한다. 이 경우 신용등급은 하락하겠으나 최악의 시나리오에 대한 좋은 정책이 될 수도 있다. 채권자들 앞에서는 할 말이 없겠지만 국내적으로는 효과가 있을 수 있다.

사실 국가신용평가는 참고적인 사항일 뿐이다. 대부분의 국가들은 여전히 가장 높은 등급에 있다. 최소한 신용의 기본사항 면에서는 아직도 정부가 그 국가에서 가장 신용등급이 높다. 무디스는 특정 항목과 조건에 따라 건설한 기업이 정부보다 더 높은 등급을 갖는 것을 기본적으로 허용할 방침이지만 기업의 신용등급이 모든 면에서 정부보다 크게 넘어서는 않을 것이다.

이러한 현상은 지난 2~3년 동안 주로 남미에서 발생했다. 남미의 경우 일반적으로 정부의 신용등급은 아주 낮다. 반면에 외화나 자국통화 면에서 정부보다 높은 등급을 갖는 건설한 기업들이 브라질 등의 국가에 일부 있다. 무디스는 자국통화와 관련한 신용평가 상의 불이익을 주지 않는데 이는 모라토리엄의 위험이 없기 때문이며, 특별한 경우를 제외하고는 자국이 부채문제에 봉착했을 때 시스템 전체를 정지시키는 정부는 없을 것으로 생각된다.

이를 좀 더 자세히 살펴보기 위해 무디스는 조만간 합동디폴트분석에 착수할 것이다. 이는 모든 정부관련 기관과 국영기업을 대상으로 정부가 디폴트나 디폴트 압력에 당면해 있을 경우 이와 같은 정부관련 기관이 어떻게 운영되는지를 평가함으로써, 그 기관도 디폴트 상태가 될 것인지 또는 그 기관의 보증의무로 인해 정부까지도 디폴트가 될 가능성이 있는지를 검토할 것이다. 그리되면 보다 자세한 조사가 될 수 있다. 대부분의 경우 정부가 외화부분에서 가장 높은 등급을 받을 것이고 자국통화 부분에서도 몇몇 그런 경우가 있겠지만 모두가 그런 것은 아닐 것이다.

[질문] 한국과 같은 개별국가에 대한 무디스의 평가방식을 설명해줄 수 있는가? 아시아 금융위기 당시 이와 관련한 신용평가기관의 역할에 대해 많은 비판이 있었다. 즉, 신용평가기관들이 금융위기가 닥쳐오리라는 것에 대한 예측과 경고는 하지 못하고, 단지 위기발생 후 아시아 국가들의 신용등급을 하락시킴으로써 오히려 위기를 확산시켰다는 것이다.

아직도 많은 사람들은 신용평가기관의 평가방식이 정교하지도, 객관적이거나 과학적이지도 못할지 모른다고 의심한다. 이는 현재 진행 중인 아시아 채권시장 발전 노력과 관련하여, 아시아 국가들이 국내적으로나 지역적으로 자체의 신용평가기관을 만들어야 한다는 주장을 불러일으키고 있다. 그리되면 지역기반 또는 국가기반의 신용평가기관이 더욱 객관적으로 보다 나은 평가를 할 수 있게 된다는 것이다. 이러한 비판에 대한 귀하의 견해는 무엇인가?

[답변] 아시아 금융위기에 관한 질문은 항상 받는 것인데 이 문제에 대한 우리의 대답은 다음과 같다. 우선 무디스는 신용등급 변경에 신중했어야 한다는 점에서 실패했다. 무디스는 한국의 신용등급을 A1에서 Ba1으로 하향조정했는데, 이는 투자등급단계보다 한 단계 아래이다. 다른 신용평가기관들은 한국의 신용등급을 이보다 더 낮췄다. 그렇지만 단기적으로 볼 때 이러한 것이 좋은 신호는 아니다.

이와 반대로 한국은 디폴트 상태가 되지 않았다. 태국도 그랬고 말레이시아도 그랬으며, 약간의 채권을 시장에 내놓기는 했지만 인도네시아도 그랬다. 디폴트 상태가 된 국가는 하나도 없었다. 하지만 무디스가 '엔론(Enron)', '월드컴(WorldCom)' 과 같이 높은 신용등급의 기업체가 디폴트 상태로 되었던 것과 같은 유형의 실수를 범하지는 않았다. 아시아 금융위기의 경우는 이러한 실수가 발생하지 않았던 것이다. 따라서 위기시의 무디스 성적은 복합적이다.

돌이켜 보면 무디스는 태국에 대해 훨씬 더 좋은 신호를 주었다. 한국에 대해서는 주로 단기부채에 초점을 두었는데, 실제로 외환보유고가 증가하고 있었음에도 한국의 단기신용등급을 하향조정했다. 이는 단기부채 비율이 여전히 높았기 때문이었다. 단기부채에 대해서는 시장이 크게 인식하지 못했다. 시장이 주로 관심을 갖는 것은 채권금리이지 상업어음의 단기금리가 아니었기 때문이다.

우리는 투자은행들로부터도 혹독한 비판을 받았다. 우리는 실수를 인정하고 백지 평가보고서를 제출했지만 우리의 역할에 대한 전망이 완전히 와해된 것은 아니라는 점도 지적했다.

흥미로운 점은 본인이 무디스에 입사하기 직전인 1996년에 많은 투자은행들이 무디스가 한국의 신용등급을 상향조정할 것이라고 예상했었다는 것이다. 그들은 한국의 신용등급이 Aa가 되어야 한다고 생각했던 것이다. 무디스는 한국의 신용등급을 Aa로 상향조정하지 않았다. 1년 후에는 우리에게 똑 같은 비난이 쏟아지고 있었다. 등급을 상향조정하지 않는다고 비난받더니 이번에는 하향조정했다는 비난을 받았다. 아시아 금융위기는 어느 누구도 제대로 예측하지 못했다. 확실한 것은 무디스가 1년이 채 안되어 투자등급을 디폴트로 하는 것과 같은 가장 큰 실수를 하지 않았다는 점이다. 한국의 경우 그런 일은 발생하지 않았다.

신용평가가 무엇인가와 관련해서 여기에는 기본원칙이 있다. 우선 객관적이어야 하며, 설사 채권발행인에게 상처를 주거나 시장의 혼란이 야기될 개연성이 있다 하더라도 기본적인 신용도에 대한 의견이 제시되어야 한다. 다시 말해 관용이라는 것이 없다. 규제로 인한 위험은 국가차원의 규제자가 시스템 및 시장 리스크(risk)에 대해 우려하는 것이며, 혼란이 발생하는 것을 바라지 않는다는 것이다. 만일 신용평가기관이 규제를 받는다면, 이는 어떤 의미에서 채권이나 정부의 기본신용도에 대한 객관적인 의견을 제시하는 신용평가기관의 능력을 침범하게 된다.

신용평가기관과 관련된 문화도 중요하다. 무디스는 100년 동안 신용평가를 해왔다. 문화적 측면에서 엄밀하게 보면, 신용평가기관은 사실 앵글로-색슨(Anglo-Saxon) 문화의 산물이다. 이는 공시의 문화이다. 또한 의사표시의 자유와 표현의 자유에 관한 문화로서 미국 수정헌법 제1조의 권리이기도 하다.

무디스가 기업신용평가 건으로 소송 중에 있지만 항상 승소하였다. 우리는 수정

헌법 제1조를 행사하고 있는 것이며 의사표시는 우리의 자유이다. 만일 지역 신용평가기관이 생겨서 시장의 신망을 얻기를 바란다면 자신만의 특징이 있어야 한다. 관용을 베풀어서는 안 되며 자신의 의사를 표현할 자유가 반드시 있어야 한다.

신용평가 자체는 의사표시이지 채권발행자가 돈을 벌기 위한 면허증이 아니다. 채권자를 위한 면허증을 원한다면 신용평가기관은 필요 없다. 정부기관에서 면허증을 발급하면 된다.

무디스는 아주 중앙집중화되어 있다. 무디스가 100개국에 대한 신용평가를 하지만 그중 일부는 그다지 역동적이지도 채권발행이 빈번하지도 않다. 모든 신용평가는 평가위원회에서 이루어지는 것이 무디스의 기본원칙이다. 위원회의 수는 지난 몇 년간 약 12개로 늘어났다. 두 개의 큰 센터가 뉴욕에 있고 런던에도 분석가들이 상주한다.

무디스는 이러한 일을 하기 때문에 모든 국가와 지역에 대한 분석가들을 보유하고 있다. 이 분석가들은 자신의 의견을 제시하며 선임분석가가 작성한 권고안을 평가한다. 이와 같은 방식을 통해 무디스는 평가의 일관성을 얻고자 하는 것이다.

무디스의 신용평가에는 일관성이 없는가? 이는 오늘 강연 전체내용에 거슬리는 것이다. 무디스는 신용평가를 통계적으로 사정할 객관적 자료들을 가지고 있다. 객관적 자료들(이는 세계은행이 제공하는 재정지표, 대외지표, 관리지표들이다)을 사용해 보면 무디스의 신용평가에 대한 r^2 가 90%이상으로 나타난다. 따라서 무디스의 신용평가는 적정성이 높고 매우 일관성이 있다. 물론 일부 어긋나는 부분도 있지만 이는 모든 시스템에서 있는 일이다.

통계적 사례에서 뿐만이 아니다. 사실임을 내용으로 하는 많은 판단자료들이 있다. 무디스는 이 두 가지 접근방식으로 균형을 맞춘다. 즉 객관적인 기본사항들을 살펴본 다음 우리의 경험을 이용해 이러한 기본 사항들이 앞으로 어떻게 작용할 것 인지를 평가하는 것이다.

[질문] 지난 주 파이낸셜 타임즈(Financial Times)와 월스트리트 저널(Wall Street Journal)에 중요한 기사가 게재되었는데, 이른바 한국 내 외국인투자자들에 대한 '가혹한' 규제에 관한 것이었다. 귀하는 이러한 규제를 어떻게 생각하는가? 실제로

이러한 규제가 실시될 경우 한국의 신용등급에 영향을 미치겠는가?

[답 변] 한국의 '5% 룰(한국 기업에 대한 외국인투자자의 취득지분이 5%가 넘을 경우 보고하도록 하는 제도)' 과는 관계없이 미국에도 '5% 룰' 이 있다는 말로 시작하겠다. 본인이 보고서 서식을 본 적이 있는데, 미국의 '5% 룰' 은 아주 간단명료하여 성명 과 주소, 전화번호 등을 밝히는 것이 전부이다. 한국의 경우에 더 많은 항목이 있는지 모르겠으나 이 부분은 넘어가도록 하자.

하지만 주목받고 있는 부분은 스탠다드 차터드(Standard Chartered)가 제일은행 을, 씨티그룹(Citigroup)이 한미은행을, 그리고 론스타(Lonestar)가 외환은행을 인 수하여, 현재 은행자산의 20%가 외국인 소유 및 관리 하에 있다는 것이다. 1996년 으로 되돌아가 보면 한국에서 이러한 현상이 나타나리라는 것을 상상도 못했을 것 이다. '5% 룰' 에 관한 소동은 한국 정부가 1997년도에 봉쇄보다는 자유화라는 아 주 좋은 정책을 채택했음을 반영하는 것이다. 자유화로 인해 한국은 많은 외자를 유치했으며, 이러한 것이 금융위기의 거시경제적 충격에 대한 완충작용을 했다. 이 는 아주 바람직한 발전이다.

본인은 한국이 여전히 개방된 경제를 유지할 것으로 생각한다. 그리되면 한국은 외부투자자들의 유입으로 인한 혜택을 보게 된다. 물론 외국인직접투자가 보다 안정적일 것이다. 한국 주식시장의 외국인 참여도에 대해 본인은 앞서와 같은 지분소 유가 약 40~44%인 것으로 알고 있으며, 외국인주주들은 한국인들보다 주식거래 빈 도가 낮아서 훨씬 안정적이다. 외국인 소유지분은 지역시장 내에서 안정적인 영향 력을 갖고 있다.

결론적으로 말하면 각국은 정치적 입장과 변화의 주기가 있다는 것이다. 가장 가 까운 과거인 1990년대에 많은 외국인 투자를 받아들였던 몇몇 국가들은 이제 더 이 상 외국인 투자를 많이 받아들이지 않는다. 한국이 어떨지에 대해서는 본인으로서 도 아직 모르겠다.

지금 이 한국에게는 매우 어려운 시기인 것으로 생각된다. 한국경제 내에 국제적 으로 이처럼 많이 개입된 적이 없기 때문이다. 결국 이것이 한국에게는 매우 긍정 적으로 작용하고 있다. 무디스의 금융분석가들은 이러한 것, 특히 대형 외국은행들 이 금융부문에 대한 촉매역할을 함으로써 금융시스템을 강화시키는 데에 플러스적

인 작용을 하고 있는 것으로 보고 있다. 몇몇 외국인들이 특정은행에 대한 지분만 대량 보유할 뿐 그 은행을 관리할 수 없는 경우보다는 이 경우가 훨씬 중요하다.

금융업계의 외국인 지분율이 한국보다 더 높은 나라들이 여럿 있다. 멕시코의 금융위기도 주로 외국은행들이 진입하여 멕시코의 은행들을 구제함으로써 해결되었는데 이는 납세자들에게 좋은 일이다. 외국은행들이 완벽하지는 않지만 일반적으로 자국은행들보다 더 효율적이다. 따라서 위기발생 위험이 더 낮고, 납세자들의 돈이 은행부문의 긴급구제를 위해 사용될 위험이 줄어든다. 이와 같은 것이 유리한 점이다.

[질 문] 그동안 신용평가기관들은 죽음의 사자였다. 한 국가의 경제가 혼란스러울 경우 신용평가기관들은 그 국가가 휘청거리고 있다고 선언하기 때문이다. 귀하는 경제가 휘청거리는 국가에 대해 한 번이라도 밝은 예측을 내놓은 적이 있는가?

둘째, 정치적인 측면에서 볼 때 귀 신용평가기관과 미국 정부 간의 독립성은 어느 정도인가?

[답 변] 귀하는 우리와 백악관 사이에 직통전화 있어서 백악관이 우리에게 어느 나라에게는 등급을 주지 말라고 지시하는 것으로 생각하는 것 같다. 귀하는 먼저 미국이라는 나라를 이해할 필요가 있다. 만일 우리가 전반적으로 워싱턴의 정치인과 관료들에 의해 통제받는다면 금융시장은 작동하지 않을 것이다.

아시아 금융위기 중에도 많은 언론인들로부터 이와 같은 질문이 많았다. 만일 미국 재무장관이 무디스의 신용평가에 영향력을 행사하려 한다는 것을 입증할만한 주장이 있었다면 우리는 완전히 신용을 잃었을 것이다. 설사 그런 일이 있었다 하더라도 우리는 그와 같은 말을 들을 수가 없었을 것이다. 앞서 말했듯이 신용평가기관의 한 가지 기본원칙은 관용이 없다는 것이다. 신용평가기관이 신용등급을 결정하는 것은 신용등급이 채권의 가치와 그 채권이 갖는 채권발행인의 만기상환능력에 대한 효과를 평가하는 것이기 때문이며, 이는 채권발행인이나 나아가 시장에 미치는 결과와 무관하다. 우리는 이러한 점을 충분히 인식하고 있으며 이러한 것이 고통을 가져다준다는 것도 안다. 무디스의 신용평가가 본질적으로 더욱 장기적이기를 바라는 것은 바로 이러한 이유 때문이다.

아르헨티나에 대한 우리의 신용평가는 성공적이었던 것 같다. 우리는 아르헨티나를 항상 B등급의 최하위로 유지시켰으며 심지어 경제사정이 좋아보였던 1990년대 초에도 그랬다. 브라질의 경우도 높은 부채수준으로 인해 아주 낮은 등급으로 유지시켰다. 하지만 브라질이 디폴트 상태는 아니다.

국가신용등급이 기업신용등급과의 관계에서 어떤 역할을 하는지를 통계적으로 분석하는 디폴트에 관한 연례연구에서, 우리는 투자부적격등급 국가의 디폴트 발생 예상치(〈그림 1〉)가 기업 디폴트 발생률과 분명히 일치함을 알아냈다.

이는 Ba3 그룹이나 B1 그룹 국가들이 보험통계적 의미에서 특정한 방식으로 기업 디폴트에 영향을 미칠 것으로 생각된다는 말이다. 물론 개별적인 예외가 있을 수 있지만 그룹으로서 볼 때 그 국가들은 특정 방식으로 기업에 영향을 주어 5년 동안 아마 14~20%의 디폴트가 발생할 것이다. 실제로 이는 몇 년 동안 꾸준히 그래왔다. 우리는 이 연구를 오랫동안 해왔으며 이에 관한 보고서가 매년 출간되고 있다. 신용평가는 예언적 가치가 분명히 있다고 생각된다. 물론 적절한 평가를 내리지 못한 불명예스러운 경우도 있지만, 아주 많은 대다수의 경우 신용평가는 높은 예언적 가치를 갖는다.

[질문] 귀하는 무디스의 신용평가 시에 고려되는 여러 가지 지표 및 요소들을 제시해 주었다. 그렇다면 무디스는 이러한 요소에 동일한 비중을 두는지, 또는 다른 비중을 두는지 알고 싶다.

둘째, 무디스의 신용평가에는 가상의 요소도 고려대상이 되는가? 예를 들어 치앙마이 이니셔티브(Chiang Mai Initiative) 하에서 일종의 금융개편이 발생할 경우 국가신용등급에 영향을 미치겠는가? 또 NAFTA(북미자유무역지대)의 멕시코는 어떠한가? 이와 같은 안전망에는 수치상으로는 규명되기 어려운 가상의 변수들이 있을 것이다.

[답변] 무디스의 신용평가 모델에서 우리는 실제로 여러 가지 다른 지표들을 많이 살펴 보았다. 이 부분에 관한 모든 학술보고서 상으로는, 앞서 언급된 변수들로 계산식을 한정시킬 경우 가장 높은 수치의 r^2 가 도출되는 것으로 나타났다. 무디스가 신용평가의 일관성 분석을 이러한 변수들로 제한하는 것은 바로 이 때문이다. 우리 팀에 이와 같은 모델링을 좋아하는 사람이 있어서 이를 규명하기 위해 항상 애쓰고

있지만, 본인 생각에는 그가 아직 앞서의 모델만큼 간단명료한 모델을 찾아내지 못한 것 같다.

두 번째 질문과 관련해서는 신용등급을 향상시키는 지역적 요인들이 존재한다. NAFTA의 멕시코가 하나의 사례이다. 멕시코는 NAFTA에 가입함으로써 여러 가지 제도가 개선된 상태인 것으로 생각되며, 그로 인해 막대한 투자도 유입되고 있다.

이는 유럽연합과 새로 이에 가입한 나라도 마찬가지이다. 동유럽국가 다수의 신용등급은 3~5년 전의 한국과 유사한 모습이다. 그러나 지금은 유럽연합 가입으로 인해 이들의 신용등급이 더 높아졌다. 이들 국가가 유럽통화동맹에 가입할 경우, 이들의 외환등급은 모든 유럽통화동맹 국가들과 마찬가지로 Aaa가 될 것이다. 이는 유럽통화동맹의 모라토리엄 위험이 아주 낮기 때문이다.

반면에 비록 유로화 표시 채무일지라도 채무비율이 높은 국가, 예를 들어 벨기에와 이탈리아와 같은 나라가 반드시 Aaa 등급을 받는 것은 아니다. 이들 국가는 Aaa 보다 낮은 Aa2 정도가 되지 않을까 한다.

[질문] 앞에 나왔던 것과 비슷한 질문이다. 본인은 미국 내에 북한 문제와 관련한 일종의 한계선이 존재하는 것으로 알고 있다. 귀하나 미국은 북한이 한계선에 다다랐다고 생각하는가 아니면 한계선을 넘었다고 생각하는가?

[답변] 무디스가 A3라는 안정적인 전망을 내놓은 것은 북한의 현상유지를 반영한 것이다. 분쟁 가능성은 매우 낮다. 붕괴 가능성 역시 낮지만 크게 낮은 것은 아니다. 사실 붕괴 가능성에 대해서는 한국과 중국의 대북지원이 하나의 기능을 한다.

타당성이 있는 것으로 보이는 여타 경제학자들의 평가나 추측에 의하면, 현상유지를 지속시키는 것만이 북한 정권을 위해 필요한 것은 아니라는 것이다. 우리가 우려하는 것은 북한의 핵무기프로그램이 오랫동안 큰 장애가 되고 있다는 점이다. 한국, 미국, 중국, 일본, 러시아 등 5개국은 한반도 내 핵무기를 용인하지 않겠다는 입장을 밝힌 상태이다. 만일 이들이 자신의 성명에 대해 심각하게 생각하여 입장을 바꾸지 않을 경우, 그리고 북한이 6자회담 거부방침을 바꾸지 않을 경우 앞으로 상황이 어떻게 전개되느냐에 따라 많은 불확실성이 존재한다.

2003년으로 되돌아 가보면, 북한이 우라늄을 기반으로 한 2단계 핵무기프로그램

으로 인해 비난을 받은 후와 IAEA를 탈퇴한 후에는 ‘한계선’을 찾아보기가 매우 어려웠다. 클린턴 행정부와 부시의 행정부의 한계선이 같지 않다는 점은 분명하다. 클린턴 행정부의 한계선은 플루토늄 핵재처리에 관한 것이었다. 즉 모든 사람이 매달려 ‘북·미 기본합의서’를 어떻게 살려나가느냐 하는 것으로, 플루토늄 재처리를 중단시키거나 최소한 동결시키기 위한 것이었다.

하지만 본인이 아는 바로는, 부시 행정부의 ‘한계선’은 분명하지 않은 상태이다. 우리가 아는 것은 단순히 플루토늄 재처리과정은 분명 아니라는 점이다. 이는 북한도 그렇게 말했다. 2001년 이후 근본적으로 변화한 미국 대외정책으로 볼 때 북한이 핵무기를 확산시킨다는, 특히 핵물질이 ‘테러지원세력’에게 넘겨진다는 움직일 수 없는 증거가 있을 경우가 ‘한계선’이 될 가능성이 있다는 것이 타당성 있는 가정이다. 이러한 것조차도 ‘한계선’이 될 것인지 본인으로서 알 수 없지만 무디스에 대한 정보는 될 것이다. 이처럼 모든 것이 불충분하기 때문에 ‘한계선’이 있는지는 분명치 않다.

현재 모든 사람들이 이 문제를 해결하기 위해 노력하고 있으며 협상을 통해 해결될 수 있다는 희망을 버리지 않고 있다. 무디스가 안정적인 전망을 내놓는 것으로 이러한 점 때문이다.

[질문] 개인적으로 귀하는 특히 한국의 경우 국가 대외정책 및 국내정책에 아주 민감한 편인가? 한·미관계 및 미국 정부와 관계된 한국 정책에 대해 말들이 많은데, 한·미관계의 현 상황에 대해 우려하는 사람들도 있다. 무디스는 특히 미국과의 관계에 있어서 한국의 대외정책에 대해 민감한 편인가?

이러한 관점에서, 무디스는 미국 대외정책 및 현재의 한·미관계에 대한 미국의 평가에 아주 민감해야 할 것으로 생각된다. 미국은 세계적으로 중요한 나라이며 한국에게는 특히 그러하다. 본인은 한국에 대한 신용평가와 관련하여 이러한 점, 즉 한·미관계에 대한 부분이 몹시 궁금하다.

국내 정치상황은 또 다른 문제이다. 현재 무디스는 평가항목에 정부효율성 부분을 포함시키고 있으며 이 부분을 평가할 때 야당과 각 지방의 정치상황도 고려할 것으로 생각된다. 따라서 정치상황이 안 좋을 경우 이러한 점이 정부효율성 부분에 반영되어야 마땅할 것이다. 귀하는 한국의 정치상황이 한국 신용등급에 플러스적

인 요소로 보는가 아니면 마이너스적인 요소로 보는가?

[답 변] 미국과 동맹관계를 맺지 않고서도 높은 신용등급을 가진 나라들은 많이 있다. 무디스는 대외정책이 경제적 기본요소와 투자환경에 어떤 영향을 미치는지 평가하기 위한 노력을 하고 있다. 채권자에 대한 한국의 상환능력을 무디스가 평가하는데 대외정책이 어떤 영향을 미치게 되는 경우는 이러한 관점에서 뿐이다.

무디스로서는 정부효율성이 중요하다. 무디스는 이를 통해 각국 정부가 재정상태를 명확하게 나타낼 수 있는지, 또 정부의 공공지출 프로그램이 건전한지를 알게 된다. 이는 정치시스템이 아주 효율적으로 기능할 경우에만 나타난다.

필리핀과 같은 나라는 마비상태인 것처럼 보인다. 필리핀 정부가 자체프로그램을 수행하기란 거의 어려우며 많은 정치적 저항을 겪고 있다. 최근 무디스가 필리핀의 신용등급을 하향조정한 이유 중 하나가 바로 이 점 때문이다. 본인은 지금 현재 한국에서 이와 같은 현상이 나타나고 있다고 보지 않는다. 국내정치적 움직임이 재정 성과에 영향을 미친다거나 미칠 수 있다고 생각되면 이러한 것들은 신용등급에 영향을 미치게 될 것이다. 하지만 그렇지 않다면 걱정할 일이 없다. 일상적인 정치내분이나 대립은 있을 수 있으며 미국 의회에서 이와 같은 현상이 나타난다. 그렇지만 정부의 재정효율성 전반에 대해 마이너스적인 결과가 가져오지 않는다면 국내 정치상황이 무디스의 신용평가에 영향을 미치지 않는다.

[질 문] 강연 중 귀하는 1997년도의 한국 자본시장 개방이 훌륭한 일이었다고 언급했다. 파이낸셜 타임즈의 최근 기사와 관련하여 '5% 룰'에 대한 귀하의 의견을 분명히 해주면 좋겠다. '5% 룰'은 좋은 것인가 나쁜 것인가?

둘째, 현재 외국인 이사와 관련한 금융감독 당국의 가이드라인(guideline)에 대한 귀하의 견해를 듣고 싶다. 귀하가 볼 때 이 가이드라인이 좋은 것인가 나쁜 것인가?

셋째, 한국이 동북아시아의 금융중심지가 될 가능성이 있는가?

[답 변] 금융중심지라는 아이디어가 느닷없이 새롭게 나타나고 있다. 이는 한동안 본인이 그리 많이 듣지 못한 내용이다. 단지 외국인을 위해 한국이 동북아 금융중심지나 경제지역을 이룬다는 것은 시대착오적인 것이다. 북한에게는 이것이 아주 훌륭한

일이 될 수도 있겠다. 한국이 북한과 공동으로 이러한 것을 이루어서 북한이 외국인 투자를 용인할 수 있다면 북한 시장은 더 많이 개방될 것이기 때문이다. 그렇지만 한국의 경우, 이는 일찍이 중국에서 사용되었고 이곳 한국에서도 사용되었던 모델이다.

중부 유럽에서 분명하게 나타난 바와 같이 이 모델을 발전시키는 길은 전국적으로, 그리고 모든 사람에게 대해 이러한 역할의 무대를 고르게 만드는 것이다. 아일랜드의 경우가 그러했다. 한국은 낮은 세율을 바탕으로 하는 외국인 직접투자가 전국적으로 유입되도록 허용해야 하고, 한국경제 내의 내국인 및 외국인 투자자 모두에게 적용되는 인센티브와 인프라를 이루어야 한다. 이를 단지 일개 그룹의 기업들에 한정하도록 해서는 큰 진척을 보기 어려우며, 그렇다 하더라도 신용등급에 중대한 영향을 미치지 않는다는 것이다. 그러나 이 부분에서 다른 선진경제들이 취하고 있는 접근방식을 채택할 경우 한국의 미래는 보다 안정적으로 번영을 이루게 될 것이다.

‘5% 룰’ 과 지분에 의한 기업지배가 직접적인 국가신용평가의 문제는 아니다. 본인은 이와 관련해서 할 말이 별로 없다. 이 문제, 특히 ‘5% 룰’ 은 한국경제 내로의 유입에 영향을 미칠 경우에만 효력이 있을 뿐이다. 따라서 이를 상쇄하는 다른 유입이 있을 경우에는 이와 같은 것들이 무디스의 신용평가에 아무런 영향을 미치지 못할 수도 있다.

무디스 국가신용평가팀의 평가방식은 이러한 규정들이 한국경제의 대외부채, 수지균형 및 재정 실적과 어떻게 조화를 이루는가 하는 것이다. 우선 보기에 이 문제는 국가신용평가 요소와 직접적인 관계가 없고, 기업신용분석과 더 큰 관계가 있는 것 같다. 즉 ‘5% 룰’ 이나 외국인 이사 수 제한 규정이 무디스의 국가신용분석에 직접적인 영향을 미치지 않는다는 말이다. 따라서 이 규정들이 한국의 신용가치에 근본적으로 미치는 영향은 없다.

Moody's Perspective on Korea's Ratings*

Thomas Byrne

I will start by telling you what a credit rating is, at least from Moody's perspective. Then I will lead into how we assess Korea relative to other sovereigns that we rate.

Moody's sovereign ratings are an assessment of the willingness and ability of a government to repay financial obligations on a timely basis. Moody's currently has an A3 rating on bonds and notes issued or guaranteed by the government of Korea, on both foreign currency and local currency obligations.

This rating is relatively high in Moody's scale, suggesting only a remote likelihood of default within the next five years or even longer. Figure #1 shows that if you look at the five-year horizon for any country or corporation—any bond we have rated at the A level—we would expect five years in the future from now that less than 1% will have defaulted. It's actually something like 0.5% or 0.6%. For AAs it's slightly lower. For AAAs, it's even lower than that.

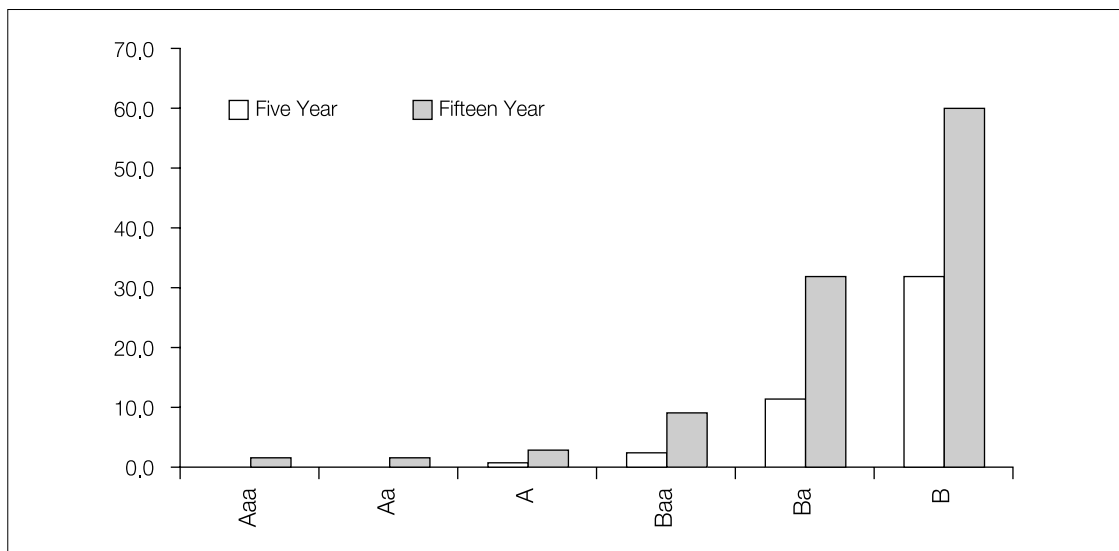
You can see the non-linear nature of our default scale. When you get into the speculative ranges of BA and B, the probability of default is much higher. We also have C ratings. C means either a bond is in default or that a default is imminent and the probabilities are much higher than even at the B level. So you can see with all the As, we don't expect a default from Korea over the next five years.

Concerning the 1997 financial crisis, it was also a tough time for the ratings agencies. Our predictions and models were in doubt. We're very glad Korea chose to go the IMF route rather than a moratorium, because at that time we also had an

* A transcription of the speech given at the Institute for Global Economics' Distinguished Lecture Forum on Tuesday, April 12, 2005.

A rating on Korea. We would have been completely wrong if Korea had declared a moratorium. But we were factoring in IMF support, as we did with the Thai rescue program that preceded the Korean one. We also have a stable outlook on Korea's rating. This reflects not only economic and fiscal prospects, but also potential geopolitical risks.

〈Figure #1〉 Moody's Default Rates(% , 1970-2002)



Ratings should be forward-looking and accurate. Moody's is doing its job well if lower rated bonds default a lot more frequently than higher rated bonds. If transitions to lower or higher ratings are gradual and not too precipitous, to move at two notches at a time is fine. If investment grade bonds do not default within at least one year of having been rated investment grade, we call that the "one year ahead" criteria.

Sovereign bond defaults are rare events compared with corporate bond defaults. From the mid-1980s, when Moody's Sovereign Risk Unit was established, until 1998 there was not a single sovereign bond default, either in foreign or local currency. Russia was the first, followed by the Ukraine, Moldova, Pakistan and several Latin American countries, with Argentina being the biggest and most classical.

No eastern Asian sovereign has defaulted on its bonds as of today, not even during the 1997 Asian “crisis”, but plenty of eastern Asian corporations have defaulted on both local currency and foreign currency bonds. The infrequency of sovereign default is mostly because of the small sample size. Moody’s rates only about 100 sovereign governments, but thousands of corporations globally.

Another reason for the infrequency is that sovereigns have had extraordinary means of support in the past that help prevent bond defaults. There are bailouts from governments, as in the case with Mexico from the US government in 1994, as well as emergency support programs from the IMF, World Bank and regional development banks. Sometimes these programs are attached to Paris Club restructurings of government-to-government debt as well. Indonesia got the full package in 1997. Korea and Thailand used the emergency funds from the international financial institutions.

This helped provide enough liquidity to prevent a bond default. However, in the future the rules will be different. The Paris Club now requires private creditors to be bailed in. Private creditors, including bond creditors, now have to share any loss that the governments may face and share in the restructuring. This type of support is no longer available. We take this into consideration. It’s actually now a negative factor, we think, if a country has to go to the Paris Club. In the past, during 1997, when a country had to go to the IMF and/ or the Paris Club, it was a positive factor in our credit assessment.

Moody’s has identified a handful of objective indicators that explain with a high degree of statistical accuracy its relative sovereign ratings: why one country is rated higher than another. Real GDP growth over a certain period of time is important. We measure this as the ratio of external debt to balance of payments current account receipts. The government debt to GDP ratio is also important. The ratio of government revenues to government debt is a third objective indicator. Finally, we use governance indicators which we get from the World Bank. This is a fiscal effectiveness indicator.

These, however, are not default predictors in a strict statistical sense. Nevertheless, we use them to help guide us on our ratings to help us see whether, in a relative sense, they are correct.

Another indicator we have found very useful in this regard—more in the regard of default analysis—is something we call the external vulnerability indicator. It is the ratio of residual short-term maturity debt to official foreign exchange reserves.

During the 1997 Asian financial “crisis”, those countries with high external vulnerability indicators suffered greater exchange rate and macroeconomic shocks than those with lower external vulnerability indicators. For example, at the end of 1996, Korea’s external vulnerability indicator was almost three, while that of the Philippines was much closer to one. Korea is intrinsically a much more dynamic economy, but its high external debt left it vulnerable to certain types of shocks.

That’s why we say our ratings are an assessment of default probabilities. Our ratings are not a beauty contest. We do not take various factors, put arbitrary coefficients to them, and come out with some sort of mathematical rating that doesn’t reflect credit fundamentals.

Korea’s external payments position provides strong support for its A3 rating. The 1997 “crisis”-induced appreciation shifted relative prices in Korea to favor investment and export production over consumption and imports. This ultimately contributes to the massive accumulation of foreign exchange reserves that Korea now has. Dynamic export performance, liberalization that has attracted large equity inflows and the containment of external debt all help to position Korea very favourably among its peers in this particular indicator.

Korea’s external debt to current account receipt ratio—table #1 shows just the figures from year 2000 and 2005, to give you two snapshots—is now above the median of the highly-rated countries. That means, countries other than the advanced economies in the EU as well as the US. These countries have ratings between AA3 and A3. Korea is now above that median, in a stronger position.

In table #1, I chose one representative country which I think has some special features of interest to Korea, the Czech Republic. As you can see, the Czech Republic has a somewhat higher rating. It's in the A category, somewhat higher than Korea.

The Czech Republic has fundamental good macroeconomic performance. That's one reason why it's A1. It also has a strong external payments position. Its ratios are slightly better than Korea's in this regard, mainly because of the lower external debt in the Czech Republic. But the Czech Republic, like other central European countries, has received a ratings boost because of its entry into the European Union. Poland and Hungary do not have a great difference in fundamentals with Korea. But we think the institutional factors—being a member of the EU and a prospective member of the European monetary union—provide a lot of discipline to the country.

〈Table #1〉 External Debt/CA Receipts

		2000	2005
Czech Rep	A1	56.5	42.7
Korea	A3	69.7	52.5
Mexico	Baa2	81.7	69.5
Median	Aa1-A3	58.1	66.7
Median	Baa1-Baa3	87.3	69.5
Median	Ba1-Ba3	126.8	92.9

It also offers a big enhancement for trade and investment flows. The Czech Republic is actually very interesting in that regard. Now in the Czech Republic, foreign-owned firms provide one third (33%) of industrial employment, one half (50%) of industrial output, and more than two thirds (66%) of industrial exports. If South Korea were in the European Union today, it would probably be rated higher than its current A3.

From a credit perspective, Korea's very large official foreign exchange holdings

also provide a considerable cushion against external economic or market shocks, as well as against future contingencies that could arise from North Korea.

The best example of the way in which a country can benefit from large foreign exchange reserves is a crisis that no one has heard about. This happened in China in 1998. The central government refused to honor what seemed to be guarantees on the largest investment and trust corporation in China, in Guangdong Province, the Guangdong International Trust & Investment Corporation (GITIC).

GITIC defaulted on its bonds and its credits, many of which were held by and owed to foreign banks. Foreign banks responded by cutting their credit lines, not only to the other “-ITICs” but to China in general over the next couple of years. Despite the massive outflow of cross-border credits, China’s very high foreign exchange reserves provided a buffer. There were no evident shocks on the exchange rate or on the output of the economy. China weathered the transition very well. It was actually a good lesson. To creditors it showed there was no “blank check” in terms of moral hazard that the central authorities in Beijing were willing to tolerate.

Other factors we look at—the objective indicators, in table #2 and #3—introduce a degree of uncertainty in the strength of Korea’s rating that is not seen in Korea’s external payments position, which is very strong (table #1). Korea’s fiscal position is not quite as strong as its external payments position, but is currently consistent with its rating peers, both the medians for the AA1 and A3 and also with those countries bunched around it. Again, I use the Czech Republic to show the way in which it’s now basically the same as Korea. In the past, it was slightly better. The Czech Republic seems to be catching the European disease of fiscal problems now that it’s part of the European Union.

Two of the key fiscal indicators we focus on are: the ratio of government debt to GDP, as shown in table #2; and the ratio of government debt to government revenues, as shown in table #3.

〈Table #2〉 Gen Gov Debt/GDP

		2000	2005
Czech Rep	A1	15,5	28,0
Korea (A)	A3	20,4	25,5
Korea (B)	A3	35,4	36,7
Mexico	Baa2	24,8	26,0
Median	Aa1-A3	23,7	24,8
Median	Baa1-Baa3	36,7	34,1
Median	Ba1-Ba3	45,0	54,3

(A) General Government Debt

(B) General Government + Guaranteed Debt

〈Table #3〉 Gen Gov Debt/Gen Gov Revenues

		2000	2005
Czech Rep	A1	42,5	64,5
Korea	A3	82,0	105,6
Mexico	Baa2	130,1	127,4
Median	Aa1-A3	73,4	72,1
Median	Baa1-Baa3	146,7	118,8
Median	Ba1-Ba3	178,3	213,1

In the above analysis, it's important to distinguish between advanced economies and every other economy, both those that are truly emerging market economies and those, like Korea, which are probably more like an advanced economy than an emerging market economy. Advanced economy governments and their deep capital markets allow them to sustain much higher debt levels than countries such as Korea. The US, Germany and France all have general government debt to GDP ratios of about 60%.

We don't think this causes any concern for the ratings. The ratings for all those countries' governments are AAA. In contrast, Argentina had a debt to GDP ratio

in the range of only 30% or 40% on the eve of its recent crisis and default. As you can see, the analysis is not simple. You have to look at the institutions and capital markets in which a government issues its bonds.

Nevertheless, economic and financial considerations we take into account suggest that Korea's fiscal position will probably be sustainable over the long run. The government has more or less run a balanced budget over the past several years. It has limited its issuances of direct debt.

However, taking into account contingent liabilities, Korea's fiscal position is not quite as favorable. That's the "Korea (B)" line in table #2. "Korea (A)" is just the direct debt of the government. "Korea (B)" includes its guaranteed obligations, which, according to IMF classifications, is not strictly speaking general government debt.

These guaranteed obligations mainly arise from support given to the financial sector at the time of the crisis. Korea's debt burden is about 15 percentage points of GDP higher. This is, again, not alarming and, again, consistent with Korea's rating, but not quite as strong if Korea had not gone through the financial crisis.

Although the cost of the financial crisis is being effectively dealt with, there may be other contingencies out in the system, most likely in state-owned enterprises. We rate most of the state-owned enterprises in Korea. Some of the ratings are published. Some aren't. We have a fairly good idea of their level of debt. It doesn't seem to be too alarming. It's maybe somewhere about 5% or 10% of GDP, which is not that big.

However, there are probably other contingent liabilities in the small- and medium-sized enterprise (SME) sector. The IMF estimates the Korean government guarantees somewhere around the order of 6% or 7% of GDP for such SMEs. This is certainly higher than the guarantees in Taiwan, which also has similar problems. The guarantees in Taiwan are much, much lower. These are contingencies we take into account in our analysis, but we don't find them too alarming. The big

uncertainty is really the future fiscal contingencies from North Korea, depending on what happens with North Korea in the future.

The other indicator—the general government debt to general government revenue ratio, as shown in table #3—shows that, again, in contrast to the still-improving external payments position, Korea’s fiscal position is still adjusting to the 1997 crisis. It is more or less stable, but not improving sharply like the external payments position. Again, by this indicator, Korea is more or less in line with its rating peers, but not in a clearly stronger position.

Uncertainties arising from North Korea present the widest range of potential risks, but our assessment is that these are low currently. The most benign scenario would be a negotiated resolution of the impasse over the North’s nuclear weapons, accompanied with a domestic political shift in which Pyongyang abandons the *juche* policy. This would not only eliminate the risk of conflict on the peninsula, but also improve economic prospects for the North while reducing economic and fiscal contingencies on the South.

〈Table #4〉 Korea Macro Indicators

	2000	2005
Real GDP Growth	7.1	4.0
Inflation (% chg Dec/Dec)	3.7	4.0
Openness Ratio	57.1	64.9
Official FX Reserves (US\$ Bil.)	121.4	218.0
External Vulnerability Indicator*	53.3	39.6

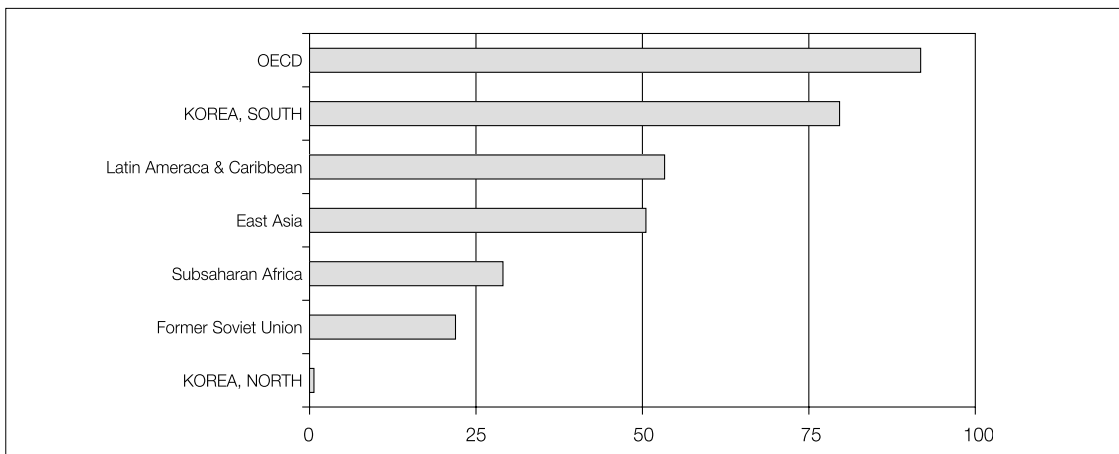
* (Short-Term Debt + Currently Maturing Long-Term Debt + Nonresident LT Deposits)/Official Foreign Exchange Reserves

One consideration we keep in mind is that propping up the Kim Jeongil government, or at least the Kim Jeongil government’s policies, introduces structural obstacles to turning around the DPRK’s economy. These are reflected mainly by governance indicators. We use the World Bank’s indicators for structural impediments. Not only North Korea, but all countries with governance

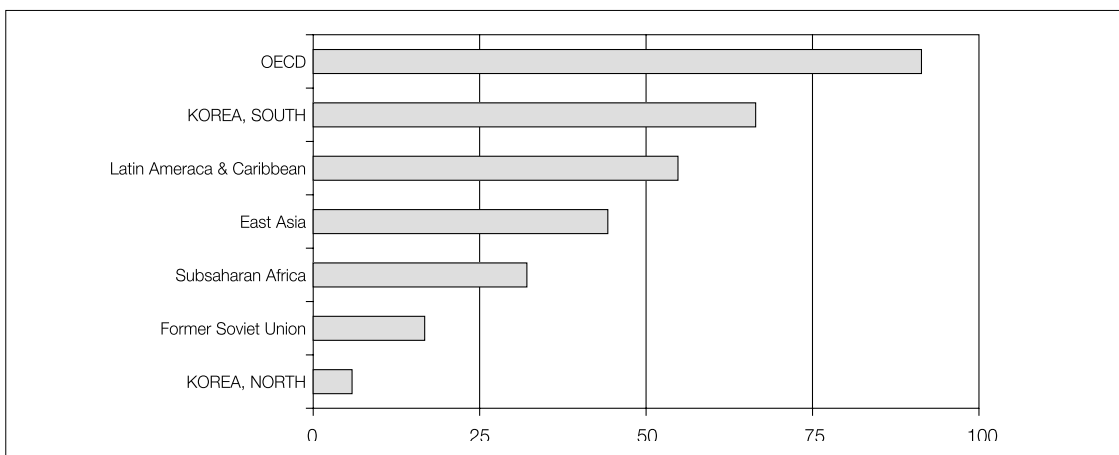
problems face these impediments. The governance effectiveness index is actually one of our inputs into our rating consistency model.

In figure #2, I show regional averages as well as South Korea's and North Korea's score on this scale. The World Bank governance indicators are based on surveys and polls taken by agencies and institutions outside the World Bank. In this case, the governance effectiveness indicator measures fiscal transparency, tax policy, tax administration and public sector expenditure management, as well as some other parameters. North Korea is the lowest rated country in this indicator, all the way at the bottom.

〈Figure #2〉 Government Effectiveness (World Bank 2002)



〈Figure #3〉 Control of Corruption (World Bank 2002)



The World Bank publishes another indicator, the control of corruption, as shown in figure #3. It seems to be correlated with the governance effectiveness indicator. We see only a small handful of countries as low as the DPRK. These countries in 2001-2002 that had as low assessments on the control of corruption as North Korea were Saddam Hussein's Iraq, Taliban Afghanistan and Nigeria.

One of the implications of this is that the efficient use of humanitarian aid and other assistance to the DPRK is probably not being used in the most efficient way possible. It will probably not help North Korea, or North Korea will properly not use it to, develop itself and develop away from aid-reliance.

Although the possibilities of a collapse of the DPRK or conflict are worst-case scenarios, we think those are remote, at present. Conflict, not collapse, would have the greatest potential negative consequence from a ratings' perspective. An implosive collapse would lead to the contrary. Both North Korea's and Seoul's infrastructure would be intact, it would probably not be associated with massive additional military expenditure, and so therefore the effect on the rating may not be great. In table #5, I put "medium" as the likelihood of collapse. Certainly, it could be higher or lower.

〈Table #5〉 North Korea Risk Scenarios

	S-T	2005
Status quo	Low	Medium-High
Resolution	Low	Low
Collapse	Medium	Low-Medium
Conflict	High	Medium

When we put a "low" risk, it would have no negative effect on a rating. A "high" risk could have a negative effect. We once had a negative outlook on South Korea's rating at a time of great uncertainty, when North Korea left the International Atomic Energy Agency and right after September 11, 2001. After that, we weren't sure what the US government's policy would be, particularly with its new shift toward a "preemptive" military and foreign policy. We didn't

know how that would play out on the peninsula. Since then, things have stabilized. We changed our outlook on Korea back to “stable”. It’s been “stable” for sometime now.

Looking at the *status quo*—the *status quo* is with potential for ongoing six party talks—it seems to be the case the *status quo* is not tenable over the medium- to long-term, if the five regional powers are serious about demanding that North Korea abandon its nuclear weapons program. If that is the case, the denouement of a non-negotiated resolution scenario, i.e., a collapse of the *status quo*, could very well be either a collapse of the regime or perhaps even conflict. That’s why we say, unless this is resolved in some way or else managed so that it’s acceptable to all five parties, the risks do increase over the long term.

In sum, Moody’s assessment of the economic, financial and geopolitical risks facing Korea is that, while uncertainties lie in the future, the near term constellation of factors supports a stable outlook and a relatively high A3 rating. A comparison of some indicators in 2005 with 2002, when Moody’s last raised Korea’s sovereign ratings, suggests an overall stable trend, with some softer areas offsetting stronger areas.

In 2005, we know there’s a big debate here about the growth rate for Korea. Our view is that whether the Korean economy grows by 4% or by 5%, this will have little bearing on the country’s underlying credit worthiness or credit fundamentals. Much slower growth, however, would or could have negative fiscal effects. Much more rapid growth would put pressure on the balance of payments.

Given the strength of the latter, however, the former scenario—that means, much slower growth—would cause us more concern. But, again, this would not necessarily put significant downward pressure on the rating if a downturn in economic growth were cyclical and temporary and not long term and structural.

The external vulnerability indicator ratio was 53.3% in 2002. This is the improvement we’re noting, in saying that the external payments position of Korea

seems to be getting stronger and stronger over time. It's a very low ratio. There's a lot of cushion to external market and economic shocks in that ratio.

Over the longer term, another important factor in a country's rating is its income level. Moody's finds a strong correlation between high *per capita* income and high credit ratings. If the past is a predictor of the future, Moody's would expect an uninterrupted relatively-rapid rise in Korea's *per capita* income. Demographic factors and also conjecture about long-term productivity growth, however, throw some doubt on whether the Korean economy can maintain its historically rapid pace of income growth.

Nevertheless, even though it is in the nature of a credit analyst to be skeptical, over the long run the potential for the Korean economy probably remains bright if the long-term risks are managed well.

〈Table #6〉 GDP PPP Per Capita(\$)

		2003
Advanced	Aaa	28,095
Korea	A3	17,908
Median	Aa1-A3	13,608
Median	Baa1-Baa3	5,517

Questions & Answers

Q What advice would you give to the Korean government to strengthen its credit rating?

A Strictly speaking, Moody's does not give recommendations. We are not the IMF. Actually, it would be a conflict of interest if we were to give recommendations; it would seem as if we were trying to sell higher credit ratings.

But if you look at these indicators which I outlined above, the area that is not quite as strong as the others is on the fiscal side. If the government continues to absorb and work out the residue from the 1997 financial “crisis”, it could give some positive support to the rating. We never say in advance if it would lead to an upgrade or, conversely, to a downgrade. But the fiscal side is certainly one area that is not quite as strong.

The North Korean uncertainties work their way through that as well, whatever the outcome is with North Korea. We don't see the South Korean government, even though it has a policy of engagement, spending too much of the South Korean taxpayers' money on supporting North Korea. The amount of expenditure is actually very, very small. It's much less than 1% of annual budgetary expenditures. There is other support going to North Korea as well.

So generally speaking, improvement on the fiscal front would be the most important factor to put upward pressure on Korea's rating. By this I really mean public debt.

- Q** When moving from a C rating all the way up to an AAA rating, is there a hierarchy of risk analysis? Does Moody's base its ratings on equity based credit risk, market risk or, especially, country risk, including political and military analysis? To which risks do you give the most weight?

Secondly, in Asian financial analyst circles there is a feeling that Moody's ratings are comparatively more severe than those of the Europeans. Is this true? Is there a reason for this? Is there a home country bias or an EU bias?

- A** We always hope our ratings are accurate and forward looking, but also objective and fair. I don't think there's any bias, even though we do the sovereign ratings out of New York. We are a small group. Most of the sovereign ratings are done out of New York, though we do have a team in Europe now because of the growth in ratings in Europe with the European
-

Monetary Union.

As a check we use, we look over our shoulders to see how others are assessing credit risks. We look at two other indicators. One is the credit default swaps. It's an arcane derivative-like instrument. Credit default swaps imply that the rating for Korea should be BAA1. These exist in the market. These change all the time. But for the past year or so, they've generally been around that level: BAA1. We also look at the yields at bonds we rate. We compare the whole global universe to see how they're moving in unison and what the implied ratings are for bond yields.

We just look at these. They are not active factors in our ratings. But the bond implied yields suggest that the rating for Korea should be A3. In some countries, our credit ratings are either higher or lower than both the credit default swaps or the implied ratings and also the implied ratings for bond yields, sometimes as much as two or three notches.

That's okay. We look at that. We ask ourselves, "Why are we different?" If we're happy with the answer, if we're satisfied with the answer, then we live with a rating that's different than what the market perceives to be the rating. The market takes usually a shorter-term horizon. We try to take a longer-term horizon on our ratings. We would like them to be stable for one or two years or so, if not longer. We have some ratings on sovereigns that have not changed in a long time. For example, Mexico's rating was at BA2 for the longest period of time. Only over the past three years or so have we raised Mexico's rating.

To answer your first question, the risk we measure is whether or not bondholders will get repaid on a timely basis. That's what we're trying to assess. We do take into account country risk. For us that means the risk that, because of some scenario, the government would impose a moratorium. Our assessment back at the time of the 1997 "crisis" took this into account. It started with Thailand. Thailand was much more predictable than Korea.

Korea's "crisis" happened much quicker. We factored in support from the IMF. Therefore, we didn't lower the rating all that much. Sure enough, Korea got enough support from the IMF. That's what we mean by country risk.

Fortunately, most countries do not face geopolitical risk. We have 100 countries rated at Moody's. In Asia, geopolitical risks have been identified as a significant rating factor in the case of Korea, in the case of Taiwan and in the case of China. In fact, when we assign Taiwan's rating backed in the early 1990s, Taiwan was actually doing much better than it's doing today in terms of its fiscal performance, but also its macroeconomic performance, to some extent.

We gave Taiwan an AA3 rating, which is higher. It could have gone even higher, because the government doesn't have any external debt. It never will issue external debt. It has always had very high foreign exchange reserves. It's always had a very strong balance of payments. But we capped it at AA3 because of the cross-strait uncertainties with Mainland China.

We rate Israel. Israel has unique characteristics. We told the Israeli government their rating could possibly be higher if the risks were a bit lower in the Middle East. It should be interesting how the peace process evolves in the post-Arafat era, to see whether this affects ratings.

Those are three countries off the top of my mind with which we certainly explicitly factor in geopolitical risk. We have identified geopolitical risk as a rating concern for us. When wars break out, countries usually resort to capital controls. They have other things to use their resources on, at least for the time being, rather than pay bondholders. Not all countries have done this. Looking at the history of World War I and World War II, capital controls were often, though not always, used.

- How did you rate Malaysia, a country which opposed going to the IMF and instead resorted to selected capital controls? The capital controls have been
-

considered quite effective. What's your assessment of Malaysia in comparison with other countries?

A We lowered Malaysia's rating at that time. In fact, at the time of the Asian financial "crisis" we lowered just about every country's rating, but not every country's. China's rating wasn't lowered, Taiwan's wasn't lowered and, surprisingly, the Philippines' rating wasn't lowered. The Philippines was coming from a period of very good performance under the Ramos Administration.

But we didn't lower Malaysia's rating all that much. It remained investment grade. It remained higher than Korea's rating, or Thailand's rating. The capital controls didn't affect repayments on bonds. There was no default implied in that.

There were selective capital controls temporary for a year on outflows. Actually, those who had their money locked into the stock market did very well. Stock prices rebounded very strongly. That's a point Malaysians always make. Still, market participants are very worried about capital controls. They lose freedom over their money.

Q I have a question with regard to corporate governance. You did talk about government effectiveness and governance at the national level. Korean corporations as a whole substantially changed their corporate governance system after the "crisis", moving closer toward global standards. What if any corporation or country says that it'll stick to its own way of governing corporations, which may be quite different from the global standard. Would Moody's rate those countries negatively or the same? Of course, the shareholders would decide which governance style is good. But how would Moody's react?

You sometimes hear people say that they will stick with their own way of corporate governance rather than follow global standards. I always wonder

how the credit rating agencies would rate this kind of practice.

- A** From a country level perspective, when we look at the creditworthiness of a government, weak governance would have affect it only if there is an implicit guarantee and if the government doesn't allow bankruptcy. If a company mismanages its finances and builds up a lot of debt, it would cause disruptions in the market. If the government then has to go in for support, that would affect creditworthiness. In a very general sense, then, such individual governance styles would factor into our ratings. That's one reason why we use this governance effective indicator, to introduce that element into our rating assessment.

Mostly, what you're talking about takes place at our micro level, with our fundamental analysis of corporations. Moody's has started to explicitly take this into account when it makes ratings. We do this in selective markets because there are different institutions and legal frameworks that even differ even within the advanced economies.

We certainly do this in the US when we make credit ratings on corporations. In fact, one of my friends from graduate school left his job as a bank analyst and is now a corporate governance specialist. We often talk about this.

It is part of our assessment of a corporation's rating. Sometimes, but only rarely, has it had an affect on the rating. When it does, we publish it. Moody's would be concerned by the state of corporate governance in that particular firm.

- Q** In your North Korean analysis or scenarios, you listed four scenarios, both short-term and long-term and then "medium", "high" and "low". Does that mean "high" and "medium" risk or probability?

I don't know how important these North Korean factors are in South Korea's rating, but North Korea is largely beyond control of South Korea.

What can South Korea do to, for example, improve its rating? It can only mainly focus on domestic management or internal management of government debt.

A I'm talking about South Korea's rating. So it's the risk that an event in North Korea, or a sequence of events, could affect South Korea's ability to repay its creditors. When I say that the most benign scenario is a resolution of the nuclear weapons standoff, we could see that any potential negative pressure would be removed from South Korea's rating. When I listed the "high" risk scenario, that is the risk of a conflict, it means it could very well have a risk on our assessment of Korea's ability to repay its creditors in a timely manner.

We actually put a negative outlook on Korea when there was a lot of uncertainty over what would happen back in early 2003. We've already signaled we're concerned about the possibility of implications coming from a conflict and what effect those would have on the rating.

Something in between that is "medium" where it could go either way, but wouldn't necessarily have any negative effect on South Korea's rating. This hasn't happened. This hasn't been discussed in a ratings committee. But a collapse of North Korea perhaps might not be so bad for South Korea, in terms of its credit rating, if the collapse is a peaceful collapse managed well by all the five parties that have interests in North Korea.

Even though events are outside the control of a country, they still have credit implications: global interest rates, oil prices, if China were to implode because of social unrest, etc. We focus on how that is linked to the fiscal position of South Korea.

Q I understand your rules are that corporations or banks that have residency in Korea cannot have a higher rating than the country. Is that correct? What is your rationale for that? If that is the case, a corporation or bank can relocate its headquarters. How would that affect the ratings? Has there been such a case?

A Almost all of us credit analysts who come into Moody's have had experience outside of Moody's. We've worked in banks, at the IMF, at the World Bank, at various research institutes, etc. We all come to Moody's with a lot of experience. That helps in doing our job.

Sovereign credit ratings used to be mainly focused on foreign currency ratings. The classical default is when a country runs into troubles and imposes capital controls. There's the risk of moratoriums. That's what happened in the 1980s. Then there were no defaults until 1998 with Russia, the Ukraine, Moldova, Pakistan, Argentina and some others.

Argentina was a classical default case. Argentina imposed capital controls. But the other countries by and large didn't. In fact, when Russia defaulted, not only did they not impose capital controls, they used very sensible macroeconomic policies. There was a local currency default so they didn't inflate their way out. Inflation is often more painful both economically and politically for the government than a default. Sometimes default is a good policy. It will get you a low credit rating, but it could be good public policy in a worst-case scenario. Don't champion it in front of creditors, but it could work domestically.

Sovereign ratings are really just a reference point. Still, in most cases, they will be the highest rated. At least on credit fundamentals, any government is still the best credit in the country. But we will allow, according to certain criteria and circumstances, fundamentally very strong corporations to have higher ratings than the government. But they won't deviate from the governments all that much.

This has mostly happened over the past two or three years in Latin America. In Latin America in general, the government ratings are quite low. On the other hand, there are some very good Latin American companies, say in Brazil and in other countries, that have higher ratings both in foreign currency and local currency than the government. We never put a cap on

local currency ratings. There's no risk of a moratorium. We don't think any government will shut down the whole system if it runs into a debt problem. There are some special cases.

To make this more complicated, we will soon be coming up with a joint default analysis. We will look at every government-related institution or state-owned enterprise. We will try to assess how, in the case of a default or stress scenario the government faces, will this government-related institute fare. Will it also default or will it perhaps be able to meet its obligations even though the government defaults? This can get complicated. In most cases, the government will be the highest rated in foreign currency and only a bit fewer cases in local currency, too, but not in all cases.

Q Can you give us some description of the way in which you rate individual countries, such as Korea? At the time of the Asian financial “crisis”, there was a general very broad criticism of the role credit rating agencies played in the context of that “crisis”. The criticism was that rating agencies failed to foresee or issue warnings about the impending financial crisis, and that they only reacted after the “crisis” happened, downgrading the Asian countries and exacerbating the crisis thereby.

Many people still entertain the suspicion that the way you come up with a credit assessment may not be that elaborate, scientific or objective. In turn, that has led to the argument, in the context of the current effort to develop an Asian bond market, that Asian countries should have their own credit rating agencies, domestically or regionally. Then the region-based, or home economy-based rating agencies would be better capable of making more objective assessments. What would you say to those criticisms?

A We always get questions about the Asian “crisis”. This is our assessment of the Asian “crisis”. One, Moody's did fail in the sense that the rating transitions were too severe. We lowered Korea's rating from A1 to BA1, which is one notch below the threshold for investment grade. Other rating

agencies moved Korea's rating much lower. Still, in a very short period of time that's not a good signal.

On the other hand, Korea did not default. Neither did Thailand. Neither did Indonesia, though they only had one little bond out on the market. Neither did Malaysia. None of these countries defaulted. We did not commit the "Enron"- or the "WorldCom"-type of mistake where a highly rated entity defaulted. That didn't happen in the Asian "crisis". So Moody's had a mixed record in the crisis.

Looking back, we gave much better signals on Thailand. On Korea, we were mainly focusing on the short-term debt. We actually lowered the short-term rating in Korea at the time when reserves were still going up. The debt was still high. The debt was mainly missed by the market. The market was mainly interested in the bond rating, not the short-term rating on commercial paper.

We were severely criticized also by the investment banking community. We put out a white paper of our assessment, admitting our mistakes, but also pointing out it was not a complete debacle from the perspective of our role in it.

Curiously, in 1996, right before I came to Moody's, there were many investment banks that back in 1996 predicted Moody's would upgrade Korea. They thought Korea should be upgraded to AA. We never had Korea up in AA. Those same critics a year later were saying we were behind the curve. We were criticized for not upgrading, and then criticized for downgrading. No one comes out looking good from the Asian financial "crisis". Certainly, we didn't make the biggest mistake we could have made: have an investment grade rating default within a year. That did not happen in Korea.

In regard to what a credit rating is, there's a basic principle of a credit rating. You have to be objective and give your opinion on the credit fundamentals even if the decision could potentially hurt the issuer or cause disturbances in

the market. In other words, there's no forbearance. The danger with regulation is that a national regulator is concerned with systemic and market risks and would not want to see disturbances. If rating agencies are regulated, in one sense it could impinge on the ability of the rating agency to give its objective opinion of the credit fundamentals of a bond or of a government.

The cultural context of rating agencies also matters. Moody's has been giving ratings for over 100 years. Rating agencies, from a strictly cultural perspective, are really a product of Anglo-Saxon culture. It's a publishing culture. It's a culture of freedom of opinion and freedom of expression. These are the US's first amendment rights.

Moody's has faced litigation for our corporate ratings, but we've always won in the courts. We're expressing out basic first amendment rights. It's our freedom to make an opinion. If there is to be a regional rating agency, if it wants to be well respected in the market, it has to have those attributes. There has to be no forbearance. There has to be the freedom to express its opinion.

The rating itself is an opinion. It's not a license for an issuer to go out and raise money. If you just wanted to license an issuer you don't need rating agencies. You can have a government department issue the license.

Moody's is very centralized. Even though we rate about 100 countries, some of those are not very dynamic and very infrequently issue bonds. All ratings are made in a rating committee. That's a fundamental principle of ratings at Moody's. The rating committee consists of mostly sovereign analysts. Our committees have grown over the years to about 12. Our two big centers are New York, and then we have other analysts in London.

We do this so we get analysts who work on all countries and all regions. They give their opinions. They assess the recommendations made by lead analysts. This way, we hope we get consistency in the ratings.

Are our ratings whimsical? That goes against the whole presentation today. We have objective indicators to statistically assess our ratings. Using objective indicators—fiscal indicators, external indicators, governance indicators provided by the World Bank—we find that our ratings have a big r^2 . It's over 90%. There's a lot of "fit" in the ratings. The ratings are very consistent. There are some outliers, but there's going to be in every system.

It's not just a statistical exercise. There is a lot of judgment involved, true. We balance both approaches. We look at the objective fundamentals and then use our experience to assess how these fundamentals will play out over the future.

Q Last week, there were a couple of critical articles in the *Financial Times* and the *Wall Street Journal* referring to what they called "draconian" regulations about foreign investors in Korea. What do you think about those kinds of regulations, if they are, in fact, put into place? Might it affect Korea's rating?

A Without getting into the particulars of this "5% law", let me begin by saying that the US also has a "5% law", too. In the US, this law is very cut and dry. You identify your name, your address, maybe a phone number, and that's about it. I've seen these forms. With Korea, there may be something more involved. Let me leave it at that.

But at the same time, what catches our attention is that Standard Chartered has now bought Korea First Bank, Citigroup has HanMi/KorAm Bank and Lonestar has the Korea Exchange Bank. Twenty percent of the banking assets are now, not just foreign owned, but foreign controlled. Back in 1996, I would never have imagined that something like this could happen in Korea. This brouhaha about the "5% rule" reflects the very good policy the South Korean government took in 1997 to liberalize rather than to shut down. Liberalizing got you in a lot of foreign capital. This cushioned the macroeconomic shocks of the crisis. This is a very favorable development.

I would expect Korea to still remain a fairly open economy. It would then get benefits from inflows from outside investors. Of course, foreign direct investment is a lot more stable. My understanding of non-Korean participation in the stock market is that such ownership constitutes some 40% or 44%. Foreign shareholders are a lot more stable. They trade a lot less frequently than Koreans. Foreign-owned shares are a stabilizing influence in local markets.

All that said, countries do go through cycles of political attitudes and change. Some countries, even in the recent past in the 1990s, which used to receive a lot of foreign investment, no longer receive a lot of foreign investment. Will that happen in Korea? I wouldn't come to that conclusion yet.

I think this is a very difficult time for Korea. Korea's never had to deal with so much international involvement in its economy. On balance, this has been very positive for Korea. Our banking analysts think it's been very positive for strengthening the financial system, particularly having the catalytic role that these large foreign banks will now have in the banking sector. That's a lot more important than just a few foreigners owning a lot of shares in any particular bank but not being able to control it.

There are other countries where foreign-ownership in the financial industry is much higher than in Korea. Mexico's banking crisis was largely solved through foreign banks coming in and fixing up the banks. It's good for the taxpayers. Foreign banks are not perfect, but generally they're run more efficiently than local banks. The risk of a crisis is lower. The risk of taxpayer money having to be used to bail out the banking sector is reduced. That is favorable.

- The credit rating institutions have been messengers from the devil. If a country's economy is tumbling down, these institutions declare that this economy is faltering. Did you ever make any bright predictions for
-

economies which were faltering?

Secondly, how independent is your institution from the US government, in terms of politics?

A You might think we have a direct telephone link with the White House, and that they call us up to tell us not to give ratings to this or that country. You have to understand the United States. Financial markets would not work if we were overly regulated in that sense from the politicians and bureaucracy in Washington, DC.

During the Asian financial “crisis”, a lot of journalists asked us those questions. We would lose all credibility if there were any provable allegations that the secretary of the Treasury was trying to influence ratings decisions made by Moody’s. Even if that were to happen, we couldn’t listen to something like that. As I said before, one of the basic principles of a rating agency is that there’s no forbearance. An agency will take its ratings actions because it’s an assessment of the credit worthiness and the effect this will have on the issuers ability to repay its obligations on a timely basis, regardless of the consequences to that issuer or even to the market. We’re mindful of that. We know it causes pain. That’s why we hope our ratings are more long-term in nature.

We think our rating on Argentina was very successful. We always kept it in the bottom of the B range, even when things looked good for Argentina in the early 1990s. We always kept Brazil’s down very low because of the high level of debt. Brazil has not defaulted, though.

In doing our annual default studies, where we statistically analyze how sovereign credits performed in relation to corporate credits, we found that, certainly for the non-investment grade sovereigns, our predictability of default?the first chart I showed you?is consistent with our corporate default rates.

What that means is that as a group, all BA3 countries, or all B1 countries, from an actuarial sense, we think they will perform in a certain way. Of course, there can be individual outliers, but as a group they will all perform in a certain way. In five years, maybe 14% or 20% will have defaulted. That's actually been fairly stable over the years. We publish these studies every year. We've been doing these for a long time. We think the ratings certainly do have predictive value, of course there are the infamous cases when we don't do such a good job. But on the vast, vast majority of ratings, they do have high predictive value.

Q You've shown us many indicators and factors you consider for this rating job of yours. I wonder if you use equal weights for those factors. What are the weights you use for those factors?

Second, would you consider adding some sort of dummy factors? For example if there were some sort of financial arrangement under the Chiang Mai Initiative, would it affect a country's rating? What about Mexico in NAFTA? This safety net might not be able to be defined in quantitative numbers, but in dummy variables.

A With our model, we actually did look at a lot of different indicators. There're whole bodies of academic literature on this. We found that by just restricting our equation to these variables I mentioned above, it provides the highest r^2 . That's why we limit our ratings consistency analysis to these particular variables. We have someone in our group who likes to do this modeling and he's always trying to refine it. But in my opinion he hasn't yet come up with a simply and elegant and explanative model as the one I referred to.

Secondly, yes there are regional factors that do give ratings boosts. NAFTA happens to be one for Mexico. We think there have been institutional improvements with Mexico joining into NAFTA. Also, there've been huge investment inflows into Mexico afterward.

We also see that with the European Union and the ascension countries. Many eastern European countries had a credit profile similar to Korea's three or five years ago. They are all rated higher now because they're in the European Union. Once they join the European monetary union, their foreign currency rating will be AAA, as are all European monetary countries are. The risk of a moratorium is very, very low in the European monetary union.

On the other hand, countries that have very high debt, even though they issue in euros, do not necessarily get AAA ratings, for example Belgium and Italy. They have ratings lower than AAA. Italy, I think, is at AA2.

Q Similar to the earlier question, I understand there is such a thing as a “red line” in the US, with regard to North Korea. Do you think, in the US's thinking, North Korea is near the “red line”? Or has it crossed the “red line”?

A Our scenario with an A3 stable outlook on North Korea incorporates the *status quo*. There is a very low probability of conflict. There is also probably a low, but perhaps not quite as low, probability of collapse. The probability of collapse is really a function of the support South Korea and China give to North Korea.

Other economists have done assessments, or estimates, or guesstimates, that seem to be reasonable. They suggest that North Korea doesn't need all that much for the regime to continue the *status quo*. Our concern is that over the long run the big stumbling block is North Korea's nuclear weapons program. All five countries, including South Korea, the US, China, Japan and even Russia, have said they will not tolerate nuclear weapons on the Korean Peninsula. If they are serious about their statement, if they do not change their positions and if North Korea doesn't change its new position—refusing to negotiate—then there's a lot of uncertainties over how this will progress over time.

Back in 2003 we looked very hard to see if we could find a “red line” after

North Korea was accused of having a secondary weapons program based on uranium and after it left the IAEA. Clearly the Bush Administration did not have the same “red line” the Clinton Administration had. The Clinton Administration had the “red line” on nuclear plutonium reprocessing. That’s what fixated every body and how the “Agreed Framework” was brought up: to put an end to that plutonium reprocessing. At least it put a freeze on it.

But to my knowledge the Bush Administration has not articulated a “red line”. We know it’s clearly not simply plutonium reprocessing. North Korea’s said that. Given the fundamental change in US foreign policy since September 11, 2001, it would be a reasonable assumption to say that a “red line” could be proliferation of nuclear materials from North Korea, particularly if there were hard evidence of such materials going to “terrorist agencies”. I don’t know whether even that would be a “red line”. I know that would alarm Moody’s. Anything short of that, I’m not sure if there is a “red line”.

Presently, everybody’s trying to work out and have not given up hope there can be a negotiated solution to this. That’s why we have a stable outlook.

Q Personally, would you be very much sensitive to a nation’s foreign policy and domestic politics, specifically in the case of Korea? Many people talk about the US-Korea relationship and about Korea’s policy in regard to the US. Government and many people agree we still have a good relationship with the US. On the other hand, there are people who are concerned about the current status of the Korea-US relationship. Wouldn’t Moody’s be sensitive to this kind of foreign policy, in particular in Korea in terms of the US relationship?

In that regard, I suppose you have to be very sensitive about US foreign policy and the US’s assessment of the current Korea-US relationship, as well. The US is an important country, to the world and in particular to Korea. I’m very much interested in this issue, of the Korea-US relationship, with regard

to Korea's credit rating.

Domestic politics is another thing. Now, you do include the effectiveness of government in your assessment. When measuring that, I assume you take into account the opposition party and all sorts of local politics. Politics affect government effectiveness. If politics are not good, then I suppose that should be reflected in the government effectiveness. How do you assess the current Korean politics? Is this a positive factor or a negative factor for Korea's credit rating?

A There are many countries that aren't in an alliance with the US but still have high ratings. We try to assess foreign policy in how it affects the economic fundamentals and the investment environment. Only in that regard would they have any effect on our assessment of Korea's ability to repay its bondholders.

The government effectiveness is important to us. It tells us whether the local government can formulate a budget and whether it has sound public expenditure programs. That, I think, only happens if the political system functions fairly effectively.

In a country like the Philippines, there seems to be paralysis. It's hard for the government to get through its program. It meets a lot of political resistance. That's one of the reasons why we lowered the Philippines' rating recently. I don't see that happening in Korea. I don't see that happening now. If the domestic political dynamics affect fiscal outcomes, or if we think it could affect the fiscal outcome, they would have a rating implication. But if they don't, then there's no concern for us. It could be the normal political infighting and even political divisiveness. We see this in the US Congress as well. But if there's no overall negative outcome on the fiscal effectiveness of the government, then domestic politics have no affect on our ratings.

Q In your presentation, you said it was good to open Korea's capital market in

1997. I'd like clarification about your opinion on this recent "5% rule" and with regard to the *Financial Times* recent articles. Is this a good thing or a bad thing?

Secondly, I'd like to hear your thoughts on the current supervisory authority's guidelines to link foreign outside directors. In your view, is this good or bad?

Finally, is there any possibility to make Korea into a northeast Asian financial "hub"?

A This "hub" idea all of a sudden has a new life. For a while, I didn't hear too much about that. Having a northeast Asian financial "hub" or these economic zones just for foreigners is an anachronism for Korea. It would be very good for North Korea. If you could get together with the North Koreans, it would open up their market a lot more, if they could tolerate foreign investment. But for South Korea, it's a model that was used earlier in China and also here in Korea.

The model going forward, and you certainly see this in central Europe, is that you level the playing field for everybody, countrywide. I saw this in Ireland. You allow foreign direct investment to come in on a low tax basis across the whole country. You want the incentives and infrastructure available for everybody in the economy, both domestic and foreign investors. It's not very forward looking to just limit this to one group of companies. It doesn't have any major rating implications. But Korea would have a more stable and prosperous future if it adopted approaches that some other advanced economies have taken in that regard.

The "5% rule" and the corporate governance of bonds are not directly sovereign issues. I don't have anything to say about that. They would only have an effect, particularly this "5% rule", if they affected the flows into the economy. But then again, if there are other offsetting flows into the economy,

they might not have any affect on our assessment.

How would they fit in on the external debt, the performance of the balance of payments and the fiscal performance of the economy? That's how we'd have to assess these rules. At first glance, they don't have any immediate bearing on those factors. They would be a lot more concern for corporate credit analysts. These rules don't have any direct affect on our sovereign credit analysis, either the "5% rule" or the board membership restrictions. It doesn't affect the fundamental credit worthiness of Korea.

세계경제연구원 후원회 가입안내

- 후원회원의 종류 : 법인회원, 개인회원
-
- 법인회원에 대한 서비스
연구원 주최 행사에 우선 초청
연구원 주최 행사에 5인까지 무료 참가 가능
연구원이 발간하는 모든 간행물 무료 제공
법인 회원을 위한 특별 세미나 및 간담회 개최
-
- 개인회원에 대한 서비스
연구원 주최 행사에 초청
행사 참가비 할인
연구원이 발간하는 일부 간행물 무료 제공
-
- 후원회비는 관련세법에 따라 세금공제 가능
-
- 회원 가입 문의
551-3334~7(전화) 551-3339(팩스)
E-mail : igenet@igenet.com
<http://www.igenet.com>
-



서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505호
전화 : 551-3334/7, FAX : 551-3339
E-mail : igenet@igenet.com
<http://www.igenet.com>