

Fitch의 러시아 국가신용등급 전망 상향조정과 주요 내용

1. 신용등급 전망 상향조정 주요 내용

□ Fitch, 러시아 국가신용등급 전망은 '안정적'으로 상향 조정하였으나, 신용등급 상향 조정(BBB→BBB+)은 다소 시간 필요

○ Fitch, 러시아 국가신용등급 전망 'stable'로 상향 조정

- 국제신용평가기관인 Fitch는 2010년 1월 22일자로 러시아의 국가신용등급 전망을 종전 '부정적(negative)'에서 '안정적(stable)'으로 상향 조정

· Fitch는 글로벌 금융위기 이후 2009년 2월 4일자로 러시아 신용등급 및 전망을 하향 조정(BBB+, stable → BBB, negative)

- 신용등급 전망 상향조정 주요 요인

- ① 글로벌 경제회복 및 국제금융시장 안정세와 국제유가 회복
- ② 최근 러시아의 GDP 성장 회복속도가 완만한 증가세로 전환
- ③ 러시아 은행부문 리스크 감소로 인한 금융시장 안정
- ④ 해외로의 총자본유출 감소 및 민간부문으로의 해외자본 유입 증가세
- ⑤ GDP 대비 예비예상치보다 낮은 2009년 재정적자 규모(7.7% → 5.9%)
- ⑥ 소비자물가의 급속한 안정세(2009년 3월 14% → 12월 8.8%)

○ 국가신용등급 상향조정에는 보다 더욱 호전된 대내외 경제여건 필요

- 신용등급 상향조정에 대한 부정적 요인

- ① 러시아의 경기회복 조짐이 보이고 있으나, 회복속도와 규모가 미약
- ② 은행부문의 부실여신에 대한 우려, 경기 활성화를 위한 대출부진 지속 등 금융시장 불안요인 상존
- ③ 글로벌 경기와 국제유가의 새로운 불안요인 발생으로 인한 경제 회복 둔화 및 재정적자 확대 가능성
- ④ 재정적자 보전을 위한 예비기금 사용 및 국채발행으로 인한 통화량 증가에 따른 인플레이션 상승 압력 리스크 상존

2. 신용등급 평가 세부내용

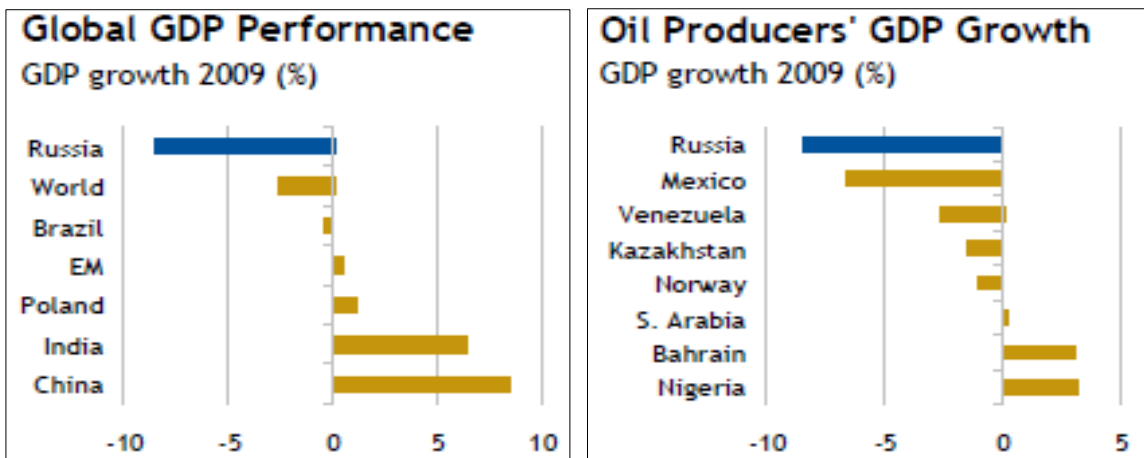
□ 러시아 경제, 글로벌 금융위기로 예상보다 취약한 경제구조 노출

○ 글로벌 금융위기로 인해 BRICs를 비롯, 세계 주요국 가운데 가장 심각한 경기침체를 겪음.

- 글로벌 금융위기 이후 러시아의 '09년 실질 GDP 성장률이 전년 대비 -7.9%('09년 1분기 -9.9%)를 기록하는 등 주요국 중 가장 심각한 경기후퇴를 겪음.

· Fitch의 신용등급 평가대상국(100여개 국가) 중 발틱3국(라트비아, 리투아니아, 에스토니아), 우크라이나, 아르메니아에 이어 6위 기록

<그림 1>글로벌 대비 러시아의 '09년 경제성장률 비교 <그림 2>주요 자원부국 대비 '09년 경제성장률 비교



주: EM은 emerging markets
 자료: Fitch.

○ 내부 구조적 제반문제로 예상보다 심각한 경기침체 직면

- 2008년 글로벌 금융위기 발생 당시, 러시아 정부는 재정수지 및 경상수지의 대규모 흑자, 세계3위 수준의 외환보유액, 주요국 대비 상대적으로 작은 금융시장 규모 등으로 인해 글로벌 금융위기 영향을 적게 받을 것으로 예상하였으나, 내부 구조적 제반문제로 인해 예상보다 심각한 경제위기에 직면하였음.

<글로벌 경제위기로 인한 러시아의 심각한 경기침체 요인 분석>

- 고 인플레이션을 우려한 나머지 긴급 재정안정자금(GDP의 4%) 투입시기를 놓침.
- 올리가르히 그룹에 집중된 경제구조(22개 올리가르히 그룹기업들이 산업생산의 40% 차지)로 인해 위기시 급속한 외환유출 발생('08년 9~12월 중 약 1,640억 달러 외환 순수유출)
- 위기시에는 취약한 비즈니스 환경(부정부패, red tape, 복잡한 법규제도 등)의 부정적 영향이 크게 나타남.
- 러시아 경제에서 외국인투자가 차지하는 비중이 상대적으로 매우 낮아, 경제위기사 완충역할을 하지 못함.
- 비효율적인 국영기업과 고도의 경영능력이 부족한 올리가르히 체제가 경제를 주도 등

□ 경기회복 진행 중이나, 느린 회복속도를 보이고 있음

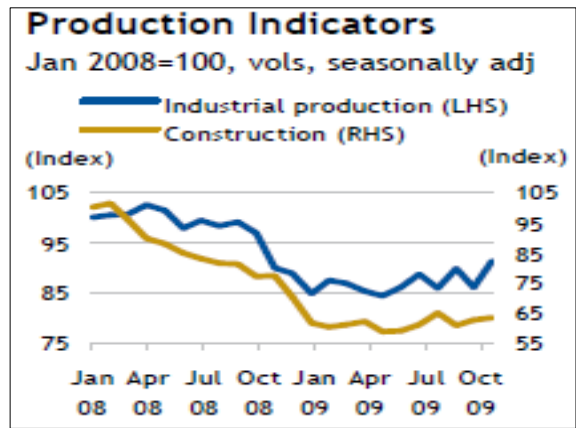
○ 러시아 경제는 깊은 경기침체에도 불구하고 경기회복 속도는 글로벌 경기회복 속도보다 더디게 진행

- GDP 성장률이 '08년 4분기, '09년 1분기에 전분기 대비 - 11%, '09년 2분기와 3분기 약 1% 증가한 이후, '09년 4분기에도 GDP 성장률이 약 3%대에 그쳤으며, 구매자관리지수(PMI)도 4분기에 50% 미만을 기록하는 등 전반적인 경기회복 속도가 미약함.
- '09년 12월의 산업생산지수는 전년동기 대비 2.7% 증가하면서 11월 이후 연속으로 2개월 증가하였으나, 연간기준으로는 전년 대비 -10.8% 기록('08년 2.1% 증가, '07년 6.3% 증가)

<그림 3> 러시아의 실질경제성장률 추이



<그림 4> 러시아의 산업생산지수 추이



자료: Fitch, Rosstat, Datastream

- '09년 1분기 이후 나타난 유가상승, 루블화 평가절상, 충분한 재고조정과 2분기 이후 러시아 정부의 대규모 경기부양책에도 불구하고 경기회복 속도가 상대적으로 느린 이유는 내수부진이 지속*되고 있기 때문으로 보임.

· 가계소비자는 '09년 1분기 -3.2%, '09년 2분기 -7%, '09년 3분기 -11.6% 등 소비 위축이 지속되고 있음.

□ 러시아 경제, '10년 3~ 6%대 성장할 것으로 예상

○ 러시아 경제개발부는 '09. 12월에 '10년 실질GDP 성장률을 3.1% (우랄산 유가 배럴당 68~69달러 가정)로 전망하였으나, 3월 중순에 Andrei Klepach 경제개발부 차관은 4~4.5%(우랄산 유가 배럴당 70~76달러)도 가능할 것으로 보인다고 밝힌 바 있음.
(실질경제성장률 '10. 1월 4.5%, 2월 3.9% 기록)

- World Bank는 3월 24일자로 '10년 러시아의 경제성장률 전망치를 5.5%('09. 11월, 3.2%)로, '11년에는 3.5%(이전 3%)로 상향 조정하였음.

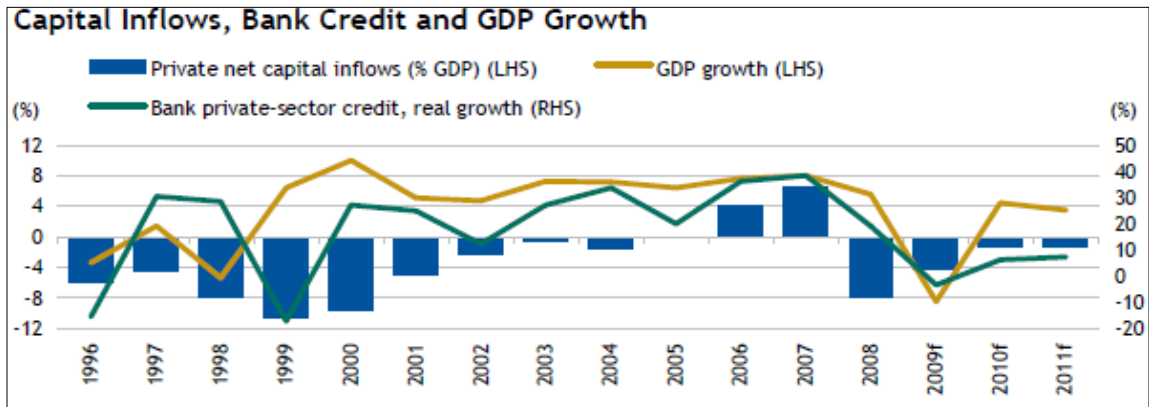
- Fitch는 '10년 1월, 올해 러시아의 경제가 4.5%, '11년 3.5% 성장할 것으로 전망하고 있는 등 러시아 경제가 회복을 본격화할 것으로 보고 있으나, 경제위기 이전 수준으로의 경제성장은 '12년 이후로 예상

- IMF 3.6%('10.1월), OECD 4.9%('09.11월), EBRD 3.5~4%('10.1월), Citi그룹

6.2%, S&P 3.6% 전망

- 러시아 경제가 향후 국제유가가 더 상승할 경우 더 높은 경제성장률을 보일 수도 있으나, 이는 경제위기 이전의 고도성장에 따른 경기과열 우려를 낳을 수 있음.
- 또한 경기회복이 본격화될 경우 재정긴축, 해외로부터의 자본유입 가속화, 취약한 은행시스템 등으로 인해 경제가 압박받을 것으로 보이며, 장기적으로는 과도한 자원의존형 경제구조, 인구 감소 및 열악한 기업 환경 등으로 인해 경제성장에 상당한 제약이 따를 것으로 보임.

<그림 5> 러시아의 자본유입, 은행여신 대비 경제성장률 추이



자료: Fitch, CBR, IMF, Rosstat.

□ 은행부문의 취약성으로 인해 급속한 경제회복을 위한 제기능을 하지 못했으나, 2009년 하반기 이후 금융시장 안정 추세

○ 정부의 대규모 지원 및 자본 확충 등으로 자산 건전성 호전

- 러시아의 취약한 은행시스템은 글로벌 금융위기로 인한 유동성 경색과 부실여신 증가로 경제위기를 가속화시켰음.
- 그러나 금융위기 이후 정부의 막대한 지원, 대손충당금 설정 확대 및 자본 확충 여력 증가(신규 자본확충, 디레버리징, 영업이익 증가)에 따라 자산 건전성이 호전되는 등 리스크가 감소하면서 '09년 하반기 이후 금융시장이 안정되고 있음.

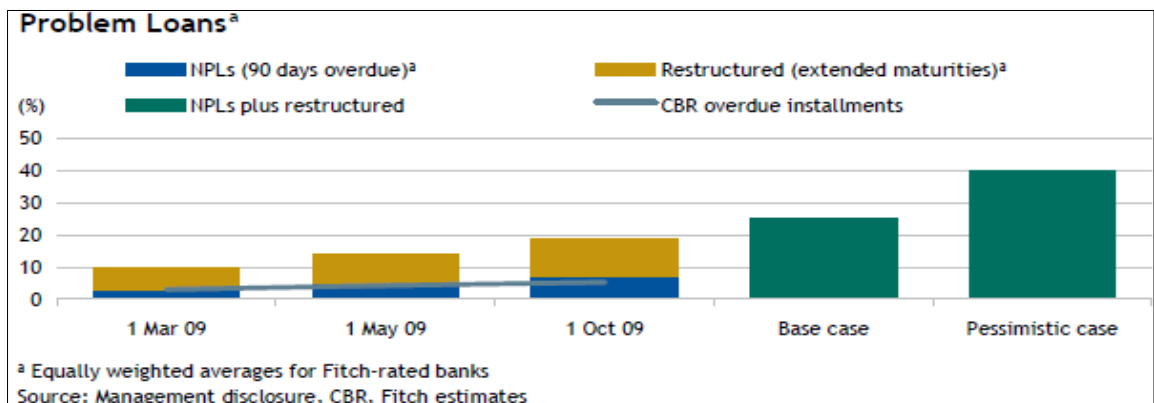
· Fitch에 따르면 '09년 3분기 말 기준으로 러시아 은행부문은 총 1조

4,300억 루블(470억 달러) 규모의 신규 자본확충을 통해 자기자본비율을 14.5%에서 20.3%로 높였으며, 대손충당금 전 영업이익도 1조 600억 루블(350억 달러)를 기록하며 이익 대부분을 대손충당금에 전입하였음. 이에 따라 Fitch의 신용평가 대상 은행(54개) 중 모두가 대손충당금설정비율이 9% 이상이 되었으며, 특히 26개 은행은 20% 이상 기록

○ 대규모 부실자산 문제는 금융부문 안정성의 아킬레스건

- Fitch에 따르면, Fitch 신용평가대상 34개 민간은행 중 17개 민간은행이 '부정적' 전망(Watch Negative 전망 포함)을 받음.
- Fitch의 신용등급 대상 러시아 은행들의 평균 무수익여신(NPLs, 90일 이상 연체여신 포함) 비율이 '09년 9월 말 기준 7%(5월 5%), 만기연장 채무재조정 여신은 12%(5월 9%)로 증가하는 등 부실여신이 지속적으로 증가하고 있음.
- Fitch는 총부실여신(NPLs + 만기연장 채무재조정여신) 비율은 기본적으로 25%에 달할 것으로 보이나, 최악의 경우 40%에 이르는 것으로 추정
- 부실여신(부실자산)이 은행권의 여신확대에 큰 장애요인으로 작용

<그림 6> 러시아의 은행부문(Fitch 신용등급 대상은행)의 총부실여신 동향



자료: Fitch, CBR.

- Moody's는 '10년 연말경 러시아 은행부문의 전망을 종전 '부정적'에서 '안정적'으로 상향조정을 검토 중. 다만, 전제되어야 할 거시경제 변수로서 안정적인 GDP 성장, 인플레이션 감소, 루블화의 안정화 등을 들고 있음.

○ 경기회복에 필요한 실물부문 앞 여신확대의 어려움 지속 우려

- '09년 11월 말 기준 은행의 가계 및 기업부문에 대한 여신은 전년 동기 대비 4.7% 감소('08년의 경우 동기간 중 41% 증가)하였으며, Fitch의 신용평가 대상은행들 기준으로 올해 10~15% 여신증가율을 목표로 하고 있는 등 경기회복에 필요한 충분한 규모의 대출이 이루어지지 않을 것으로 보임.
- 은행들은 대출자격대상 및 엄격한 대출심사 등 리스크 관리를 통해 자산 건전성을 강화하는 한편, 정부의 경기활성화를 위한 대출 독려에 우량기업 및 가계를 중심으로 대출을 확대하고자 하나, 대규모 부실여신 상존, 선진화된 신용평가시스템 결여(담보위주 여신관행), 중앙은행의 경직된 감독규제 등으로 인해 실행이 어려운 실정임.
- Moody's는 러시아 은행의 전통적인 문제점으로 전체 은행자본의 약 240~250%가 상위 20개 우량기업 앞으로 과도하게 집중 지원되고 있다고 지적

○ 기타 리스크 요인

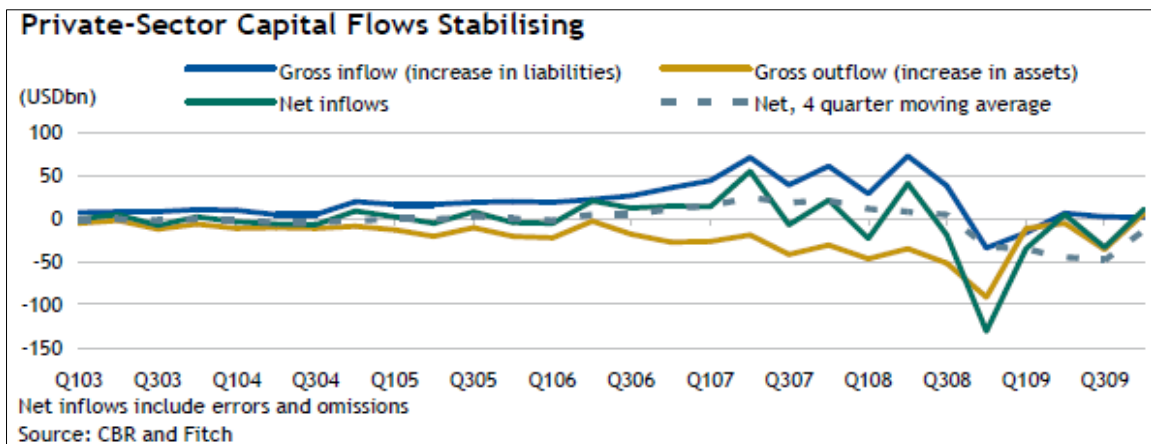
- 건설·부동산, 자동차 및 철도·운송 등 경기침체의 영향을 계속 받고 있는 산업부문의 회복 여부
 - 정상여신 중 취약부문에 대한 대출 및 장기 M&A 익스포저와 파생금융상품 등 부외금융(off-balance sheet) 익스포저
 - 한계기업에 대한 국영은행의 직접대출 및 일부 취약한 민간 중소형 은행들의 소매영업 익스포저 등 개별금융기관의 리스크 증가
 - 최근 금융기관들의 마진이 축소*되고 있으며(현재 약 4% 수준), 이에 따라 마진 축소에 따른 비용 감축 문제가 따름.
- * 은행들의 마진이 약 3% 이내로 감소할 경우 은행은 어려운 상태에 빠질 가능성이 있음.

□ 최근 해외로부터 자본유입 증가세 및 외환보유액 증가

○ 2009년 4분기 이후 민간부문의 순자본 유입 추세는 긍정적 흐름

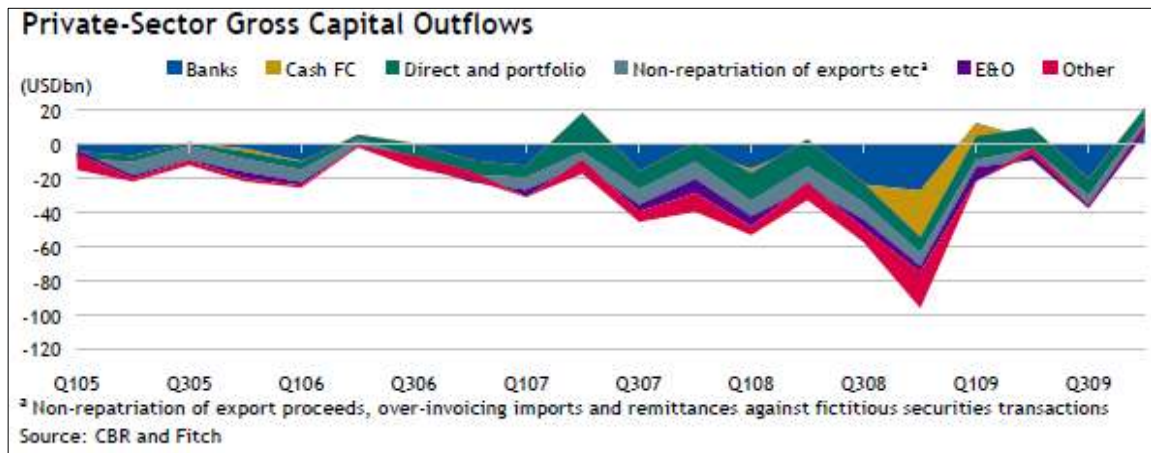
- '09년 3분기까지 640억 달러의 자본유출이 지속되었으나, 4분기 이후 민간부문으로 자본이 유입(116억 달러)되며, '09년 연간 524억 달러의 순자본 유출 기록
- 그러나 은행부문의 외채 상환액(약 440억 달러)과 기업들의 외국인 직접투자(FDI)를 제외한 순수 민간부문의 자본유출액은 '01년 이후 가장 낮은 상태로 이는 긍정적인 흐름인 것으로 보임.

<그림 7> 러시아의 민간부문 자본유출입 동향



자료: Fitch, CBR.

<그림 8> 민간부문의 부문별 자본유출 동향

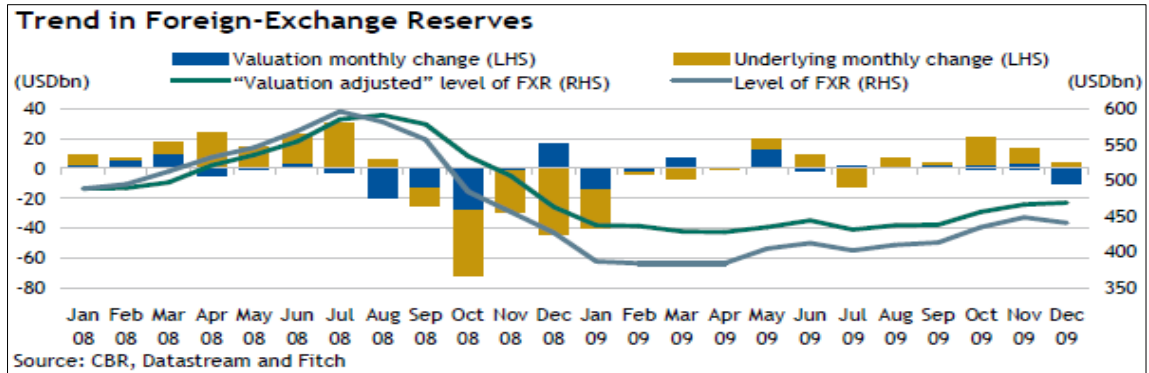


자료: Fitch, CBR.

○ 외환보유액 회복세

- 국제유가 상승에 힘입어 '09년 말 기준 외환보유액은 4,406억 달러로 '08년 최고수준('08. 7월, 5,970억 달러)에는 못미치나, 연초 저점('09년 2월, 3,840억 달러)보다 증가하며 회복세에 있음.

<그림 9> 러시아의 외환보유액 동향



자료: CBR, Datastream, Fitch.

□ 국제유가 상승 및 경기회복으로 최근 재정적자 규모 감소세

○ Fitch, '10년 재정수지 -5% 전망

- '09년 러시아의 재정적자 규모는 이전 예측치(11월 7.7%)보다 낮은 GDP 대비 5.9% 기록
- Fitch는 '10년 러시아의 재정적자 규모를 GDP의 5%(브렌트 유가 배럴당 70달러 가정), '11년 3%(배럴당 80달러)로 전망*

* 러시아 정부는 '10년 6.8%(우랄산 유가 배럴당 58달러), '11년 4%(배럴당 59달러) 예상

<표> 러시아의 재정수지 전망

Federal Budget Projections				
(% GDP)	2008	2009e	2010f	2011f
Revenue	22.3	18.6	17.9	18.3
Expenditure	18.2	24.4	23.0	21.3
Balance	4.1	-5.9	-5.0	-3.0
Debt	6.5	7.6	9.0	10.2
Reserve Fund and National Wealth Fund	15.9	11.6	7.9	6.4
Memo: Urals oil (USD/b)	95.1	60	66.5	76
Government budget targets	-	-7.7	-6.8	-4

Source: Ministry of Finance and Fitch

자료: Ministry of Finance, Fitch.

○ 재정적자 보전을 위해 대규모 유로본드 발행 예상

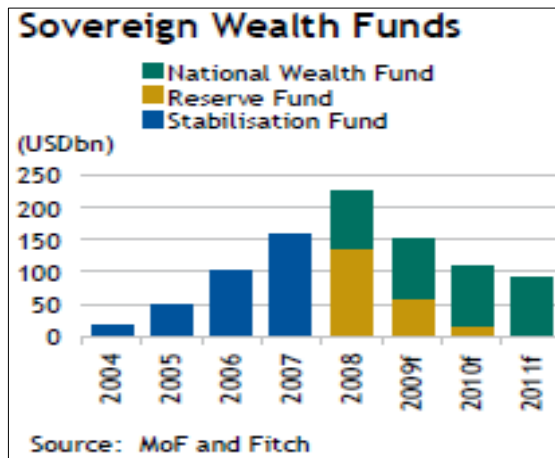
- Fitch에 따르면 러시아 정부는 재정적자 규모를 보전하기 위해 '10년 80억 달러, '11년 80억 달러 규모의 유로본드를 발행할 것으로 예상하고 있음. 이에 따라 러시아 정부채무는 '11년 말까지 GDP의 10.2%로 늘어날 것으로 보임('08년 6.5%).
- 또한 재정적자 보전을 위해서 예비기금(Rerserve Fund) 및 국민복지기금(National Welfare Fund)이 사용됨에 따라 이들 기금 규모는 '11년에 930억 달러(GDP의 6.4%)까지 감소할 것으로 예상*
- * '08년 2,250억 달러(GDP의 15.9%), '09년 1,520억 달러(GDP의 11.6%)

□ 고질적인 물가불안 완화

○ Fitch, '10년 재정수지 -5% 전망

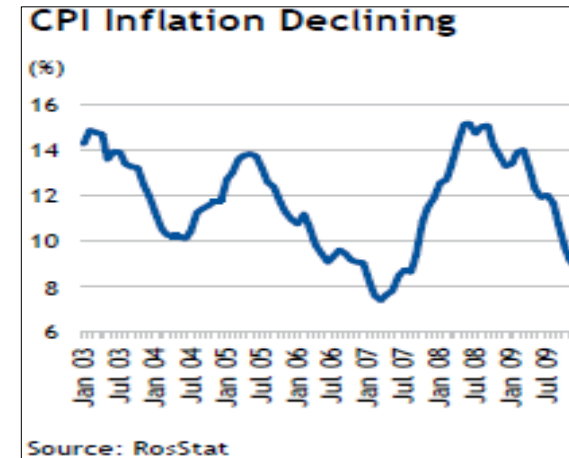
- 러시아의 고질적인 높은 물가는 글로벌 경기후퇴로 인해 인플레이션 압력이 완화되며, '09. 12월 기준 소비자물가상승률은 3월의 14%보다 대폭 하락한 8.8% 기록
- Fitch는 이러한 물가하락이 이어지며 '10년 말 기준으로 7.5%까지 하락할 것으로 전망*
- * 중앙은행의 인플레이션 목표치는 '10년 9~10%, '11년 7~8%, '12년 5~7%임.
- 다만, 재정적자를 보전하기 위해 '10년 Reserve Fund에서 약 420억 달러(GDP 예상치의 2.9%)를 인출하게 될 경우 통화량 증가(M2의 약 8%)에 따른 인플레이션 상승압력 내재
- '09년 Rerserve Fund와 National Welfare Fund로부터 인출된 규모는 약 750억 달러(GDP의 약 6%)에 달함.

<그림 10> 러시아의 국부기금 전망



자료: Ministry of Finance, Fitch.

<그림 11> 소비자물가상승률 추이



자료: Rosstat, Fitch.

【모스크바 사무소 제공】