

브라질, 인상 사이클에서 찾는 투자 기회



Fixed Income Strategist

지백연

☎ (02) 3772-1541

✉ byji@shinhan.com

12월 브라질 통화정책회의, 기준금리 100bp 인상 단행

BCB(브라질 중앙은행)가 12월 통화정책회의에서 기준금리를 12.25%로 100bp 인상했다. 지난 11월 통화정책회의에서 50bp 인상으로 빅스텝을 단행한 직후 바로 100bp로 인상 속도를 높였다. 컨센서스를 상회한 조치였다. 당초 시장은 금번 회의에서 기준금리 75bp 인상을 예상했다.

BCB는 성명서에서 지난 회의 대비 물가 리스크가 더욱 상방으로 쏠렸음을 언급했다. 경제활동과 고용지표의 확장 사이클이 가속화되며 고인플레이션 장기화 가능성이 높아졌음을 시사했다. 재정 관련 우려 또한 강화되었다. 지난 성명서에 언급된 ‘지속 가능한 재정정책이 인플레이션 기대를 안정시킬 수 있다’는 문구를 삭제하고 ‘최근 재정 발표가 물가 경로를 악화시켰다’고 강조했다.

물가를 둘러싼 대내외 요인이 악화됨에 따라 BCB의 포워드 가이드선도 변경되었다. 지난 회의에서는 향후 관련 지표 결과에 따라 인상폭을 결정하겠다는 입장을 견지했었다. 하지만 금번 회의에서는 시나리오가 예상과 부합하면 차기 2개 회의에서 동일한 규모(100bp 인상)의 추가 긴축을 시사했다.

가이드선 대로 금리 인상이 단행될 경우 최종 기준금리 레벨은 14.25%를 상회할 수 있다. 현재 시장의 예상치(Focus Survey 기준) 14.00%인 만큼 컨센 조정 과정에서 단기간 시장금리 상승 압력이 지속될 수 있는 환경이다.

통화정책위원회(Copom) 성명서 비교

	2024년 11월	2024년 12월																		
경제활동	지속해서 강세를 보이고 있는 경제활동 및 노동 환경. 목표치를 초과하는 인플레이션 지표	경제활동 및 고용 지표 확장 국면 가속화. 인플레이션 지표 목표치와의 괴리 확대.																		
세계경제	글로벌 통화정책 차별화 및 디스인플레이션 지속성 불분명. 신흥국에게 주의를 요하는 환경	글로벌 통화정책 차별화 및 디스인플레이션 지속성 불분명. 신흥국에게 주의를 요하는 환경																		
연도별 인플레이션 및 환율 전망치	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th><th>물가 (%)</th><th>환율 (해알/달러)</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2024년</td><td>4.6</td><td>5.57</td></tr> <tr> <td>2025년</td><td>3.9</td><td>5.50</td></tr> </tbody> </table>		물가 (%)	환율 (해알/달러)	2024년	4.6	5.57	2025년	3.9	5.50	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th><th>물가 (%)</th><th>환율 (해알/달러)</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2024년</td><td>4.9</td><td>6.00</td></tr> <tr> <td>2025년</td><td>4.5</td><td>5.81</td></tr> </tbody> </table>		물가 (%)	환율 (해알/달러)	2024년	4.9	6.00	2025년	4.5	5.81
	물가 (%)	환율 (해알/달러)																		
2024년	4.6	5.57																		
2025년	3.9	5.50																		
	물가 (%)	환율 (해알/달러)																		
2024년	4.9	6.00																		
2025년	4.5	5.81																		
물가 리스크 요인 및 판단	상방: 기대인플레이션 불안, 예상보다 강한 서비스 인플레이션 회복탄력성, 해알화 가치 하락 하방: 글로벌 경기 둔화, 동시다발적 긴축 여파	상방: 기대인플레이션 불안, 예상보다 강한 서비스 인플레이션 회복탄력성, 해알화 가치 하락 하방: 글로벌 경기 둔화, 동시다발적 긴축 여파																		
기준금리	11.25%로 50bp 인상	12.25%로 100bp 인상																		
기타	재정정책 모니터링 필요. 투명하고 지속 가능한 재정정책이 기대인플레이션에 미치는 영향 주목	재정정책 모니터링 필요. 최근 재정 발표가 기대인플레이션과 물가 경로를 악화시켰다는 판단																		
통화정책방향	금리 인상 속도와 규모는 향후 인플레이션 지표 둔화, 기대인플레이션 안정 여부에 따라 결정	시나리오가 예상대로 전개되면, 다음 두개 회의에서 동일한 규모의 추가 긴축을 시사																		

자료: BCB, 신한투자증권/ 주(전망치): 물가는 BCB 추정치, 환율은 시장 컨센서스

2025년 환율 전망, 우호적 재료에 바닥 형성 예상

재정 관련 신뢰 훼손, 그동안 헤알화 약세 지속 견인

헤알화 약세는 금번 기준금리 인상 사이클이 장기화된 주요 요인중 하나다. 헤알/달러 환율 상승은 기대인플레이션 상승을 자극할 뿐 아니라 대외순채무국인 브라질 경기에도 불확실성을 가중한다. 이후 긴축 사이클 규모는 헤알화 방향에 따라 결정될 공산이 높다. 금리 전망 이전에 환율 전망이 우선시되어야 하는 환경이다.

2010년 이래 헤알화 변동성은 대부분 재정을 비롯한 정치 불확실성에서 기인했다. 올해도 브라질 원/헤알 환율은 재정 관련 실망감 속 약 267원에서 234원으로 약세가 지속됐다. 작년 브라질 물라 정부가 약속한 기초 재정수지 균형 목표 달성 여부가 불확실해지면서 신뢰가 훼손된 것이 주된 원인이었다.

다행히 긍정적 재료 잔존, 반등은 실제 데이터 개선 확인 필요

정부가 지속적으로 금융시장을 모니터링하며 재정지표를 개선하기 위해 노력하는 점은 긍정적 요인이다. 물라 대통령과 아다지 재무장관은 작년 다수의 개혁 정책에 이어 시장 신뢰를 회복하기 위해 지출 감축 대책을 시장에 내놓고 있다. 국제 신용평가사들은 이를 반영하며 작년부터 등급을 상향 조정했다. 최근에는 무디스가 브라질 신용등급을 Ba1으로 상향했다. 등급전망에 Positive를 부여하여 향후 IG로의 상향 기대를 열어놓았다는 점에 이목이 집중된다.

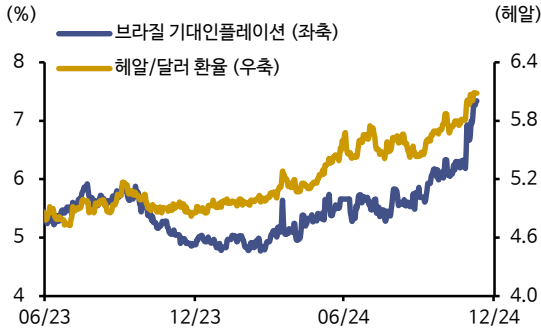
브라질 지방선거에서 물라 정부가 보우소나루 세력에 판정패를 거둔 점 또한 과도한 재정지출의 견제 측면에서 헤알화 하단을 지지하는 요인으로 해석된다. 보우소나루 세력은 물라 취임 이후에도 정권의 사회보장 프로그램이 수반하는 높은 재정적자를 줄곤 비판해왔다. 보우소나루 전대통령 영향력 확대는 좌파 정부의 복지정책에 정치적 부담을 가중할 공산이 크다.

그럼에도 당장 헤알화 강세 전환을 기대하기는 어렵다고 판단한다. 경험적으로 헤알화 전망은 보수적인 접근이 필요하다. 우호적인 재료는 헤알화 반등보다는 추세적 하락을 제한하는 내용으로 해석해야한다. 투기등급 자산 특성상 호재보다는 악재에 민감하게 반응하는 점과 물라 정부의 재정정책 관련 신뢰가 이미 훼손된 점 또한 경계해야한다. 헤알/달러 환율 반등은 실제 재정 관련 데이터의 꾸준한 개선이 확인되어야 가능하다는 판단이다.

원/헤알 환율, 트럼프 당선에 달러/헤알 대비 우호적 흐름 예상

트럼프의 대통령 당선은 헤알화 대비 원화의 상대적 약세를 유발하는 요인이라는 생각이다. 관세 조치와 무역분쟁은 중국과 미국에 높은 수출 비중을 가진 브라질 경기에 하방 요인이다. 다만 한국의 GDP 내 수출 의존도는 40%로 브라질의 15%를 크게 상회한다. 보호무역 정책에 따른 교역량 저하가 미치는 영향은 한국 경제에 더욱 부정적이라는 판단이다. 원화의 상대적 약세로 당분간 달러/헤알 환율 대비 원/헤알 환율의 우호적인 흐름이 전개될 수 있다. 2025년 원/헤알 환율은 200원~260원 내 박스권 움직임을 예상한다.

환율 급등에 기대인플레이션 급등세 확인



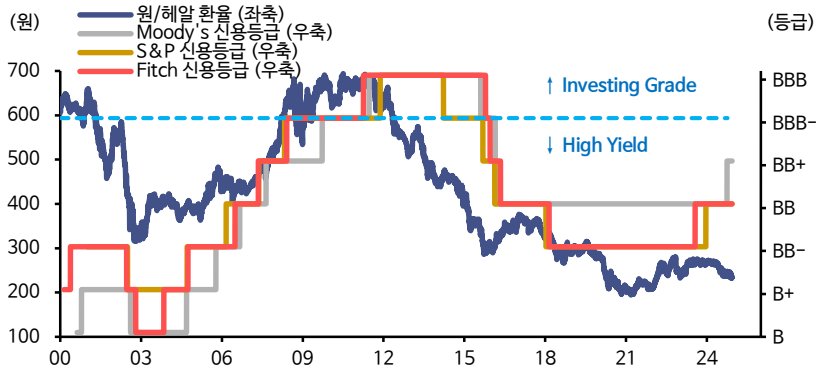
자료: Bloomberg, 신한투자증권/ 주: 기대인플레이션=5년물 BEI

브라질은 대외순채무국: 환율 상승은 경제에 부담



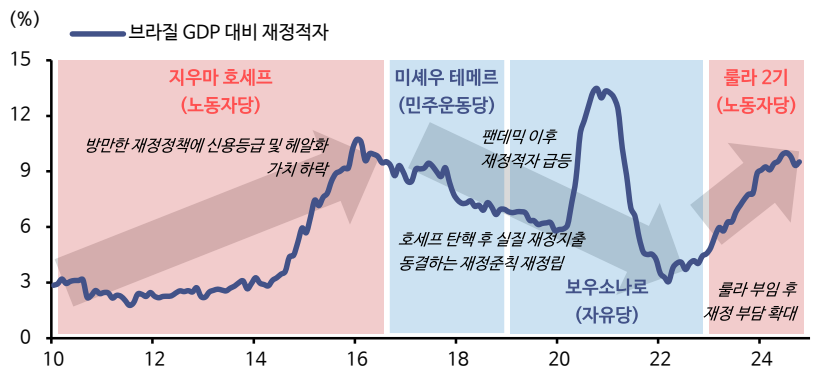
자료: Bloomberg, 신한투자증권

브라질 신용등급 추이: 반등 모멘텀 확인, IG 등급에 근접



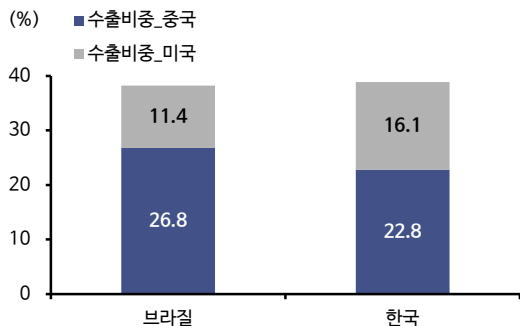
자료: Bloomberg, S&P, Moody's, Fitch, 신한투자증권

브라질 정권별 GDP 대비 재정적자 추이: 우파 정권에서 축소세 확인



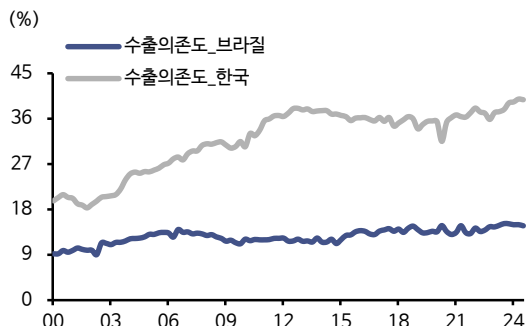
자료: Bloomberg, 신한투자증권

트럼프 보호무역은 한국과 브라질 모두에 부담



자료: World Bank, 신한투자증권

수출의존도가 높은 원화(한국)의 상대 약세 예상



자료: Bloomberg, 신한투자증권

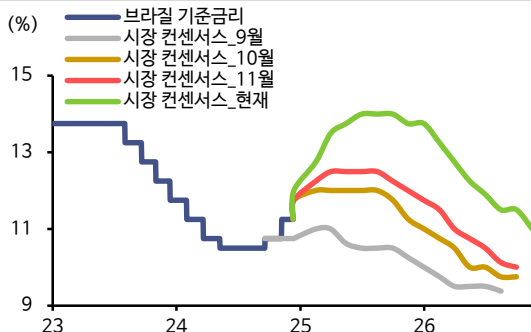
2025년 금리 전망, 1분기 인상 사이클에 상고하자 흐름 예상

금리 인상 사이클 이어질 수 있는 만큼 단기간 보수적 접근이 필요

브라질 기준금리 경로에 대한 시장의 예상치가 계속 상향조정되고 있다. 9월초 11.00%에 불과했던 금번 인상 사이클 최종 기준금리 컨센서스는 현재 14.00%를 상회하고 있다. 2010년 이후 고점인 14.25%에 육박한다.

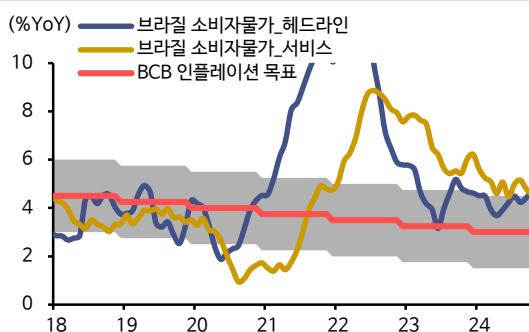
시장이 우려하는 뚜렷한 경기 회복세와 고환율은 당분간 지속될 수 있는 환경이다. 실업률은 2020년 이후 최저치를 경신하고 있고, 경제지표는 예상치를 상회하는 흐름이 이어지는 중이다. 견조한 경기와 고용은 서비스 중심 인플레이션 압력을 확대시키고 있다. BCB의 타겟 범위(+4.5%)를 상회하기 시작한 헤드라인 인플레이션은 목표 수준과의 괴리를 벌려나가고 있다. 역사적 고점에 도달한 헤알/달러 환율도 매파적 중앙은행 우려를 자극한다. 예상보다 장기화될 통화 긴축 사이클에 따라 시장금리도 상승 압력이 이어질 가능성이 높다. 2025년 1분기 기준 브라질 국채 10년물 금리는 13.00~15.50% 내 흐름을 예상한다. 단기간 브라질 국채 투자에 보수적 접근이 필요하다는 생각을 유지한다.

상향 조정되고 있는 브라질 기준금리 전망



자료: Bloomberg, 신한투자증권

서비스를 비롯한 주요 물가지수 목표치 상회



자료: Bloomberg, 신한투자증권

전고점을 돌파할 수 있는 기준금리, 그럼에도 장기화 가능성은 제한적

금번 회의의 가이드를 참고하면 최종 기준금리 레벨은 15.00%를 상회할 수 있다는 생각이다. 역사적 고점을 돌파한 헤알/달러 환율이 공격적 금리 인상예 명분을 제공한다. 미국이 금리 인하에 돌입했지만 시장은 강한 경기에 인하 사이클의 조기 종료 가능성을 우려하고 있다. 중앙은행 입장에서 공격적 금리 인상을 통해 환율 방어에 나서야 하는 상황이다. 향후 기준금리 경로는 100bp 인상 2회 단행 후 속도 조절을 통해 긴축 효과를 모니터링할 것으로 예상된다.

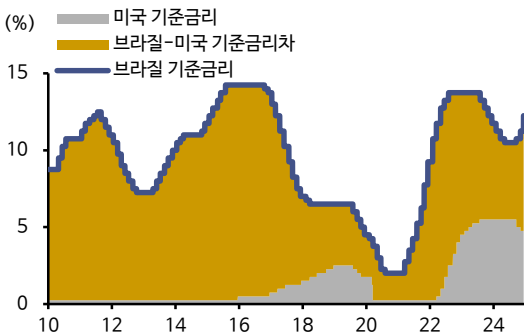
그럼에도 현재의 공격적 긴축 사이클이 장기화되지는 못할 것으로 예상된다. 15.00%의 기준금리 전망과 BCB의 2025년 인플레이션 전망치 4.5%를 고려하면 2025년 실질 기준금리 수준은 10.5%가 된다. 2010년대 최고 수준이다. 실질 기준금리가 전고점을 돌파했던 2022년 당시는 물가상승률과 경제성장률이 각각 고점에서 12.1%와 12.4%를 기록했던 시기였다. 3% 전후의 성장전망을 가진 현재 브라질 경제에는 장기화되기 어려운 긴축 강도라는 판단이다.

헤알/달러 환율 급등이 여전히 우려 요소로 남아있지만 약세장에서의 헤알화 움직임은 금리보다 재정이 중요하다. 재정과 국가 신용 관련 우호적 재료에 헤알화 추세적 약세가 제한될 만큼 공격적 긴축 장기화 가능성은 높지 않다는 판단이다. 15.00%의 최종 기준금리 전망과 회의당 50~100bp 인상 속도를 대입해 볼때 인상 종료 시점은 2025년 2분기에서 3분기 중으로 예상된다.

중장기적 관점에서 레벨 매력 구간에 진입한 브라질 국채금리

높은 긴축 수준에 2025년 인플레이션 레벨은 점진적으로 하향 안정될 것으로 예상된다. 물가 불확실성과 환율 변동성이 완화되면서 2025년 2분기 중 금리 인하 기대가 재형성될 수 있다는 판단이다. 경험적으로 브라질 금리 인상 사이클 종료 후 일정 기간이 지나면 10년물 금리가 기준금리를 하회하는 역캐리 현상이 자주 관측된다. 경기에 부담을 주는 금리 수준에 시장의 금리 인하 기대가 강하게 형성되기 때문이다. 이를 감안했을때 2025년 하반기 중 브라질 10년물 국채금리는 통화 완화 기대를 반영하며 13% 전후에 안착할 수 있다. 중장기적 시각에서 브라질 국채 투자 매력이 확대되고 있다는 판단이다.

환율 안정 목적 기준금리 인상 필요성 증대



자료: Bloomberg, 신한투자증권

고점에 근접하게 될 실질 기준금리 수준



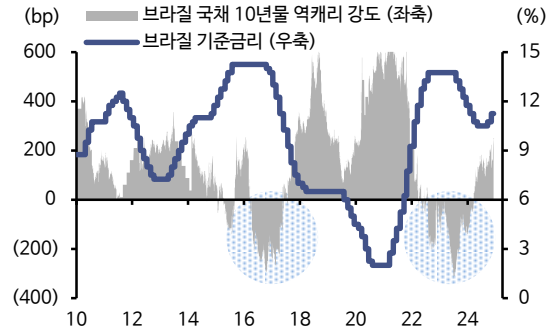
자료: Bloomberg, 신한투자증권

헤알화 약세장에서는 재정이 가장 중요



자료: Bloomberg, 신한투자증권

기준금리 고점에서 관측되는 역캐리



자료: Bloomberg, 신한투자증권

2025년 전략, 2분기 이후 점진적 장기채 비중 확대 제시

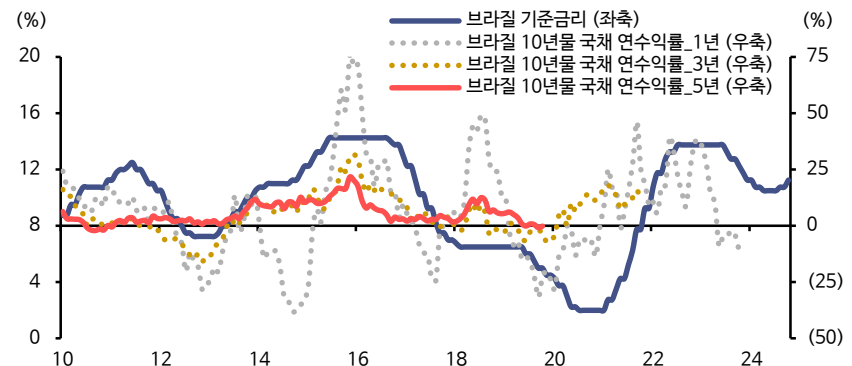
1분기까지 이어질 금리 인상 사이클, 보수적 접근 필요

당장은 2025년 1분기까지 이어질 금리 인상 사이클 경계가 필요하다. 부정적 시장 심리가 이어질수 있는 만큼 1분기말까지는 보수적 접근이 우세하다는 생각이다. 신규 진입 투자자는 인플레이션 지표 안정 전까지 시세차익보다는 단기채 보유를 통한 높은 이자수익에 집중하는 전략이 유효하다.

풍부한 인하 여력 + 높은 이자수익에 중장기 투자시 수익률 안정 기대

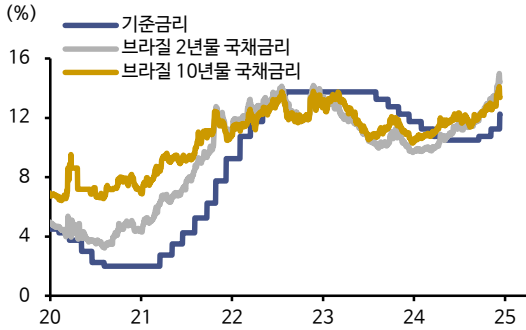
그럼에도 브라질 국채의 높은 이자율은 중장기적 투자 매력을 높인다. 역사적으로 극심한 헤알화 변동성을 경험한 2010년대에도 투자 기간이 길어질수록 안정된 연평균 수익을 확보할 수 있었다. 여기에 현재 브라질의 풍부한 금리 인하 여력은 중장기 관점에서의 기대수익률을 키우는 요인이다. 시장금리는 인플레이션 안정 및 금리 인상 중단 기대가 형성될 25년 2분기부터 하락이 예상된다. 25년 1분기 이후 점진적으로 장기채 보유 비중 확대를 제시한다.

고금리 시기 + 중장기 투자에서 안정적인 수익률 확인 가능



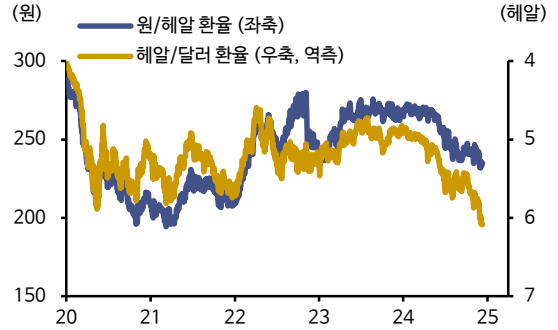
자료: Bloomberg, 신한투자증권

브라질 주요 국채금리 및 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

브라질 원/헤알 및 헤알/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 지백연).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.