

브라질, 연초 효과 지속 여부, 재정에 달렸다



Fixed Income Strategist

지백연

☎ (02) 3772-1541

✉ byji@shinhan.com

안재균

☎ (02) 3772-1298

✉ jk.ahn@shinhan.com

브라질 강세, 추세화 되기 위해서는 재정 신뢰 회복이 핵심

연초 브라질 주요 자산 강세에 전년도 손실폭 일부 만회

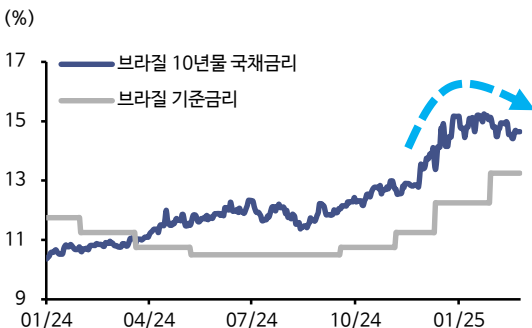
연초 헤알화와 브라질 국채의 반등이 두드러진다. 2024년 6.2를 상회하며 역사적 고점에 도달한 헤알/달러 환율은 현재 5.73으로 연초 대비 약 7% 하락했다. 원/헤알 환율 역시 250을 회복하며 작년 손실폭을 일부 만회했다. 작년말 15%를 상회했던 브라질 국채금리는 50bp 하락하며 14% 중반에 안착했다.

크게 세 가지 원인이 지목되고 있다. 1) 우선 2월초 현지 상, 하원 의장 선거 전까지 주요 법안 표결이 미뤄지면서 재정정책 관련 노이즈가 제한되었다. 2) 그리고 공격적 금리 인상으로 13.25%까지 오른 기준금리가 이자수의 매력을 부각시키면서 환율을 방어했다. 3) 작년말 브라질 중앙은행이 적극적 외환시장 개입을 단행한 점에도 이목이 집중됐다. 대규모 헤알화 매수에도 불구하고 현재 브라질 외환보유액은 여전히 IMF 권고치를 약 15% 상회한다. 중앙은행의 적극적 환율 관리 노력과 여전히 풍부한 추가 개입 여력이 시장의 안도감을 형성했다.

추세적인 강세를 위해서는 재정 지표 개선과 신뢰 회복이 필요

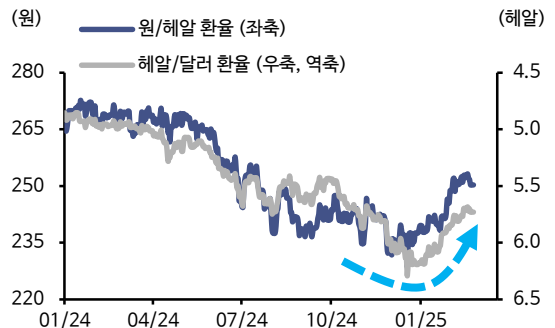
다만 2024년 브라질 자산 부진의 핵심이었던 재정 우려가 아직 완전히 해결되지 않았다. 작년 브라질 GDP 대비 재정적자 비율은 약 8.45%로 G20 국가 중 가장 높았다. 경기 호조에도 재정정책 지속 가능성에 대한 의구심이 헤알화 가치 급락을 이끌었다. 통화 절하에 따른 인플레이션과 외인 자본 유출을 염려한 중앙은행이 공격적 금리 인상을 단행하며 브라질 국채도 큰 폭 손실이 불가피했다. 재정 불안이 장기화되던 2003년과 2015년 당시에 고금리 정책이 브라질 금리매력을 상승시켰으나 결국 헤알화 약세를 막지 못했다. 지금의 반등이 추세를 타기 위해선 재정을 둘러싼 시장의 신뢰 회복이 선행되어야 한다.

브라질 주요 국채금리 및 기준금리 추이



출처: Bloomberg, 신한투자증권

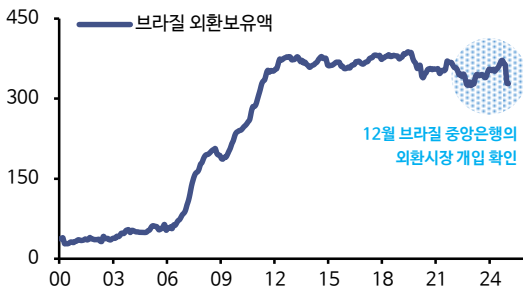
브라질 원/헤알 및 헤알/달러 환율 추이



출처: Bloomberg, 신한투자증권

중앙은행 외환시장 개입에 외환보유액 소폭 하락

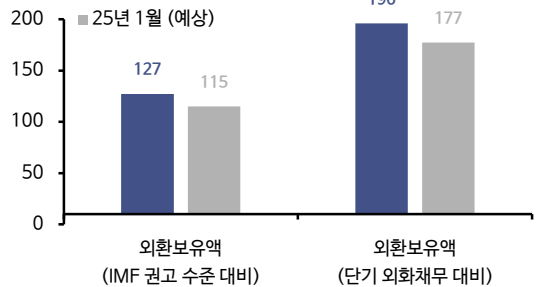
(십억달러)



출처: Bloomberg, 신한투자증권

개입 후에도 IMF 권고 상회하는 외환보유액

(%)

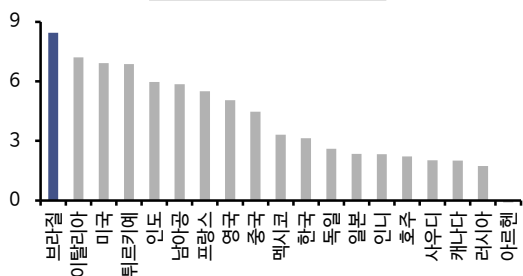


출처: IMF, Bloomberg, 신한투자증권

G20 국가 중 가장 높은 브라질 재정적자 비율

(%)

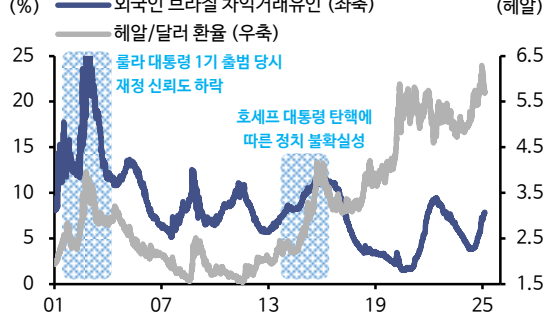
주요국 GDP 대비 재정적자 비율



출처: Bloomberg, 신한투자증권

높은 금리 매력에도 정치 이슈는 통화 약세 유발

(%)



출처: Bloomberg, 신한투자증권/ 차익거래유인: 미국-브라질 기준

환율, 긍정적 재료에도 정치 이슈 불확실성 경계 필요

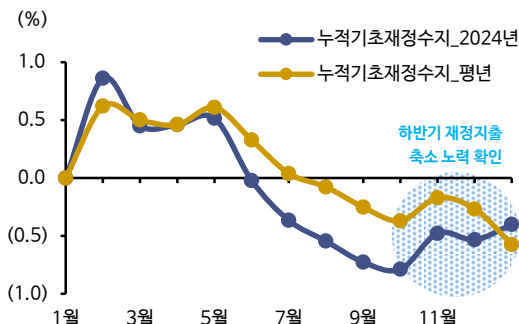
의회의 압박과 정부의 노력이 재정건전성에 대한 기대감을 조성

향후 재정 지표 개선을 기대할 만한 재료는 충분하다. 2월 초 87% 득표율로 하원 의장에 당선된 휴고 모타는 연설에서 '의회는 재정 안정의 수호자가 되어야 한다'고 역설했다. 이어서 그는 지난해 소득세 면제 구간 확대에 따른 재정적자 만화를 위한 적극적인 대책을 정부에 요구했다. 의회의 견제가 정부의 지출 확대 스탠스에 제동을 걸고 있다. 하반기 들어 정부 누적 기초 재정수지가 평년 대비 개선된 점도 주목할만하다. 재정건전성 확보와 통화 약세 대응을 위한 정부의 노력을 감안하면 작년 같은 재정 불안 심화 가능성은 낮게 판단한다.

정치 이슈인 만큼 향후 불확실성을 배제할 수 없음

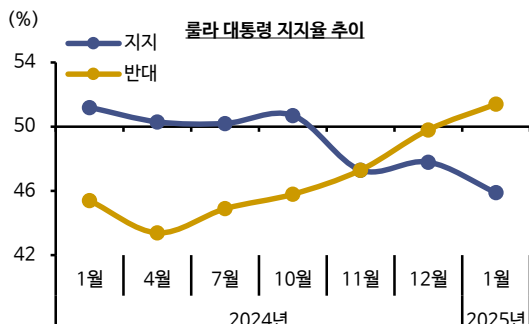
다만 재정 문제는 정치 이슈인 만큼 예측 불확실성이 상당히 높다. 최근 룰라 정부 지지율은 약 45%까지 하락하면서 처음으로 부정 평가에 역전당했다. 일각에서는 내년 대선을 앞두고 정부가 지지율 확보를 위해 또다시 적극적인 재정 확대 정책을 밀어 붙일 가능성도 제기하고 있다. 단기적으로 불확실성에 따른 환율 변동성은 불가피하다. 4월 공표될 브라질 정부의 2026년 예산 지침(PLDO)을 확인하기 전까지 헤알화 매수에 보수적 접근이 유효하다는 생각이다.

4분기 이후 누적 기초 재정수지 개선 흐름



출처: Bloomberg, 신한투자증권/ 주: GDP 대비 기준

물라 지지율 하락: 포퓰리즘적 재정 확대 우려



출처: AtlasIntel, 신한투자증권

금리, 경기 균열 조짐은 국채금리 추가 상승 가능성 낮추는 요인

통화 약세 우려에도 경기 둔화 우려가 매파적 중앙은행 우려를 제한

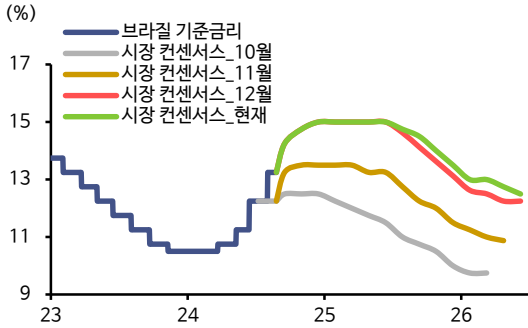
중앙은행의 기준금리 인상 여력 또한 축소되고 있다. 급격한 통화 긴축으로 브라질 실질 기준금리는 약 8.7%에 도달했다. 시장의 최종 기준금리 예상치 15%를 대입하면 향후 10%를 상회할 전망이다. 2%대의 낮은 성장 잠재력을 가진 브라질에게는 부담스러운 긴축 수준이다. 브라질 PMI, 소비자대지수와 같은 서베이 지표에서 2024년말부터 급락세가 관측된다. 3분기까지 호조를 이어간 서비스업 매출과 소매판매 지표에서도 4분기 부진한 흐름이 포착되기 시작했다. 견조한 경기에 균열이 관측되는 만큼 공격적 금리 인상에 부담이 지워지고 있다.

남아있는 재정 확대 우려가 통화정책 경로에 불확실성으로 작용한다. 다만 과거에도 경기 둔화가 동반되는 경우 중앙은행 긴축 규모는 제한됐다. 과거 2014년에도 정치 불안에 따른 해알화 약세로 중앙은행은 통화 긴축을 단행했다. 2015년 7월 이후에는 성장률이 크게 둔화하면서 침체 우려가 불거졌고, 해알화 20% 추가 약세에도 인상 사이클이 조기 종료된 바 있다. 현재 브라질 중앙은행 포워드 가이드를 참고하면 3월 이후 기준금리 14.25%가 예상된다. 점증하고 있는 경기 부담을 감안하면 향후에도 회의당 100bp 수준의 공격적 금리 인상을 지속하기 어렵다. 향후 기준금리가 현재 시장 전망치인 15%를 상회할 가능성은 낮다.

중장기 투자 관점에서 확보된 브라질 국채 투자 매력

경험적으로 브라질 기준금리 인상 사이클 종료 후 일정 기간이 지나면 10년물 금리가 기준금리를 하회하는 역캐리 현상이 자주 관측된다. 향후 기준금리 인하기대가 시장의 매수세를 자극하기 때문이다. 15%의 최종 기준금리 전망과 둔화되고 있는 경기 레벨을 감안하면 14%중반의 10년물 국채금리의 하락 여력은 풍부하다. 재정 이슈 부각에 따른 단기 변동성은 불가피하지만 중장기 관점에서 브라질 국채 투자 매력이 확보되고 있다. 브라질 국채를 이미 보유하고 있는 기존 투자자 입장에서 점진적 듀레이션 확대가 유효한 시점이라는 생각이다.

시장의 기준금리 인상 종착지 전망은 15%



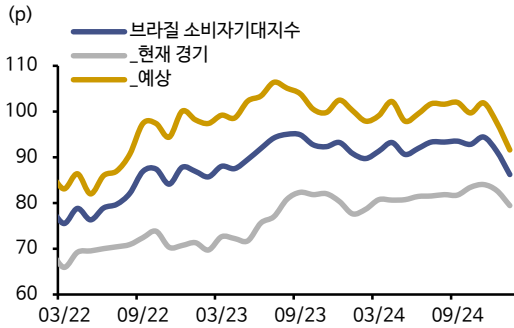
출처: Bloomberg, BCB, 신한투자증권

2025년 중 10%를 상회할 실질 기준금리



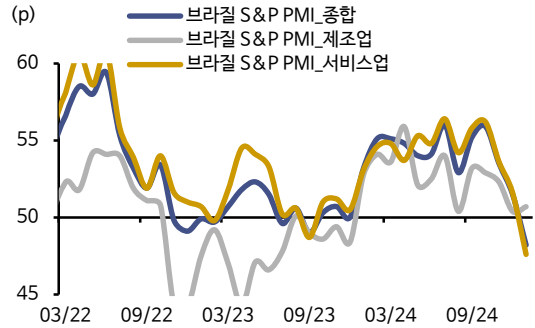
출처: Bloomberg, 신한투자증권

4분기 이후 소비자 심리 악화 확인



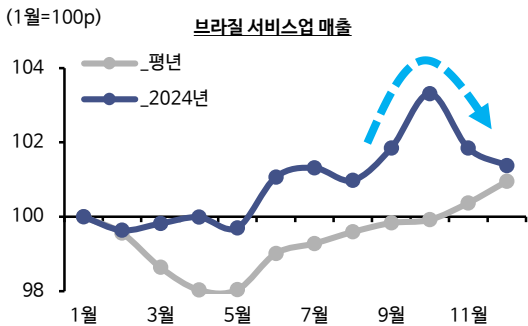
출처: Bloomberg, 신한투자증권

PMI 지표도 4분기부터 둔화 관측



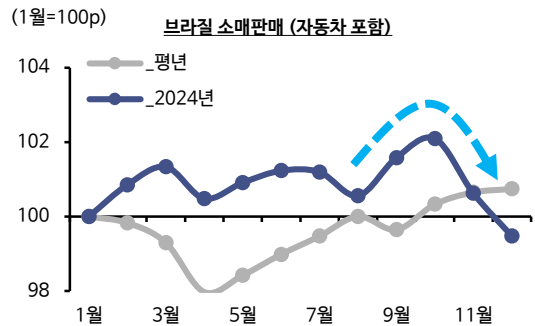
출처: Bloomberg, 신한투자증권

브라질 월별 서비스업 매출: 10월 이후 피크아웃



출처: Bloomberg, 신한투자증권

브라질 월별 소매판매: 4분기부터 둔화 전환



출처: Bloomberg, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 지백연, 안재균).
- ◆ 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 주관사로 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.