

# 브라질, 최악은 지나갔지만



Fixed Income Strategist

박민영

☎ (02) 3772-2638

✉ mypark@shinhan.com

## 금리 동결과 정치 불확실성 심화 → 브라질 국채 투자수익률 악화

브라질 국채 투자의 악재가 장기화되는 중이다. 6월 통화정책회의에서 기준금리를 10.50%로 동결했다. 금리 인하 사이클이 사실상 종료되었다는 인식에 국채금리는 기준금리를 상회하기 시작했다. 이어서 5월 재정수지 악화와 잇따른 정부 인사의 재정책대 발언이 정치 불확실성을 확대시켰다. 채권 가격 하락과 헤알화 연저점 돌파를 동시에 경험하며 6월 브라질 국채 투자 수익률은 크게 하락했다.

## 헤알화와 금리 전망: 약세장 지속 가능성 제한적으로 판단

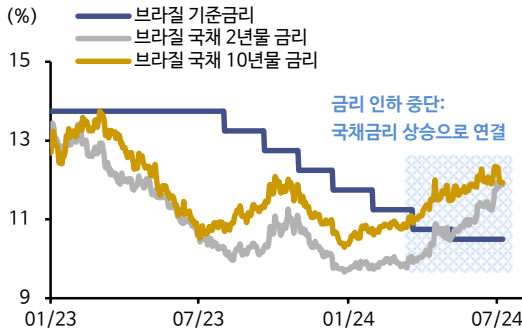
인하 사이클은 종료보다는 일시중단으로 판단한다. 브라질 5월 소비자물가는 MoM +0.49%로 BCB의 물가 목표(연간  $+3.0 \pm 1.5\%$ )를 위협했다. 이상기후에 따른 식음료 가격 상승이 인플레이션 우려를 확산시켰다. 견조한 경기와 타이트한 노동시장 또한 BCB의 긴축적 태도를 견인했다. 그러나 현재 브라질의 실질 기준금리는 6%대로 여전히 높은 수준이다. 2%의 낮은 성장전망을 가진 브라질에게 부담스러운 긴축 강도이다. 룰라 대통령이 BCB의 금리 동결을 지속 비판했던 점도 주목해볼만하다. 총재를 포함한 3명의 통화정책 위원의 임기가 올해 말 도래한다. 총재 선임은 상원의 승인이 필요하지만 높은 지지율을 얻은 룰라의 협상력을 고려하면 향후 BCB의 스탠스는 보다 도비시해질 가능성이 높다.

최근 헤알화 약세의 경우 재정지출 축소에 미온적인 반응을 보인 룰라 대통령의 발언이 주된 원인이었다. 빠르게 악화된 재정수지까지 확인하며 작년에 확립한 재정준칙(기초재정수지)0) 준수 가능성에 의문이 커졌다. 원/헤알 환율은 240원 대까지 내려오며 연저점을 지속 경신했다. 다만 시장의 혼란을 확인한 룰라 대통령은 259억 헤알(약 6조 5천억원)의 정부지출 감축을 지시했다. 이어서 재정준칙은 무슨 일이 있어도 지켜야 하는 일이라고 언급하며 충격을 수습했다. 이는 브라질 정부가 금융시장을 모니터링하면서 이슈에 대응하고 있다는 신호를 시장에 남긴 것으로 단기간 헤알화 추가 하락을 제한하는 내용이라는 판단이다.

## 매력적인 레벨 But 듀레이션 확대보다는 데이터 모니터링 필요

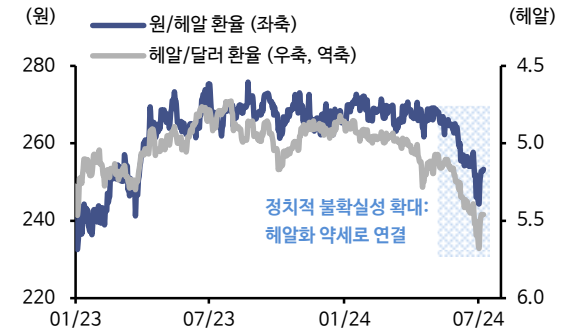
현재 금리, 환율 레벨은 매력적이다. 그럼에도 장기물 중심의 공격적인 투자는 주의가 필요하다. 신용등급이 투기등급에 위치해 있는 만큼 강세 재료보다 약세 재료에 민감하게 반응하는 경향이 있다. 대통령의 지출 감축 발언에 헤알화 하락을 일단 멈췄지만 약세장의 완전한 종료를 위해선 재정수지의 정량적 개선 확인이 필요하다. 금리 또한 인하 여력 잔존하지만 수요와 공급 측면 모두에서 남아 있는 물가 하방경직성에 단기간 인하 재개는 쉽지 않다. 정치, 물가 불확실성 해소 이전까지는 금리 민감도가 낮은 단기물 중심으로 매수해야한다는 판단이다.

### 인하 사이클 종료에 동결에 시장금리 상승 전환



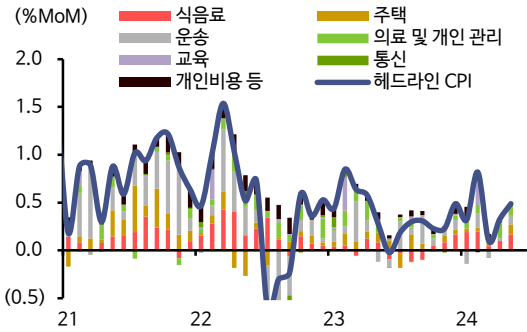
출처: Bloomberg, 신한투자증권

### 정치 불확실성 심화에 헤알화 약세장 전개



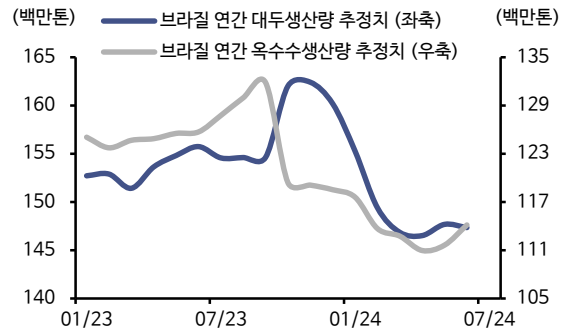
출처: Bloomberg, 신한투자증권

### 식음료 상승이 견인한 높은 물가수준



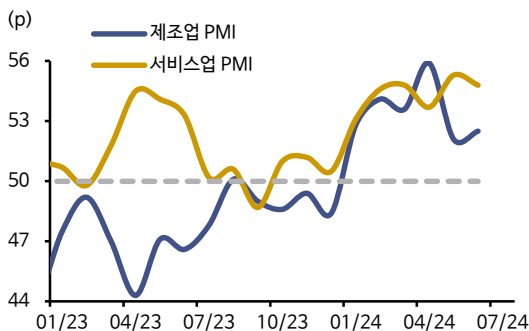
출처: Bloomberg, 신한투자증권

### 이상기후 및 곡물생산 감소: 식품 물가 상승 요인



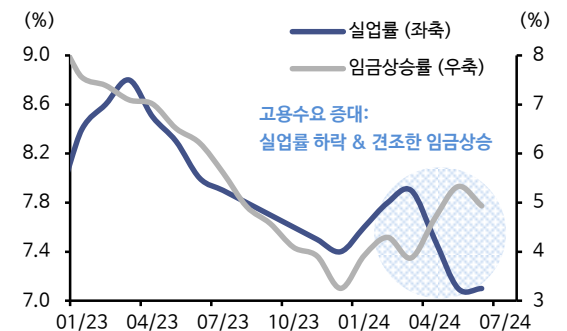
출처: Bloomberg, 신한투자증권

### 확장 국면의 PMI: 노동수요 확대 유발



출처: Bloomberg, 신한투자증권

### 노동수요 증대: 실업률 하락과 임금상승 유발



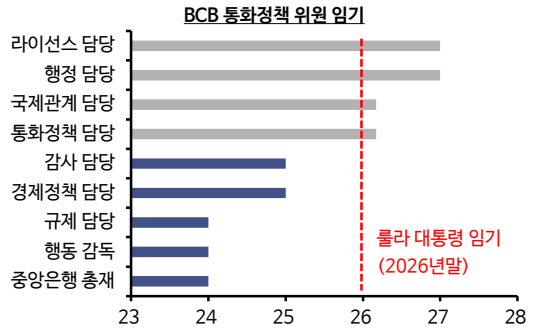
출처: Bloomberg, 신한투자증권

### 높은 실질기준금리: 낮은 잠재성장률에 부담



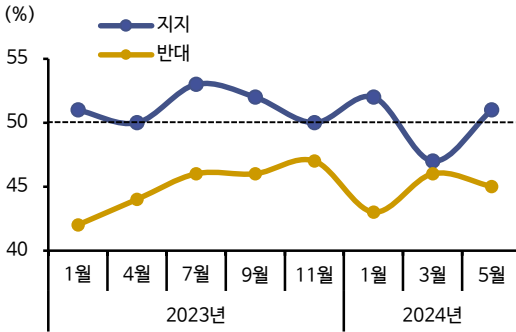
자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 3명의 통화정책 위원이 올해 임기 만료



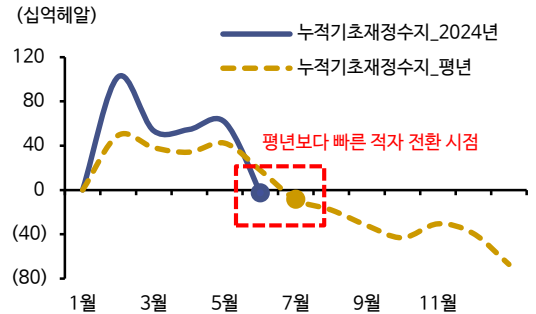
자료: 브라질 중앙은행(BCB), 신한투자증권

### 과반 이상의 룰라 지지율: 중앙은행 압력 지속 가능



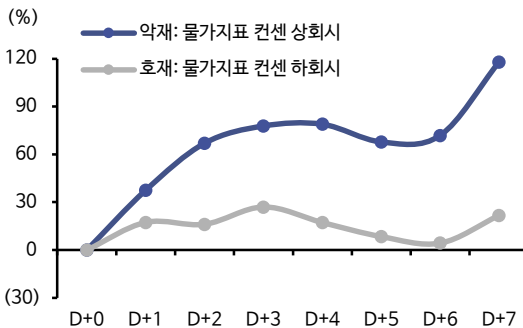
자료: Atlasintel, 신한투자증권

### 5월 기초재정수지 악화: 정치 불확실성 확대 요인



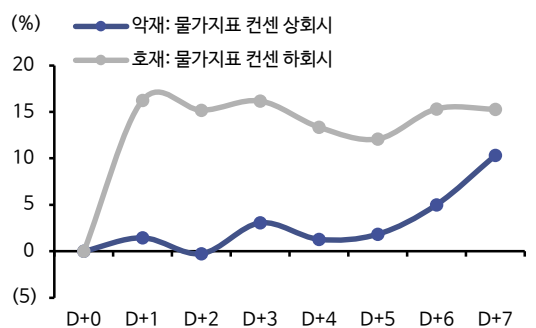
자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 브라질(신흥국) 금리 민감도: 약세 재료에 반응 ↑



자료: Bloomberg, 신한투자증권/ 주: '06년 이후 데이터의 평균

### 미국(선진국) 금리 민감도: 강세 재료에 반응 ↑



자료: Bloomberg, 신한투자증권/ 주: '03년 이후 데이터의 평균

## Compliance Notice

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