

브라질, 양치기 소년 다루기



Fixed Income Strategist

박민영

☎ (02) 3772-2638

✉ mypark@shinhan.com

금리, 하락 여력 풍부하나 연말까지 인플레이션 재발 리스크 경계

중장기 시각에서 브라질 시장금리 하락 여력은 풍부하다. 그러나 단기 시각에서 금리 상방 요인이 우위에 있다. 물가 상승률이 목표 범위 상단(4.5%)으로 높아졌다. 확대 재정 속 타이트한 고용시장이 이어지며 경기 회복세가 뚜렷하다. 6월 이후 해알화 약세가 가파르게 진행되며 기대인플레이션 반등 조짐이 확인된다. 중앙은행은 내년 중반까지 기준금리 동결 및 매파 스탠스를 유지할 전망이다.

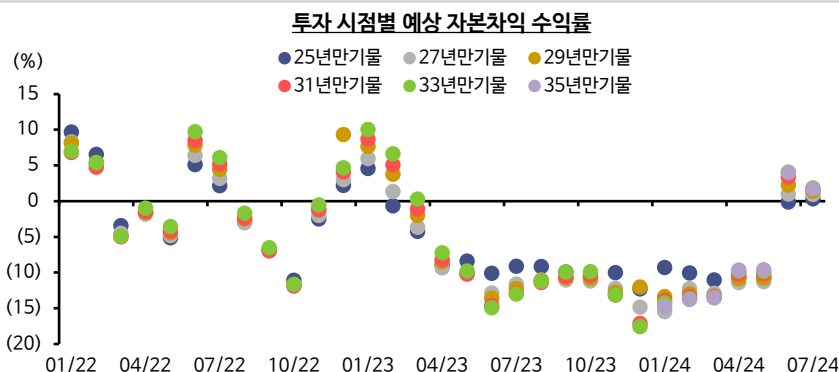
환율, 재정정책 신뢰 훼손. 감내 가능한 약세폭 고려하여 투자 결정

브라질 채권투자 난이도는 환율이 결정한다. 최근 성장 전망치 상향에도 통화 약세가 동행하고 있다는 점을 주목해야겠다. 성장 동력이 신뢰를 저버린 재정정책을 기반으로 하고 있기 때문이다. 신재정준칙 기준으로 금년 기초 재정수지 목표는 GDP대비 0%이다. 하반기 -2.4%로 시작했기에 목표 달성 가능성은 요원하다. 부채 증가, 신뢰 훼손 등으로 해알화 위상이 악화됐다. 희망을 걸어볼 이벤트는 금년말, 내년초 확인할 2025년 예산안 내용이다. 부정적인 내용이 상당 부분 선반영됐다고 생각하나 경험적으로 해알화 추가 약세 가능성을 열어둬야겠다.

전략, 투자자별 상황 & 정책 변화 여부에 따라 개별 대응책 도출

신규 투자자의 경우 진입 타이밍이, 기존 투자자의 경우 대응 전략이 고민일 것이다. 신규 투자는 연말까지 금리, 환율의 불확실성 완화를 확인한 이후 결정을 권고한다. 현재 예상되는 높은 수익률 만큼 위험성이 크다. 기존 투자자의 대응은 자본차익 유무, 투자 시점에 따라 적절한 전략이 상이하다. 수익 구간에서는 수익 실현 후 재투자에, 손실 구간에서는 이자 수취에 집중해야 한다는 생각이다.

투자 시점에 따라 상이한 Capital Gain. 상이한 투자전략 필요



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 해당 시점부터 현재까지 보유 가정. 이자 수익은 미고려

브라질, 양치기 소년 다루기

금년 브라질 채권투자는 높은 변동성을 동반한 부진한 성과가 이어지고 있다. 작년 공격적인 기준금리 인하 사이클이 지속되며 시장금리 하락이 예상됐으나 예상보다 이른 시점에 기준금리 인하 사이클이 종료됐다. 선반영하여 하락했던 시장금리는 레벨이 전체적으로 높아졌다. 10년물 금리 기준으로 연간 최저치 10.4%에서 최고치 12.3%까지 넓은 레인을 형성하며 반등했다(현재 11.7%).

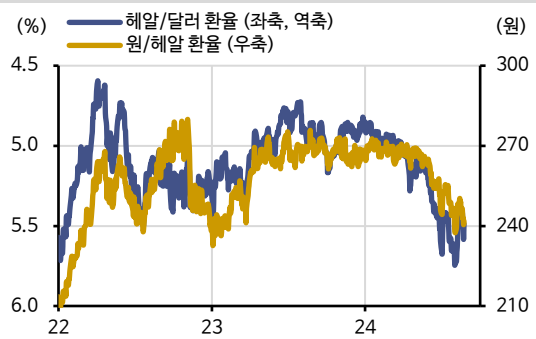
원/헤알 환율은 상대적으로 더 부정적이다. 상반기 260원대에서 등락을 이어가던 원/헤알 환율은 6월 기점으로 가파른 하락세가 유발되어 일시적으로 230원대에 진입했었다. 가격 급변동으로 신규 투자자에게는 금리, 환율 레벨이 매력적으로 보일 수 있고, 기존 투자자에게는 추가 손실에 대한 경계감이 높아졌을 것이다. 금년 브라질 국채 투자 환경을 재점검하고 투자자별 전략을 제시해보겠다.

브라질 기준금리 및 시장금리 추이: 24년 상승세



자료: Bloomberg, 신한투자증권

헤알/달러 및 원/헤알 환율: 24년 약세



자료: Bloomberg, 신한투자증권

금리, 하락 여력 풍부하나 연말까지 인플레이션 재발 리스크 경계

중장기 시각에서 브라질
시장금리 하락 여력 풍부

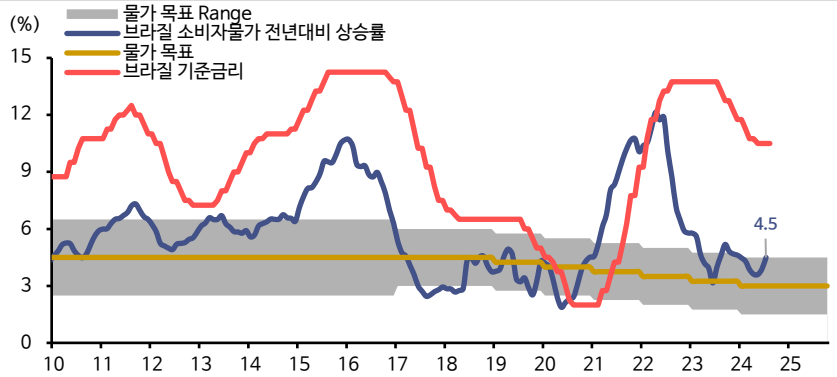
그러나 단기 시각에서
인플레이션 재발등 우려

중장기 시각에서 브라질 금리 하락 여력은 풍부하다. 현재 기준금리는 10.5%이다. 작년 상반기 13.75%에서 325bp 인하됐으나 여전히 주요국 중 최상위권에 위치해 있다. 위기 때는 2%까지 인하됐었다. 경기 시각이 비관적이지 않더라도 브라질 잠재성장률, 물가 목표를 고려할 때 장기 중립금리는 5~7%로 추정된다.

그러나 단기적으로 브라질 시장금리의 상방 압력은 지속될 수 있다. 글로벌 채권 시장을 주도하는 미국부터 기준금리가 중립금리 이하로 하락하기 어렵다는 시각이 팽배하다. 브라질은 내부 이슈도 하방보다는 상방으로 치우쳐있다.

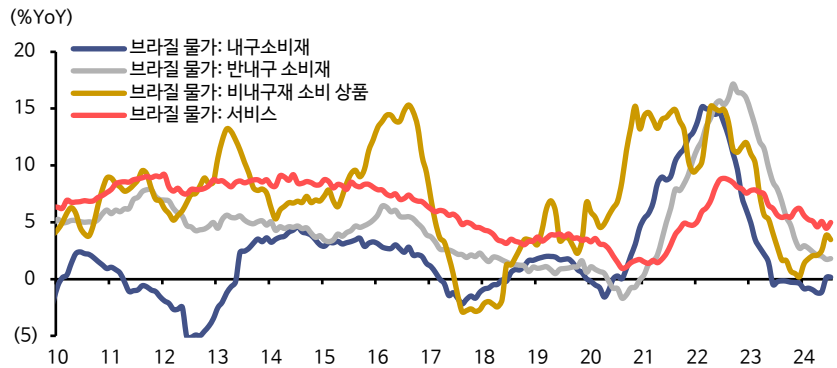
브라질 중앙은행은 목표는 물가 안정이다. 작년만 하더라도 물가 상승률 둔화를 확인하며 기준금리 인하를 단행했다. 금년 여름에 상황이 급변했다. 2분기부터 물가 상승률이 반등하기 시작하여 7월에는 목표물가 범위(1.5~4.5%) 상단에 위치했다. 인플레이션을 자극한 이유는 5월 대규모 홍수가 시작이었다. 식료품, 항공권 등 일부 상품 물가 반등이 가팔랐다. 문제는 서비스 물가의 상방 압력을 강화했다는 점이다. 물가의 일시적 요인에서 지속적 요인으로 경계감이 높아졌다.

목표 물가 레인지 상단에 도달한 브라질 인플레이션



자료: CEIC, 신한투자증권

인플레이션 우려 재발의 원인은 경직적인 서비스와 반등하는 비내구재 상품



자료: Bloomberg, 신한투자증권

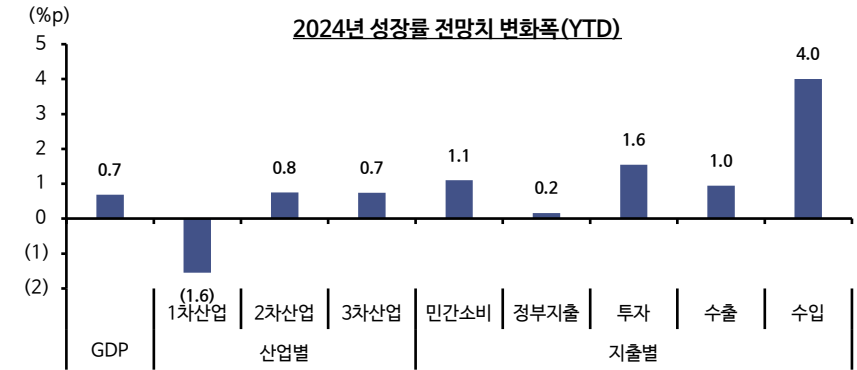
브라질 인플레이션 우려 =
1) 날씨 요인 + 2) 재정발
견조한 경기 + 3) 해알 약세

⇒ 기대인플레이션 불안
⇒ 매파적 통화정책 스탠스

서비스 물가로 인플레이션 압력이 전이되는 이유는 확대 재정정책 지원을 바탕으로 뚜렷한 브라질 경기 회복세에서 찾을 수 있다. 코로나19 이후 전세계적으로 관찰되는 타이트한 고용시장은 브라질에서도 확인된다. 정부의 정책 지원으로 서비스 경기는 견조하게 유지되고 있다. 실업률은 6.9%로 역대 최저 수준이며 실질 임금 상승세가 이어짐에 따라 경기 성격의 물가 압력이 상존하고 있다.

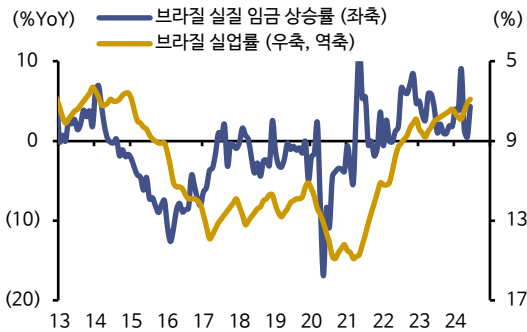
브라질 정부의 재정정책이 이미 경기 부양을 만들고 있다보니 기대인플레이션 관리 측면에서 브라질 중앙은행은 통화정책을 통한 견제가 필요한 국면이다. 특히 6월 기점으로 해알화 약세가 가파르게 진행됐다는 점을 유의해야겠다. 정부의 재정적자 지속이 해알화 약세 요인으로 언급되고 있다. 6월초 인접 국가인 멕시코에서 선거 결과가 좌파 진영 대승리, 재정 확대 전망이 불거지자 글로벌 투자자들에게 남미 지역의 재정 불확실성 부각으로 연결된 영향도 있다. 결과적으로 해알화 약세는 수입 물가 상승 및 인플레이션 자극으로 연결되기에 중앙은행의 매파적 스탠스를 강화시킨다. 안정되던 브라질 기대인플레이션이 반등하기 시작했다는 점도 단기간 기준금리 인하 기대를 어렵게하는 이유이다.

2024년 성장률 전망치, 내수 중심으로 상향 조정



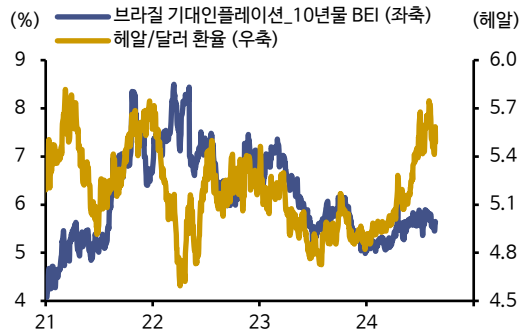
자료: BCB, 신한투자증권

타이트한 고용시장으로 실질 임금 상승세



자료: Bloomberg, 신한투자증권

헤알 약세까지 겹치며 기대인플레이션 불안



자료: Bloomberg, 신한투자증권

브라질 중앙은행, 기준금리 재인상 논의

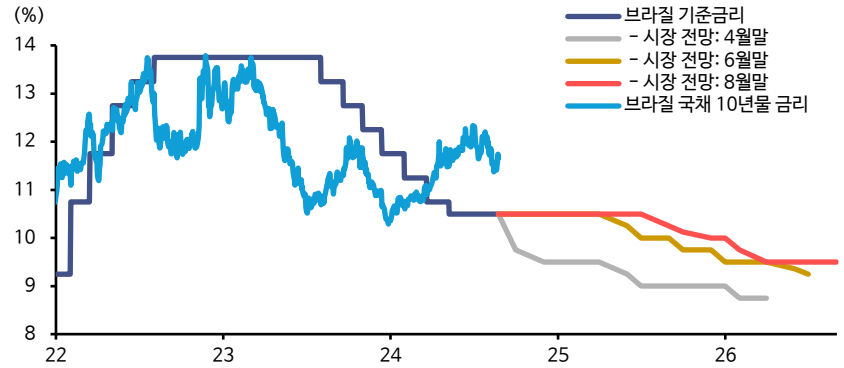
실제 인상 가능성 낮고 동결
기조 지속될 전망이다
안정 확인 이전까지
금리 하방 경직성 강화 전망

중앙은행의 매파 스탠스는 단기간 완화되기 어려워 보인다. 금년 성장률과 인플레이션 전망치가 동반 상향 조정 중이다. 환율까지 불안한 흐름을 보이고 있다.

8월 브라질 통화정책회의에서는 기준금리 인상 재개 가능성까지 논의된 것으로 확인된다. 브라질 물가 상승률이 목표 물가 레인지 상단에 도달했다고 하지만 기준금리가 10.5%로 높은 수준에 머무르고 있기에 실제 인상 가능성은 낮다고 생각한다. 고금리 환경 지속으로 시차를 두고 경기 둔화 및 물가 안정 기대가 가능하다. 금년 성장률 전망치는 상향 조정되고 있으나 내년 성장률 전망치는 하향 조정되고 있다는 점도 인플레이션 지속 가능성을 낮추는 내용이다. 그러나 내부, 외부 인플레이션 압력이 부각되는 상황에서 시장의 우려는 지속될 수 있다.

장기 금리 전망만 보고 브라질 채권투자를 결정해서 안된다. 최근에는 금리 상승에 환율 불안까지 겹쳐있기에 단기 손실향이 확대될 수 있다. 당장의 매력적인 금리 레벨에 집중하기보다 연말까지 인플레이션 안정 여부 확인 및 내년 중반 기준금리 인하 사이클 재개 가능성을 재점검해야한다는 생각이다.

후퇴하는 기준금리 인하 재개 시점. 단기적으로 보수적인 시각 유지 필요



자료: Bloomberg, BCB, 신한투자증권

환율, 재정정책 신뢰 훼손. 감내 가능한 약세폭 고려하여 투자 결정

2024년 헤알화 급락 이유:

- 1) 신재정준칙을 무시한 확장 재정정책 → 재정정책 신뢰 훼손
- 2) 외부 성장 동력 부재. 원자재 가격 하향 안정, 중국 경기 부진 지속

브라질 채권 투자를 어렵게 만드는 내용은 항상 환율이었다. 금번 시장금리 환경에서 주목할 부분은 성장이 견조하지만 헤알화 약세가 진행되고 있다는 점이다. 통화는 국가의 펀더멘탈을 반영하는데 현재 브라질은 성장률 상향과 통화 약세가 동행하고 있다. 이는 내/외부 성장 동력의 차별화에서 답을 찾을 수 있다.

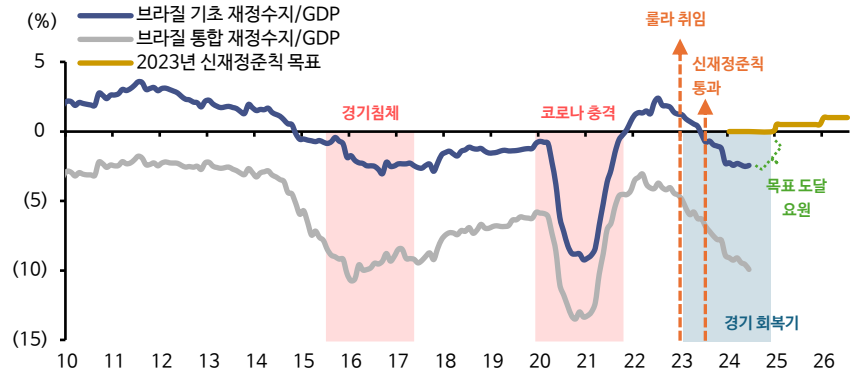
최근 브라질 경제 성장 동력은 내수 지원을 위한 재정정책이 크다. 성장을 위한 확장 재정정책 과정에서 정부에 대한 신뢰가 훼손되며 헤알화 약세를 만들었다는 판단이다. 2023년 물라 정부가 시작되며 다수의 정책이 통과됐다. 그 중 브라질 신용등급을 직접적으로 상향시킬 정도로 영향력이 있었던 정책은 6월달에 통과된 신재정준칙이었다. 내용은 과도한 재정적자를 축소하기 위한 방안이며 가이드라인에 따르면 GDP대비 기초재정수지가 24년 0%, 25년 +0.5%, 26년 +1.0%로 개선될 것으로 예정됐다. 그러나 금년 0% 재정수지 달성 가능성은 요원해졌다. 2분기부터 지출 확대가 심화되어 GDP 대비 -2.4% 수준을 유지하고 있다.

6월 이후 시장의 혼란이 거세지자 정부는 일부 감축을 발표했으나 여전히 적자 지속이 예상되고 신뢰 또한 크게 훼손된 상황이다. 실제 데이터 확인 이전까지 보수적인 시각이 지배할 것으로 예상된다. 변곡점으로 주목할 이벤트는 금년말, 내년초 통과될 2025년 예산안 내용이다. 물라 정부의 재정 강도에 주목해야겠다.

외부 성장 동력이 약하다는 것도 문제이다. 금년 지출별 성장률 전망치의 조정폭을 보면 수출은 1%p 상향 조정, 수입은 4%p 상향 조정됐다. 재정정책으로 브라질 내부 수요는 확대됐으나 외부 수요는 상대적으로 부진하다는 의미이다.

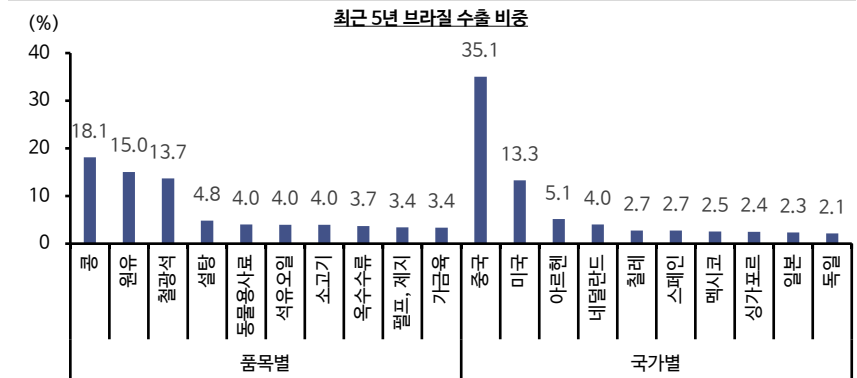
브라질의 주요 수출 품목은 원자재, 수출 국가는 중국이다. 원자재는 공급망 우려가 해소되고 글로벌 수요에 따라 움직이고 있다. 미국의 경기 둔화, 유로존의 회복 지연 등으로 원자재 가격은 하향 안정세이다. 국가별로 브라질은 중국 의존도가 높다. 최근 중국은 부동산 경기 부진으로 수요가 약하게 이어지고 있다. 중국 경기 회복 이전까지 유의미한 헤알 강세를 기대하기 어려워 보인다.

경기 회복 상황에서도 브라질 재정적자 심화. 신재정준칙 도달 어려움



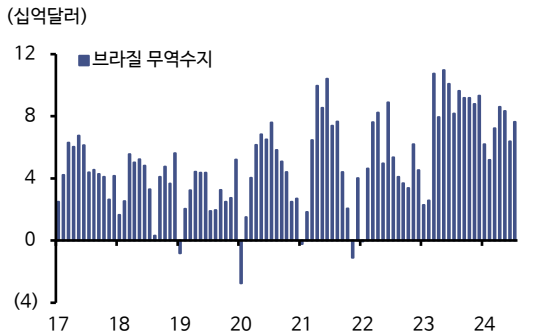
자료: Bloomberg, 신한투자증권

브라질 수출 비중: 품목별로는 원자재, 국가별로는 중국이 핵심



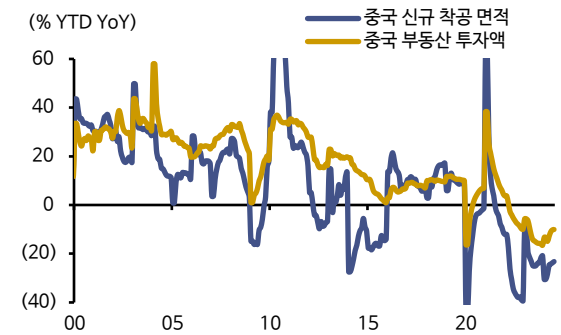
자료: CEIC, 신한투자증권

23년 피크아웃하여 둔화되고 있는 무역수지



자료: CEIC, 신한투자증권

중국 부동산 부진으로 브라질 대외 수요 약화



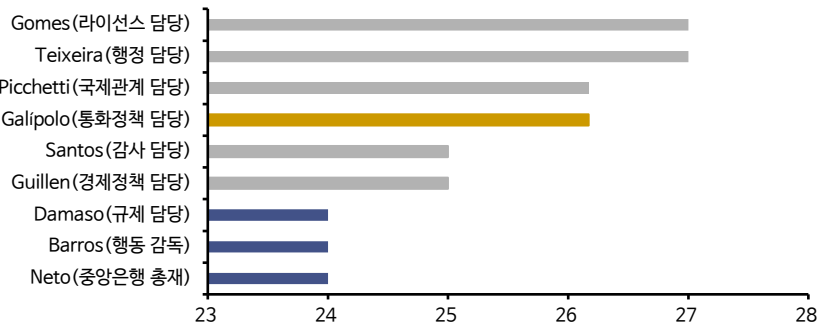
자료: CEIC, 신한투자증권

통화정책 독립성 위협,
일부 해알화 약세 요인

중앙은행 독립성에 대한 우려도 잔존한다. 언론을 통해 물라 대통령과 네토 브라질 중앙은행 총재의 갈등이 빈번히 확인된다. 경기 부양 차원에서 정부의 인하 압력과 물가 안정 차원에서 중앙은행의 매파 스탠스가 주요 내용이다. 통화정책의 원칙은 해알화의 가치 보존으로 연결된다. 다만 브라질 중앙은행 총재 외 2명 위원의 임기가 금년말까지이다. 차기 총재는 친정부 성향의 인물이 선정될 수 있다는 우려가 잔존하고 있다. 유력 후보로 Galipolo 위원이 언급된다. 향후 행보를 지켜봐야하나 현재 물가 안정의 중요성을 피력하고 있다는 점은 긍정적이다.

브라질 중앙은행 위원 임기: 내년 총재 교체 가능성 높음. 친정부 인사 주목

BCB 통화정책 위원 임기



자료: BCB, 신한투자증권 / 주: 파란 - 내년 교체 대상, 황금 - 친정부 인사로 차기 총재 유력 인물

신용등급 상향 호재 있으나
단기적으로 약재 경계

해알화 관련 부정적 재료만 있는 것은 아니다. 작년 다수의 개혁 정책으로 브라질 신용등급이 기존 BB-에서 BB0로 상향됐다. 금년 6월에는 무디스에서 추가 상향 가능성을 시사했다. 중장기적으로 해알화 가치의 상승 재료이다.

경험적으로도 보수적 접근
필요. 부채 증가 주목

당장은 해알화 강세를 전망하기보다 하방 경직성을 만드는 내용으로 해석해야한다. 경험적으로 해알화 전망은 보수적인 접근이 필요하다. 부채 증가가 예상되기에 약세 리스크에 보다 주의를 기울여야겠다. 재정 약화의 상당 부분을 반영하고 있다는 점은 추가 하락 여력을 제한하는 내용이나 보수적인 관점에서 부채 증가 경로 지속될 경우 내년말까지 200원대 초반 진입이 가능할 전망이다.

내년말까지 15% 추가 약세
가능성 열어두기

브라질 신용등급 상향은 해알 강세 요인이나



자료: Bloomberg, S&P, 신한투자증권

예상보다 꾸준히 증가하는 부채가 리스크 요인



자료: CEIC, BCB, 신한투자증권

전략, 투자자별 상황 & 정책 변화 여부에 따라 개별 대응책 도출

신규 투자자:

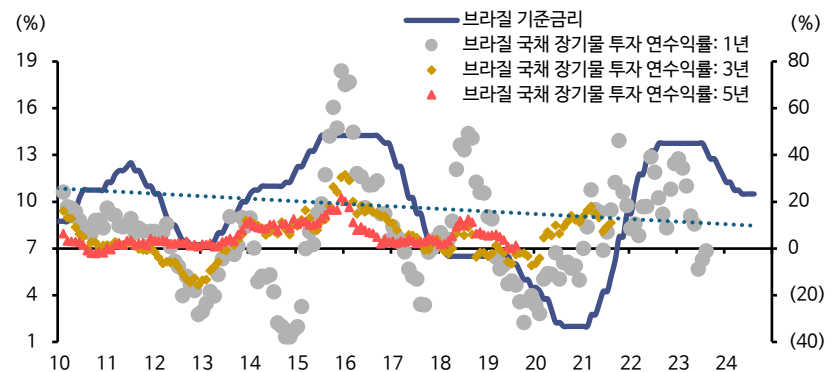
- 1) 단기물은 해알화 영향.
해알 전망 고려할 때 부정적
- 2) 장기물은 시계열에 따라
투자 성격 상이
 - 짧은 시계열은
High Risk, High Return
 - 긴 시계열은 이자 수취로
수익률 안정화 가능
(5년 보유 시, 과거 평균
연간 +5.6% 수익률)

신규 투자자의 경우 진입 타이밍이, 기존 투자자의 경우 대응 전략이 고민일 것이다. 우선 신규 투자자는 브라질 국채 투자 성격 이해가 선행되어야 한다.

만기에 따라 단기물, 장기물 투자자로 구분할 수 있다. 1) 단기물은 듀레이션이 짧기에 채권 가격 변동성이 낮다. 대신 해알화에 노출되기에 해알화 움직임이 수익률을 결정한다. 환율 환경을 고려할 때 재정 불확실성 해소 여부를 확인하자.

2) 장기물에 투자할 경우 투자 기간에 따라 투자 성격이 나뉜다. 짧은 시계열(1년 내외)에서 극단적인 수익률 범위가 확인된다. 금리, 환 변동에 따라 연 -40%에서 +70%까지 분포되어 있다. 높은 수익률 만큼 높은 변동성을 보인다. 반면 긴 시계열에서 수익률은 안정된다. 이표 기준 연 10%의 높은 이자가 가격 변동 리스크를 상쇄한다. 장기적으로 원/해알 환율이 우하향했음에도 5년간 보유했을 경우 연평균 +5.6% 수익률을 기록했다. 높은 이자 수취가 중요하기에 금리 인하 재개 시기 압박 전에 진입하는 것이 장기 수익률 상향으로 이어질 전망이다.

투자 시계열을 짧게하면 High Risk & High Return, 길게하면 수익률 안정



자료: Bloomberg, 신한투자증권

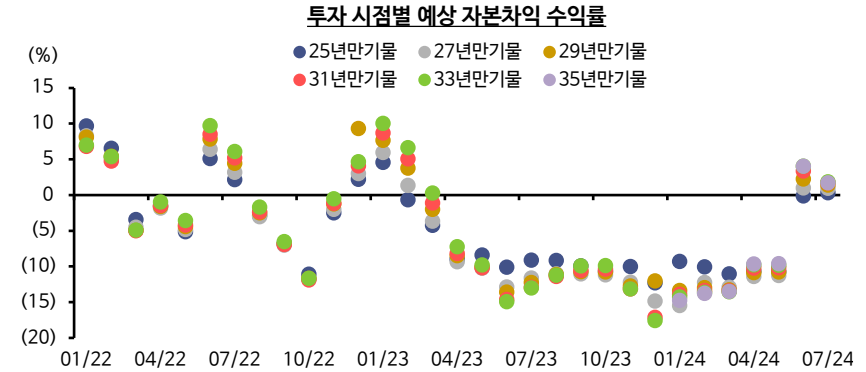
기존 투자자:

- 1) 자본차익 (+)일 경우,
금년 중 차익 실현 후 재투자
- 2-1) 자본차익 (-)일 경우,
이자 수취로 수익률 안정화
- 2-2) 이자 포함 시 (+),
금리 비교하여 갈아타기

이미 브라질 국채 포지션을 가지고 있는 투자자들은 투자 시작 시점에 따라 적절한 전략이 달라진다. 1) 이자를 제외하고 채권 가격 기준으로 수익 구간에 있는 투자자들은(22년 중반, 23년 초 진입 추정) 금년 중 매도 후 재투자를 권고한다. 내년 금투세 도입됨에 따라 250만원 이상의 채권 자본차익이 발생할 경우 22% 세금이 부과되기 때문에 금년 중 비과세로 수익 확정 후 신규 투자를 추천한다.

2-1) 자본차익이 손실 구간에 있는 투자자들은(23년 2분기 ~ 24년 2분기 진입 추정) 금투세와 무관하기에 중장기 관점에서 이자 수익을 통해 수익률 안정화를 꾀하는게 유리할 것이다. 2-2) 이자를 포함해서 상당부분 수익이 확보된 투자자의 경우(23년 이전 진입), 높은 금리의 장기물로 갈아타기를 고려해 볼 수 있다. 현재 시장금리와 투자 시점 시장금리를 비교해서 현재 금리가 더 높다면 교체할 채권을 통해 더 장기간, 높은 이자 효과를 만들 수 있다.

투자 시점에 따라 상이한 Capital Gain. 상이한 투자전략 필요



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 해당 시점부터 현재까지 보유 가정. 이자 수익은 미고려

2-2) 알아타기 사례 예시

		31년 만기	33년 만기	35년 만기
투자시점(04/22)	시장금리	11.34%	11.39%	-
	채권 가격	957.38	945.91	-
	원/헤알 환율	260.87원	260.87원	-
현재(08/24)	시장금리	41.70 %	41.64%	11.65%
	채권 가격	945.69	934.60	923.67
	원/헤알 환율	241.87원	241.87원	241.87원
자본차익	헤알화 기준	(1.22)%	(1.20)%	-
	원화 기준	(8.42)%	(8.39)%	-
수취한 이자 포함	헤알화 기준	24.89%	25.23%	-
	원화 기준	17.07%	17.40%	-

자료: Bloomberg, 신한투자증권

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.