해외채권 Analyst 박준우, CFA
02-6114-2972 junoo.park@kbfg.com

KB 외화채권

[브라질] 25bp 인하. 장기 국채 매수는 신중해야

해외채권

2024년 5월 9일

더 많은 리포트 보기

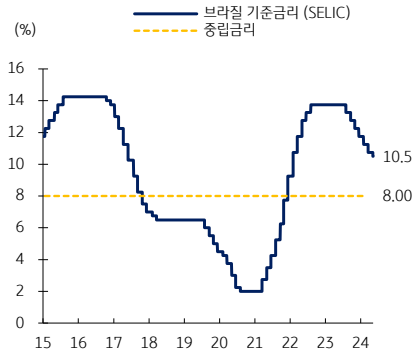
브라질 채권 수익률 리뷰: 약 +2% (YTD). 대부분 이자수익

올해 브라질 헤알화 국채 투자 수익률은 약 +1.9%다 (만기 약 3년 채권, 원화 환산, 5/7 기준). 브라질 국채 금리는 연초 10% 초반에서 11%대까지 상승해 자본손실이 2~3% 발생했다. 반면 이자수익이 3~4%로 자본손실을 상쇄했다 (그림 1). BRLKRW는 뚜렷한 방향성 없이 강보합을 유지하고 있다 (그림 2). 달러 대비 헤알화 가치가 5% 하락했으나 (USDBRL 상승), 달러 대비 원화 가치가 더 큰 폭으로 절하 (USDKRW 상승)된 영향이다. 결론적으로 금리 상승으로 인한 자본 손실에도 불구하고 이자수익과 소폭의 환차익으로 소폭의 수익이 발생했다.

통화정책: 예상보다 빠른 속도 조절. 인하는 계속 진행되겠으나...

지난 3월, KB증권은 5월 50bp 인하 이후 6월부터 25bp로 인하 폭을 축소할 것으로 예상했다. 그러나 5월 브라질 통화정책 위원회 (Copom)는 기준금리를 10.75%에서 10.50%로 25bp 인하했다. 예상보다 이른 시점에 인하 속도를 조절했다. 시장은 이미 4월부터 인플레이션 전망 악화에 근거해 속도 조절 가능성을 반영했다. 3월 소비자물가 상승률은 전월비 +0.16%로 예상 (+0.20%)을 하회했으나, 기대 인플레이션이 문제였다. 지난 3월까지 시장의 2025년 기대 인플레이션은 목표 (3%)보다 높은 3.5% 수준에 머물렀고, 중앙은행은 그 기대치가 3.0%까지 내려가기를 기다렸다. 그런데 4월부터 오히려 '상승'하기 시작했다. (1) 헤알화 약세로 인한 수입물가 상승 우려, 그리고 (2) 재정적자 전망이 다시 악화된 영향이다. 대외적으로 미국 금리 급등과 달러화 강세로 헤알화 약세가 불가피했다. 또한 대내적으로도 지난 4월 정부가 2025년 기초 재정수지 흑자 전망을 GDP 대비 0.5%를 0.0%로 하향 조정했다.

브라질 기준금리



자료: Bloomberg, KB증권

브라질 중앙은행은 연내 25bp씩 4회 (6, 7, 9, 12월) 추가로 인하할 전망이다 (연말 기준금리 9.50%). 지난 3월 통화정책회의 의사록에서 향후 인하 속도 조절이 인하 사이클의 중단은 아니라는 점을 강조한 바 있다. 또한 9%대 기준금리는 여전히 긴축적인 레벨이므로 추가 인하에 큰 부담은 없을 전망이다. 정말 중요한 것은 내년이다. 이번 통화정책회의에서 5명은 25bp, 4명은 50bp 인하를 주장했다. 50bp 인하를 주장한 4명의 위원은 모두 룰라 대통령이 새로 임명한 인사들이다 (룰라는 취임 후 총 9명의 위원 중 4명의 위원을 임명. <표 2> 참고). 인플레이션 안정보다 경기 부양을 강조하는 위원들의 세력이 커지기 시작한 것이다. 2025년부터는 총재를 포함해 3명의 위원을 추가로 앉힐 예정이다. 기준금리를 고점에서 인하하는 것은 큰 문제가 안된다. 그러나 기준금리가 중립 수준에 근접하는 시기에 완화적인 성향이 득세하면 장기 기대 인플레이션이 상승 위험이 비선형적으로 높아진다.

이슈: 브라질 덮친 홍수. 인플레이션과 재정수지에 부정적 영향은 불가피

브라질 남부 지역에 역대 최악의 홍수가 덮쳤다. 사망자가 100명 이상인 것으로 알려졌다. 결국 인플레이션과 재정수지에 악영향을 미칠 전망이다. 농업, 특히 쌀 생산이 연간 예상 규모의 8~9%만큼 감소할 것으로 예상된다. 인플레이션에 직접적인 영향은 연 0.1%p 수준으로 추측되나, 잠재적으로 농산물 수출 부진과 헤알화 약세 가능성까지 감안하면 그 효과는 커질 수 있다. 더 큰 문제는 재정수지 악화다. 정부는 비상사태를 선언하고 기존의 재정 목표 혹은 지출 한도를 벗어나서 지출을 늘릴 계획이다. 하원에서 이미 긴급 지출 법안을 승인했다. 재해로 인한 재정 지원인만큼 반대의 목소리가 사실상 나올 수 없는 상황이다. 이미 4월에 2025년 재정 건전화 목표를 늦춘 상황에서 추가적인 지출까지 겹치는 상황인 것이다.

브라질 채권 전망: 기준금리 인하 기대 눈높이를 낮춰야. 단기물 캐리에 집중

3월에는 '기준금리 인하 기대 눈높이를 낮추고, 단기물 캐리에 집중'할 것을 강조했다. 여전히 단기물을 선호하는 한편 장기물은 리스크 관리가 필요한 시점으로 판단한다. (1) 달러 강세로 인한 헤알화 약세, 이에 따른 수입물가 상승 여파가 이어질 수 있다. (2) 중앙은행이 룰라의 입맛대로 완화적인 위원으로 구성될 경우, 내년에 불필요한 기준금리 인하로 인해 장기 기대 인플레이션이 상승하고, 결국 장기금리가 상승할 위험이 커졌다. (3) 설상가상으로 재정 건전화 과정이 지연되는 가운데 재난으로 인한 재정지출 확대가 불가피해졌다. 당분간은 금리 인하 사이클이 지속될 것이고, 단기금리는 높은 이자수익이 자본차익을 상회할 전망이다. 그러나 장기금리는 소폭의 금리 상승에도 손실이 커질 수 있는 만큼 리스크 관리가 필요하다.

한국 (원화) 투자자 입장에서,

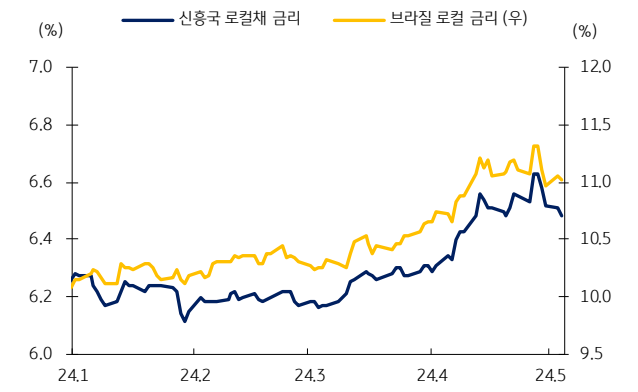
브라질 채권 투자 수익률
= 채권 + 외환
= (이자수익 + 자본차익)
+ (USD 대비 BRL + KRW 대비 USD)

표 1. 브라질 헤알화 국채 투자 수익률

(%)	수익률 (Total Return)	채권		외환	
		이자수익	자본차익	BRL (vs. USD)	USD (vs. KRW)
YTD (2024)	1.9	3.5	-2.6	-4.7	5.7
4Q23	5.0	2.8	3.0	3.8	-4.5
3Q23	-1.6	2.6	-1.8	-4.9	2.4
2Q23	14.2	3.1	4.1	5.8	1.2
1Q23	11.7	3.2	1.1	4.4	3.0

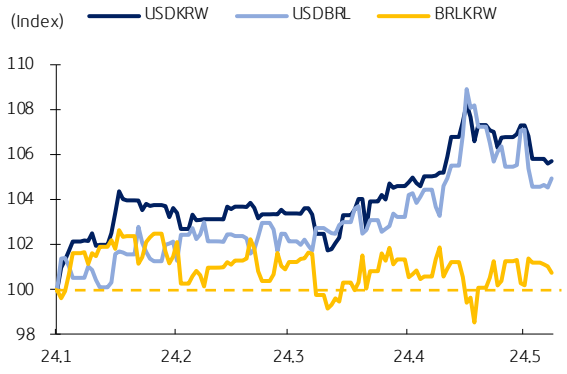
자료: 인포맥스, KB증권
주: 3월 19일 기준. 만기 약 3년 채권의 수익률로 실제 수익률은 이와 상이할 수 있음. 요인별 기여도도 정확성을 담보하지 않음

그림 1. 성과 리뷰: 브라질 채권 금리 상승으로 자본손실 발생



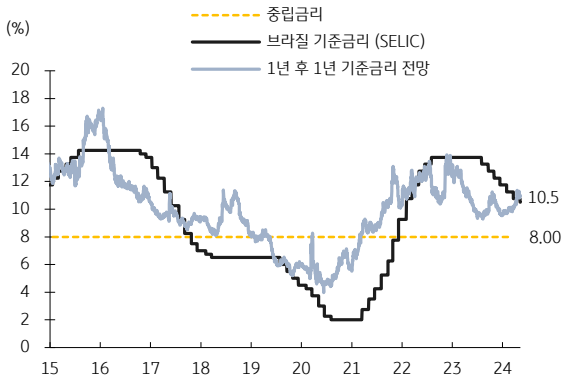
자료: 인포맥스, KB증권

그림 2. 성과 리뷰: '원화' 대비 헤알화 가치 강보합



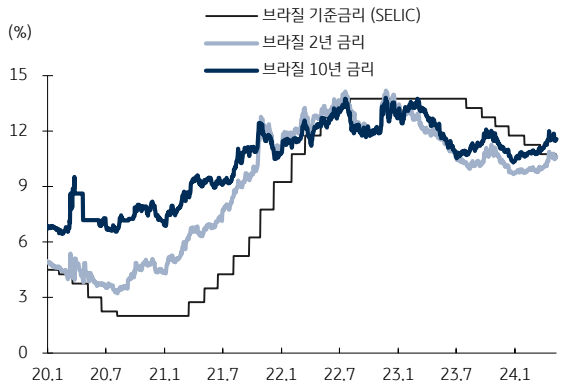
자료: 인포맥스, KB증권

그림 3. [금리] 브라질 기준금리 및 시장의 인하 기대



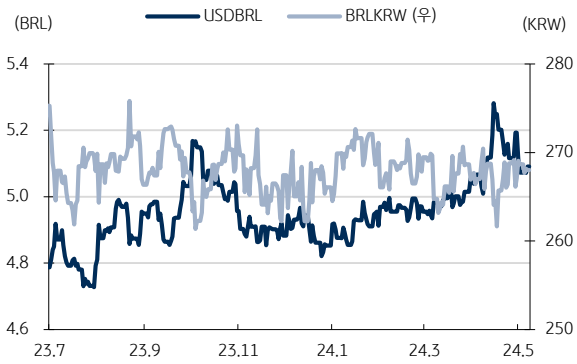
자료: Bloomberg, KB증권

그림 4. [금리] 브라질 기준금리와 국채 2, 10년 금리



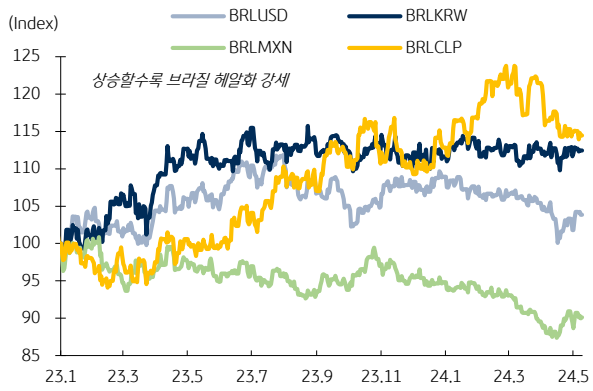
자료: Bloomberg, KB증권

그림 5. [환율] USDBRL, BRLKRW 환율 추이



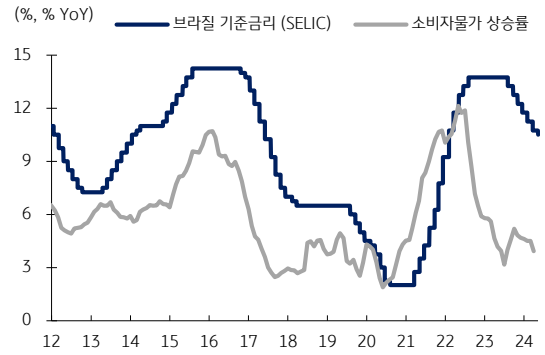
자료: Bloomberg, KB증권

그림 6. [환율] 달러 및 주요 신흥국 통화 대비 헤알화 가치



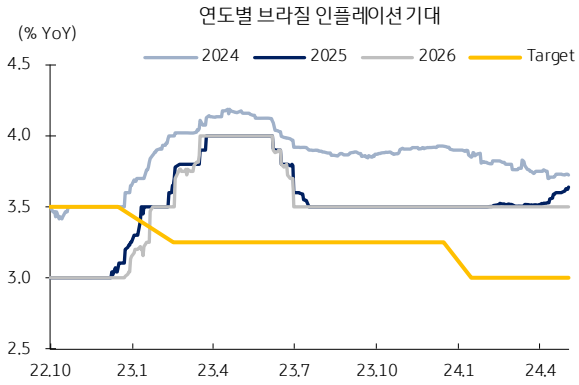
자료: Bloomberg, KB증권

그림 7. [인플레이션] 브라질 기준금리와 소비자물가 상승률



자료: Bloomberg, KB증권

그림 8. [인플레이션] 브라질 소비자물가 상승률 전망



자료: BCB, KB증권

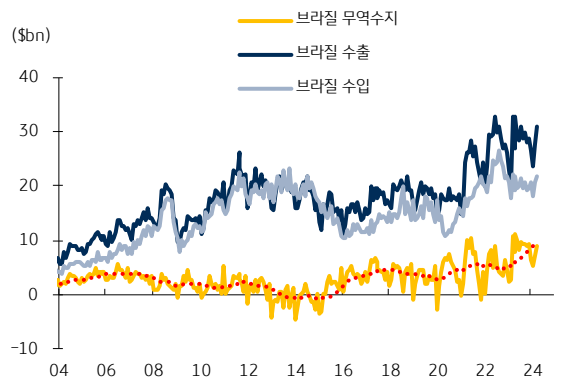
그림 9. [성장] 23년 4분기 성장률 2.1% YoY로 양호

자료: Refinitiv, KB증권

그림 10. [고용] 실업률 소폭 상승세이나, 중립 (8~9%)은 하회

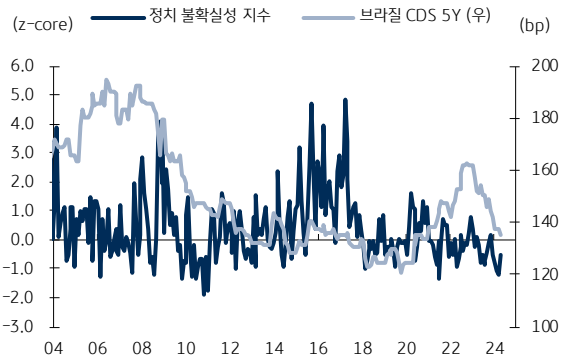
자료: Refinitiv, KB증권

그림 11. [무역수지] 무역수지 '추세'는 뚜렷하게 레벨-업



자료: Refinitiv, KB증권

그림 12. [정치] 정치 불확실성 지수와 CDS 스프레드



자료: Refinitiv, KB증권 / 주: 정치 불확실성 지수는 과거 10년 대비 표준편차

Neto 총재는 2024년 말 임기 종료

표 2. 브라질 중앙은행 위원 임기. 현재 룰라 대통령이 지명한 위원은 9명 중 4명

직위	이름 (분야)	예상 임기						
		2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
총재	*Roberto de Oliveira Campos Neto*							
부총재	Otavio Ribeiro Damaso (규제)							
	Carolina de Assis Barros (행정)							
	Paulo Picchetti (국제 업무, 기업 리스크)							
	Rodrigo Teixeira (기관 관계)							
	Gabriel Galipolo (통화정책)							
	Ailton Aquino dos Santos (감독)							
	Renato Gomes (허가 및 결의)							
	Diogo Guillen (경제 정책)							

보우소나루 임명 | 룰라 임명 | 차기 대통령 임명

자료: KB증권

‘KB 외화채권 [브라질]’ 보고서 목록

날짜	보고서
2024 년	
3 월 21 일	6 월부터 인하 속도 조절. 단기물에 집중
2 월 1 일	인하 사이클 + 신용등급 상향
2023 년	
12 월 14 일	브라질 국채 YTD +30%. 2024 년엔 어떨까
11 월 21 일	브라질, 3 회 연속 50bp 인하. 여전히 단기 금리는 매력적
9 월 21 일	브라질, 50bp 추가 인하에도 여전히 높은 실질금리
8 월 3 일	브라질, 인하 사이클 시작. 신용등급 상향은 덤
6 월 22 일	첫 인하 가시화. 헤알화 채권 강세 전망
5 월 4 일	브라질 국채 투자, 아직도 늦지 않은 세 가지 이유
3 월 23 일	정치권의 인하 압박에도 동결. 단기채 선호 유지
2 월 8 일	기준금리 동결 장기화. 단기 국채부터 관심
2022 년	
12 월 8 일	모든 이슈는 룰라의 재정정책으로 귀결
10 월 27 일	타의 모범이 되는 인상 후 동결 전략
9 월 22 일	13.75%로 동결. 미리 올린 자의 여유
8 월 4 일	인상은 끝나가고, 인하는 멀어지고
7 월 15 일	궁지에 몰린 보우소나루와 헤알화 약세 리스크
6 월 16 일	기준금리 50bp 인상. 끝이 보이는 인상 사이클
5 월 6 일	기준금리 12.75%, 10 년 금리 12.0%
4 월 13 일	신흥국 중 괜찮은 선택. 리스크는 재정지출 확대
3 월 17 일	기준금리 100bp 인상, 장기금리는 하락

주: 보고서는 날짜의 링크 참고

투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.