해외채권/크레딧

10월 대선 전 브라질 채권시장 점검

브라질 고정금리채권 내 높은 외국인 비중은 변동성 확대 요인

- 5월 이후 미국의 기준금리 인상 기조와 신흥국에 대한 불안감 증가로 재정건전성이 취약하고, 정치적 불확실성이 높은 국가를 중심으로 금융시장 변동성 확대
- 올 2월 재정적자 이슈로 신용등급까지 하락한 바 있는 브라질 역시 예외는 아니며, 10월 대선으로 정치적 불확실성이 커지면서 약세가 지속
- 브라질 국채시장 전체로 보면 외국인 비중은 2018년 7월말 기준 12.6%이나, 외국인 투자자들은 변동금리채권보다는 장기 고정금리채권(NTN-F)에 집중되어 있음. 7월말 기준 NTN-F에서 외국인 비중은 54.1%이며, 단기고정금리채(LTN)내에서도 23.5%로 비교적 높은 비중
- 7월 외국인 투자비중이 전월대비 소폭 상승했으나, 외국인 투자 자금 유입이 추세로 나타날지는 신중한 접근 필요
- 글로벌 위험자산 회피 심리가 더욱 강해 수 있고 브라질 내 정치, 경제 관련 리스크로 외국인 자금 유출된다면 브라질 채권시장 전체보다는 장기고정금리채권 부문에서 집중적으로 변동성이 커질 수 있기 때문임

물가는 안정, 그럼에도 경제성장률 회복은 느려

- 브라질 8월 물가는 4.19%로 중앙은행의 목표물가 4.5%(±1.5%)내에서 안정적으로 관리. 최근 헤알화 약세에도 불구하고 소비자 물가에서 약 25% 비중을 차지하는 식료품 가격이 안정세를 유지하고 있기 때문
- 헤알화 약세와 서비스 PMI가 50이하로 하락했다는 점에서 물가상승압력과 소비심리 위축의 가능성이 추세적일 지 확인 필요
- 재정적자가 추가로 확대되지 않더라도 대두 및 원자재 가격이 하락, 정치적 불확실성 지속으로 경제성장 회복세가 더디기 때문에 펀더멘탈 개선에 시간이 필요할 것으로 보임

브라질 금융시장안정여부는 10월 대선이 중요

- 브라질에서 1) 소수파 정당의 난립과 연정의 필요, 2) 낮은 부패인식 수준, 3) 정권 유지를 위한 포플리즘정치 관행 등이 브라질 정치적 불확실성을 키우는 주된 요소. 또한 부패 스캔들, 정치 리스크는 잠재되어 있는 상수라고 간주할 필요
- 그럼에도 현재 펀더멘탈 개선을 위해 재정적자 축소가 가장 시급함. 연금개혁과 같은 정부 지출을 경감하기 위한 방안이 필요. 이를 위해서는 견고한 정치적 기반을 가진 대통령 당선이 중요
- 과거부터 정치리스크가 국제 원자재 가격 하락 등 대외 여건과 맞물려 경제 전반을 악화시키고 금융시장 전반의 변동성을 키우는 주요한 요소임을 감안하면, 10월 대선으로 정치적 안정이 이뤄질 수 있는 지 확인하고 가야 할 것으로 판단

Issue Comment

해외 채권/Credit

해외채권/Credit 김혜경
02-3771-7761
hkkim42@hanafn.com

RA 김준태
02-3771-7743
juntae.kim@hanafn.com

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

하나금융투자

Analyst 김혜경 02-3771-7761

10월 대선 전 브라질 채권시장 점검

5월 이후 신흥국 금융시장 불안 확대

5월 아르헨티나, 터키의 환율 변동성 확대 이후 신흥국 금융시장 불안감 증가

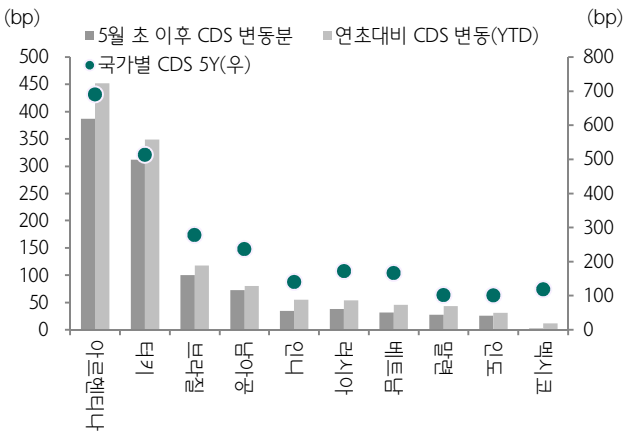
2016년 이후 글로벌 경기가 개선세를 보이고, 신흥국 통화 역시 강세 흐름을 이어왔다. 더구나 세계 각국의 확장적 통화정책에 따라 저금리 기조가 이어지면서 높은 수익률을 찾는 투자자들에게 신흥국 국채는 매력적인 투자처였다. 그러나 2018년 이후 미국 및 주요 선진국들의 통화정책 정상화에 대한 우려가 높아졌고 미국의 보호무역주의 확대와 G2간 무역마찰이 무역전쟁으로 전이되었을 뿐만 아니라 시리아 사태로 인한 러시아 지정학적 리스크 확대가 부각되는 등 대외불확실성이 심화되었다. 그러던 차에 5월 아르헨티나가 국제통화기금(IMF)에 300억 달러 규모의 구제금융을 요청하고, 터키 역시 정치적 리스크가 더해지며 리라화가 폭락하자 신흥국 시장 전반에 대한 우려가 심화되었다.

이에 5월 이후 미국의 기준금리 인상 기조와 신흥국에 대한 불안감 증가로 재정건전성이 취약하고, 정치적 불확실성이 높은 국가를 중심으로 금융시장 변동성이 커졌다. 주요 신흥국들의 CDS는 5월 이후 상승폭이 컸음이 확인된다. 올 2월 재정적자 이슈로 신용등급까지 하락한 바 있는 브라질 역시 예외는 아니며, 10월 대선으로 정치적 불확실성이 커지면서 약세가 지속되고 있다. 이에 브라질 채권시장, 경제 및 대선 이슈 등을 점검해보자.

그림 1. 신흥국 통화 약세 지속

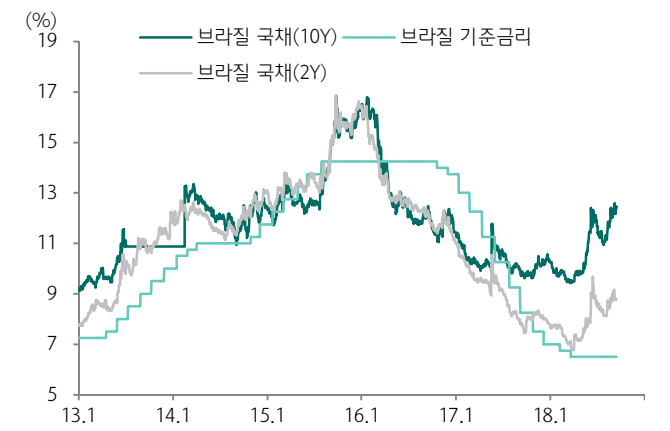
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 신흥국 CDS 5Y 변화, 연초이후 상승



자료: Capital IQ, 하나금융투자

그림 3. 브라질 채권 금리 약세



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. 브라질 헤알 약세

자료: Bloomberg, 하나금융투자

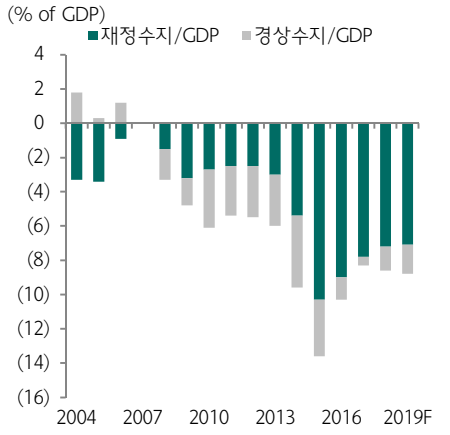
Analyst 김혜경 02-3771-7761

브라질 쌍둥이 적자로 GDP 대비 정부부채 비중 상승해

재정적자 이슈로 올 2월 브라질 신용등급 하락하기도

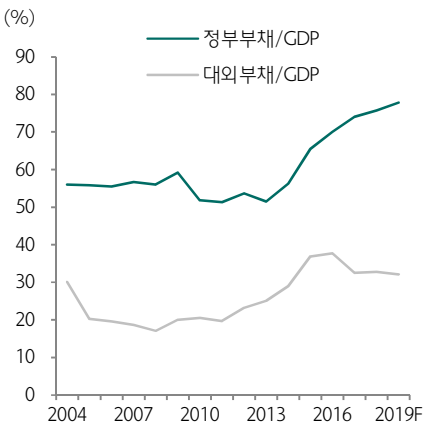
브라질은 2017년 GDP대비 7.8%에 달하는 재정적자를 보이고, 경상수지 역시 적자가 지속되고 있다. 그럼에도 정치적 이슈로 재정적자를 해소하기 위한 연금개혁이 지연되자 S&P는 올 2월 브라질 신용등급 1notch 강등하여 BB-로 결정하기도 했다. 정부나 기업, 가계 등 어떠한 경제주체도 자본을 소비하기 위해서는 자본을 벌어서 축적하거나 아니면 자본이 풍부한 이들에게 빌려오는 수밖에 없다. 때문에 쌍둥이 적자를 보이고, 2016년까지 역성장을 해왔던 브라질은 채권 발행을 통해 부족 자금을 충당했으며 이에 따라 GDP 대비 정부부채 비중이 증가했다. 이에 따라 브라질 정부의 원리금 상환에 대한 위험은 높아지며 높은 수익률로 보상해왔다. 위험에 대한 보상으로 제공되는 금리 수준은 위험과 금리가 정의 관계에 있는 것이 일반적이기 때문이다.

그림 5. 쌍둥이 적자 지속 예상



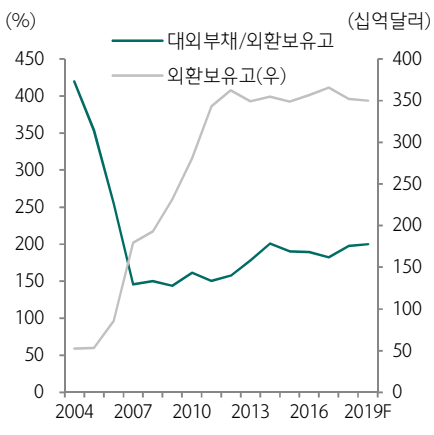
자료: Moody's, 하나금융투자

그림 6. GDP대비 정부부채 비중 높아져



자료: Moody's, 하나금융투자

그림 7. 외환보유고 대비 대외부채 비중



자료: Moody's, 하나금융투자

브라질 채권시장에 2000년대 이후 외국인 자금 유입 증가

2015년까지 브라질 국채 시장에서 외국인 비중 꾸준히 증가, 2015-16년 사이 경제 역성장과 정치적 불안으로 외국인 비중 감소

2017년말 10년물 기준 10%를 넘는 수익률을 보이던 브라질 국채는 저금리가 지속되는 글로벌 채권 시장에서 매력적인 투자처가 분명했다. 더구나 1999년 외환위기 등 경제 위기 이후 각종 규제를 풀고 기업에 우호적인 환경을 제공하는 등 시장 친화적인 정책을 취하면서 위기를 극복하고 2000년대 이후 디폴트 위험이 낮아진 것도 사실이다. 덕분에 브라질 국채 시장에서 외국인 투자비중은 2015년 18.8%까지 상승하였고, 2014년에는 장기고정금리채권의 73%를 외국인이 보유하기도 했다. 그러나 2015년 이후 유가 하락과 브라질내 호세프 탄핵 등 정치적 리스크가 커지면서 경제는 역성장을 기록했고, 국채시장에서 외국인 투자자들 비중이 13% 수준으로 축소되었다.

브라질 국채는 고정금리, 변동금리, 물가연동채 등으로 발행되며 발행비중 차이 크지 않아

브라질 국채시장에서는 고정금리채, 변동금리채, 물가연동채가 비슷한 비중을 차지하고 있다. 과거 물가와 금리 변동성이 높았기 때문에 이를 헷지하려는 수요가 높았던 것으로 파악된다. 그러나 외국인은 물가채나 변동금리채에 투자비중은 미미하다.

Analyst 김혜경 02-3771-7761

고정금리채권 내 높은 외국인 비중은 변동성 확대 요인

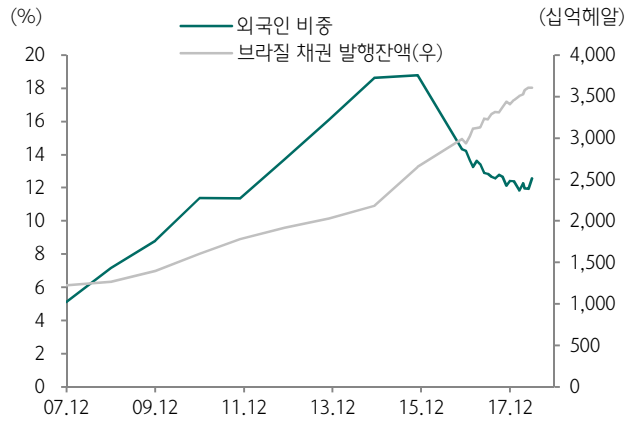
브라질 채권시장에서 외국인 투자는 고정금리채권에 집중되어 있다는 점에서 외국인 자금 유출 시 해당 섹터에서 집중적으로 변동성 확대 가능성 존재

브라질 국채시장 전체로 보면 외국인 비중은 2018년 7월말 기준 12.6%이나, 외국인 투자자들은 변동금리채권보다는 장기 고정금리채권(NTN-F)에 집중되어 있다. 7월말 기준 NTN-F에서 외국인 비중은 54.1%이며, 단기고정금리채(LTN)내에서도 23.5%로 비교적 높은 비중을 보이고 있다.

7월 외국인 투자비중이 전월대비 소폭 상승했으나, 외국인 투자 자금 유입이 추세로 나타날지는 조금 더 지켜봐야 한다. 브라질 국채 시장 전체로 보면 외국인 비중이 높은 편이 아니지만 현재 외국인의 채권 투자는 브라질 고정금리채권에 집중되어 있고 이는 해당 부문에서의 변동성 확대요인이기 때문이다.

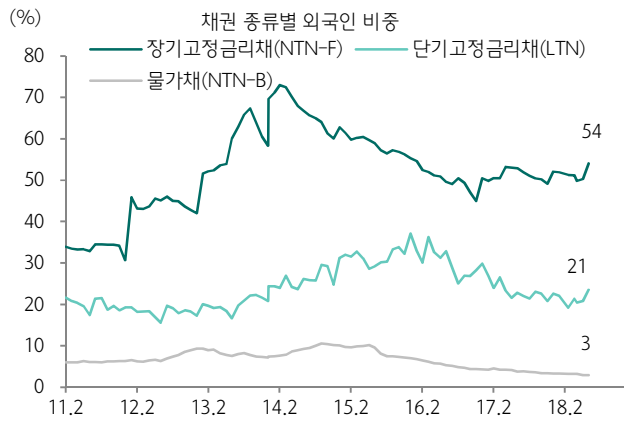
최근 아르헨티나, 터키에 이어 인니와 인도 통화까지 약세를 보이면서 신흥국 채권 투자에 신중함이 요구되는 시기이다. 미국과 중국의 무역전쟁과 지정학적 리스크로 인한 대외불확실성이 심화되면 전세계적으로 위험자산 회피 심리가 더욱 강해 수 있다. 더구나 브라질 내 정치, 경제 관련 리스크도 확인하고 가야할 사안이 있다. 대내외 투자환경이 악화되어 외국인 자금 유출된다면 브라질 채권시장 전체보다는 장기고정금리채권 부문에서 집중적으로 변동성이 커질 수 있다는 점에 주의할 필요가 있다.

그림 8. 브라질 채권에서 외국인 비중



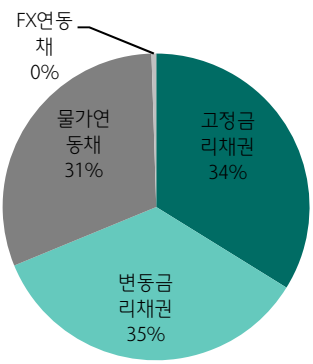
자료: Tesouro Nacional, 하나금융투자

그림 9. 브라질 고정금리채권 내 외국인 비중 높아



자료: Tesouro Nacional, 하나금융투자

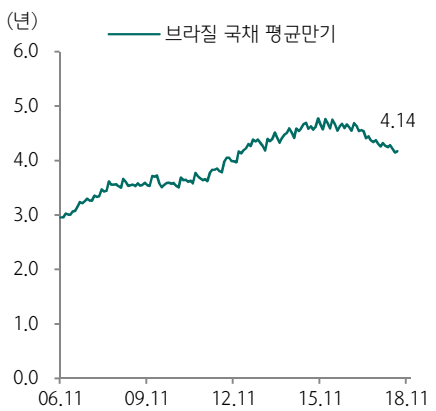
그림 10. 채권종류별 발행잔액 비중



주: 2018.7월말 기준

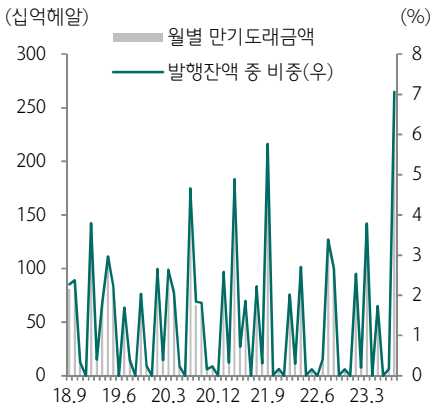
자료: Tesouro Nacional, 하나금융투자

그림 11. 평균만기 점차 짧아져



자료: Tesouro Nacional, 하나금융투자

그림 12. 주요국 경제주체별 부채비교



자료: Tesouro Nacional, 하나금융투자

표 1. 브라질 채권 종류

구분		내용
LTN National Treasury Bills (중단기채)	만기	6개월~4년까지
	액면가	헤알화 1,000.00에 배수로 표시
	형태	할인채(액면가 상환)
NTN-B National Treasury Notes Series B (물가연동채)	만기	40년까지
	형태	물가연동채
	이표	발행시 재무부 장관이 정함. 조정된 액면가에 연이율 적용
	액면가 조정	IPCA(광역소비자물가) 반영
	이자지급방법	매 6개월(1월 1일, 7월 1일 지급)
	상환	만기에 물가지수 반영된 액면가(기준일~상환일 적용)
NTN-F National Treasury Notes Series F (장기채)	만기	장기로 발행, 재무장관이 정함
	발행방법	공모 또는 직접배정
	이표	연10%(복리로 계산)
	이자지급	매 6개월(1월1일, 7월 1일)
LFT Financial Treasury Bills (변동금리채)	만기	10년까지 또는 재무부 장관이 정함
	액면가	헤알화 1,000.00에 배수로 표시
	수익률	기준금리(Selic Rate) 연동

자료: 브라질중앙은행, 하나금융투자

물가는 안정, 그럼에도 경제성장률 회복은 느려

브라질 물가는 식료품 가격안정으로 목표물가내에서 안정적으로 관리

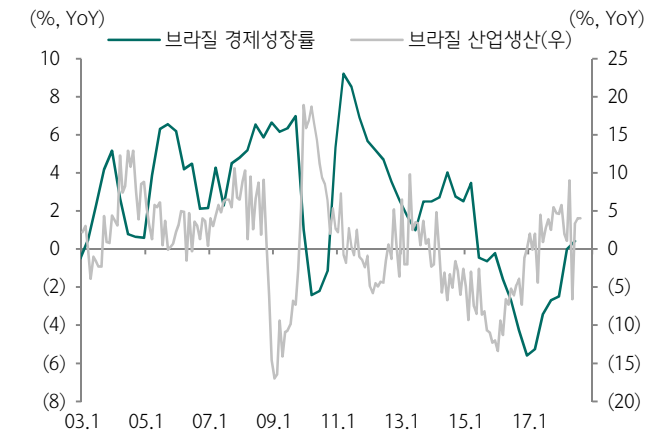
브라질 8월 물가는 4.19%로 중앙은행의 목표물가 4.5%(±1.5%)내에서 안정적으로 관리되고 있다. 최근 헤알화 약세에도 불구하고 브라질의 인플레 압력이 안정을 보이는 이유는 소비자 물가에서 약 25% 비중을 차지하는 식료품 가격이 농산물 풍작으로 안정세를 유지하고 있기 때문이다. 안정적인 인플레는 역내 소비심리 개선으로 이어질 수 있으며, 2017년 5월 이후 소매판매가 플러스 증가율을 보이고 있다. 이는 개인소비 지출에 의존도가 높은 구조를 가지고 있는 브라질 경제에 긍정적인 요인이다. 다만, 헤알화 약세와 서비스 PMI가 50이하로 하락했다는 점에서 물가상승압력과 소비심리 위축의 가능성이 추세적일 지 확인할 필요가 있다.

경기 회복 속도 느리고, 재정적자 과도하여 펀더멘탈 이슈 지속

2월 S&P의 브라질 신용등급 강등과 최근 국채 금리 상승은 근본적으로 펀더멘탈 이슈이다. 2016년까지의 역성장은 완연히 탈피하였으나, GDP대비 재정적자는 과도한 수준이며 경제성장률 회복세는 더디기만 하다. 정치적 불확실성이 기업 영업환경이나 투자에 부정적 요인이며, 지난 5월 화물 파업 여파 역시 경기 개선을 둔화시켰다.

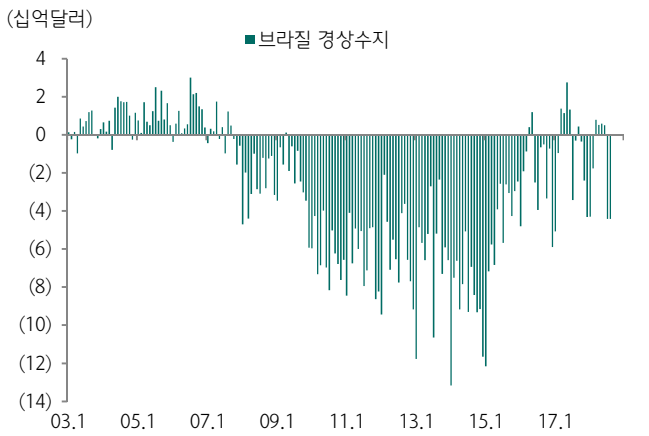
미중간 무역전쟁은 브라질 대두 등 일부 산업에 호재로 작용할 수 있다. 브라질 수출은 원자재 비중이 절대적으로 높은 구조를 가지고 있고 대두, 철광석, 사탕수수, 원유, 가금류 등이 수출 상위 품목이기 때문이다. 다만 대두 및 원자재 가격이 하락하고 있어 해당 수혜가 반감될 가능성이 크다.

그림 13. 브라질 경제성장률 둔화



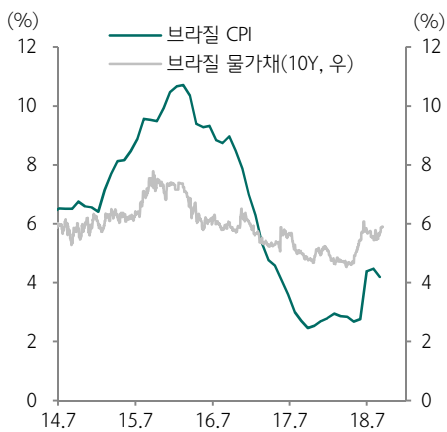
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 14. 브라질 경상수지 적자



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 15. 물가상승률은 안정

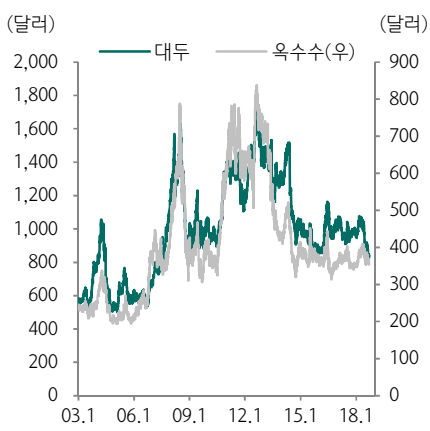


자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 16. 원자재 가격 하락

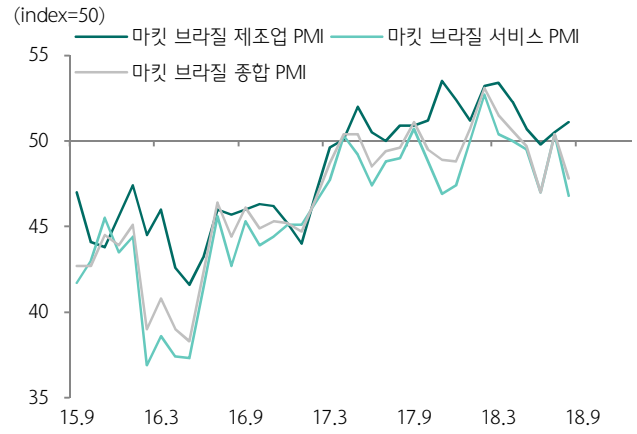
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 17. 대두 가격 하락



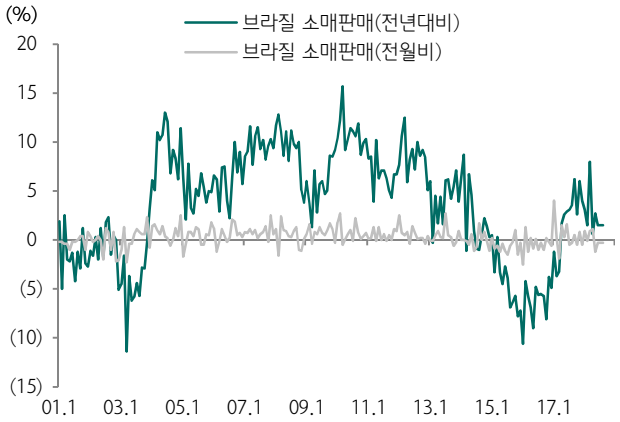
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 18. 브라질 서비스 PMI 50 이하로 하락



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 19. 브라질 소매판매 둔화



자료: Bloomberg, 하나금융투자

Analyst 김혜경 02-3771-7761

브라질 금융시장 안정 여부는 10월 대선이 중요

브라질은 연방주의 원칙으로 하며, 대통령 중심제로 하는 양원제를 채택하고 있다. 연방정부는 외교관계, 이민정책, 국경확정, 국제기구 참여, 국방, 화폐 발행, 국가 경제 및 사회발전 계획 수립, 각 주간의 통상 관계 조정 담당한다. 정당은 다당제를 택하고 있으며, 현재 브라질 선거관리위원회에 등록된 정당의 수는 35개(2016년 1월 기준)이다. 지나치게 많은 정당의 존재로 인해 정당들이 서로 연립하지 않고는 행정부의 수장을 선출할 수 없어 이념적으로 관계없는 정당들끼리 이합집산을 해야 하는 경우도 있다.

1)소수파 정당의 난립과 연정의 필요, 2) 낮은 부패인식 수준, 3) 포플리즘정치 관행으로 브라질 정치 리스크는 상수

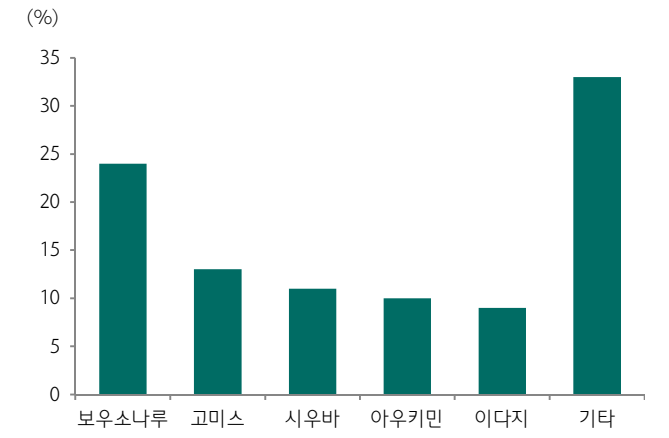
1) 소수파 정당의 난립과 연정의 필요, 2) 낮은 부패인식 수준, 3) 정권 유지를 위한 포플리즘정치 관행 등이 브라질 정치적 불확실성을 키우는 주된 요소이다. 때문에 브라질에서 부패스캔들 문제는 잠재되어 있는 복병과 같아서 정부의 개혁작업 추진과 경제지표의 개선신호에도 나올 때조차 정치 리스크로 인한 불확실성은 브라질 디스카운트로 나타나곤 했다.

실제로 과거 호세프 탄핵시기, 정치적 리스크가 국제 원자재 가격 하락 등과 맞물려 실질적인 경제 성장률 저하와 정부 부채 증가로 이어졌으며, 이는 다시 신용등급을 하락시키는 주된 원인이 되었다. 때문에 과거부터 정치리스크가 경제 전반을 악화시키는 주요한 요인이었으며 금융시장 전반의 변동성을 키우는 주요한 요소였음에는 분명하다.

브라질 정치적 불확실성 장기화, 이번 대선으로 견고한 정치적 기반을 가진 대통령 당선이 중요

현재 브라질 펀더멘탈 개선하기 위해 가장 시급한 문제는 재정적자 축소이다. 이를 위해서는 이후 연금개혁 시행이 중요할 것으로 보인다. 재정 안정화를 위해 테메르정부가 발표했던 국유재산 매각 관련 계획 등은 임시방편일 뿐이며, 근본적인 해결책은 아니였다. 그럼에도 10월 대선으로 연금개혁이 지연되었으며, 정치적 불확실성이 장기화되고 있다. 브라질 경제발전, 재정건정성 회복을 통해 금융시장이 안정되기 위해서는 이번 대선에서 정부 지출을 경감하기 위한 법안 개정을 실시할 견고한 정치적 기반을 가진 대통령이 당선되는 것이 중요하다. 과거부터 정치리스크가 국제 원자재 가격 하락 등 대외 여건과 맞물려 경제 전반을 악화시키고 금융시장 전반의 변동성을 키우는 주요한 요소임을 감안하면, 10월 대선으로 정치적 안정이 이뤄질 수 있는 지 확인하고 가야 할 것으로 판단한다.

그림 20. 대선후보 지지율 현황



자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 2. 브라질 연방정부

구분	연방	주
입법부	양원제 (하원 531석, 상원81석)	26개 주의회와 각 주별로 하원이 비례선출
정당제도	다당제	다당제
선거범위	주(州)들	주(州)
정치 행정구역	27개 (26개 주와 1개 연방특구)	26개 주안의 5,565개시

자료: 대외경제정책연구원, 하나금융투자

Analyst 김혜경 02-3771-7761

표 3. 브라질 대통령 후보

구분	이름	정당	정당성향	소속정당 의석수	설명
	자이르 보우소나루 (1955)	사회자유당 (PSL)	극우 (기존 중도우파)	하원 9/513 상원 0/81	전직 군장교, 리우데자네이루 시 시의원, 연방의원 지지율을 높이기 위해 기독교사회당(PSC)에서 당적 변경 세금 삭감, 긴축재정, 다양한 규제 완화 조치 공약
	페르난두 아다지 (1960)	노동자당 (PT)	중도좌파	하원 61/513 상원 9/81	전 상파울루 시장, 룰라 전 대통령이 선거에 출마가 불가능하자 대통령 후보로 출마
	시루 고미스 (1957)	민주노동당 (PDT)	중도좌파	하원 19/513 상원 3/81	변호사이며 학자 룰라 전 대통령 정부 시절 각료 Ceara 주지사 등 다양한 정치 경력 보유 좌파와 중도 좌파 정당을 결집시킬 가능성 높은 인물
	마리나 시우바 (1958)	지속가능 네트워크 (REDE)	중도좌파	하원 4/513 상원 1/81	환경주의자로 미국 및 국제기구로부터 수많은 상 수상 룰라 정부에서 Acre 주의 상원의원 및 과거 환경 장관 역임 친환경주의로, 농축업을 영위하는 대규모 기업들로부터 지지율 낮음
	제라우두 아우키민 (1952)	브라질 사회민주당 (PSDB)	중도	하원 49/513 상원 12/81	2011~18년까지 상파울루 주지사 역임 1988년 사회민주당 창립멤버 작은 정부와 세금 감면, 노동 개혁 옹호
	아우바루 지아스 (1944)	포데무스 (PODE)	중도 (과거 중도좌파)	하원 13/513 상원 3/81	1999년 이후 연방 상원 의원 Parana 주지사 역임, 주지사 시절 지지율 90% 보이기도 함 우파 연립정권에 참여했으나 테메르 대통령을 둘러싼 부패 스캔들 이후 연정 이탈
	조앙 아모에도 (1962)	신당 (NOVO)	우파	하원 0/513 상원 0/81	신당(NOVO) 창립자
	헨리크 메이렐레스 (1945)	브라질 민주운동당 (MDB)	중도	하원 64/513 상원 23/81	2016년 브라질 재무장관 역임 2003~2011년 중앙은행 총재 역임
	Guilherme Boulos (1982)	사회주의와 자유당 (PSOL)	좌파	하원 6/513 상원 0/81	사회주의자, 상파울로대학 교수이며 작가로서 활동 2002년 정당에 가입

자료: 언론종합, 하나금융투자