

브라질, 높아진 위상



Fixed Income Strategist

박민영

☎ (02) 3772-2638

✉ mypark@shinhan.com

금리, 환율 모두 우호적이었던 2023년 브라질 채권 투자

23년 브라질 국채 금리는 하락하고, 원/헤알 환율은 상승하여 이자&자본차익&환차익에서 모두 높은 수익률을 기록했다. 10년 이후 자본차익, 환차익 모두 플러스(+)를 기록한 사례는 단 4번밖에 없다. 23년초 10년물 투자를 가정할 경우 연 수익률은 +38%로 추정된다. 물가 안정으로 인하 사이클이 시작됐고 재정 개혁의 진척을 확인한 영향이다. 24년까지 브라질 국채 투자의 온기는 지속 가능하다.

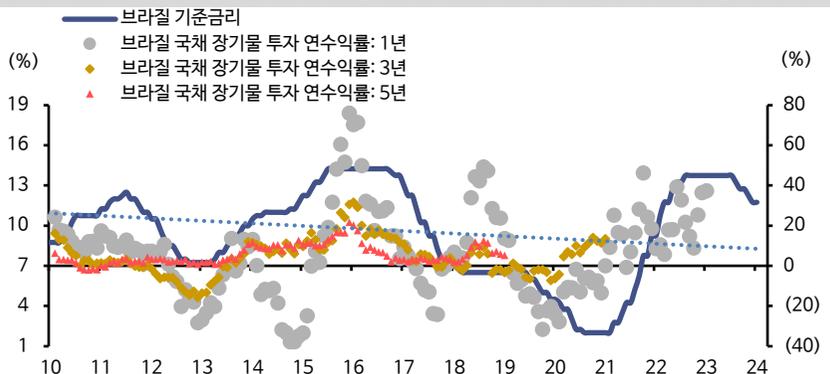
2024년에 이어지고 있는 브라질 재정 개혁 온기

중장기 브라질 채권 투자 성과를 악화시킨 동인은 헤알화 약세였다. 만성적인 재정 악화, 부채 증가는 중장기적으로 헤알화 평가 절하로 연결됐고 개혁 필요성이 꾸준히 제기됐다. 2023년 세출, 세입 관련 주요 변화들이 관찰됐다. 1) 23년 6월, 수정 재정준칙이 도입됐다. 지출 규제 수정에 방만한 재정 확대 가능성이 축소됐다는 평가가 지배적이다. 7월에는 Fitch에서 신용등급을 BB0로 상향 조정했다. 2) 12월에는 조세 개혁안이 통과됐다. 고질적인 브라질 세금 체계의 개선이 기대된다. 12월말에 S&P는 신용등급을 BB0로 상향 조정했다. 헤알화 강세 요인이다.

단기 투자 관점에서 유리한 투자 위치 찾기와 리스크 관리

확률적으로 단기 투자에서 높은 수익률을 기대할 수 있는 위치이다. 브라질 장기물 투자자의 1년 성과는 평균 +6%대이나 시점에 따라 -40%에서 +60%까지 분포되어 있다. 대체로 기준금리가 추세 이상에 머물러 있을 때 높은 수익률을 기록했다. 헤알화 강세 요인과 더불어 2024년 금리 방향성 또한 우호적인 환경이다. 다만 높은 변동성을 고려할 때 부채비율 및 정치 모니터링은 꾸준히 필요하다.

투자 기간에 따라 수익률 편차 변동 심화. 높은 금리 레벨에서 단기 성과 우수



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 해당시점 10년물 기준, 이자는 단기 가정

브라질, 높아진 위상

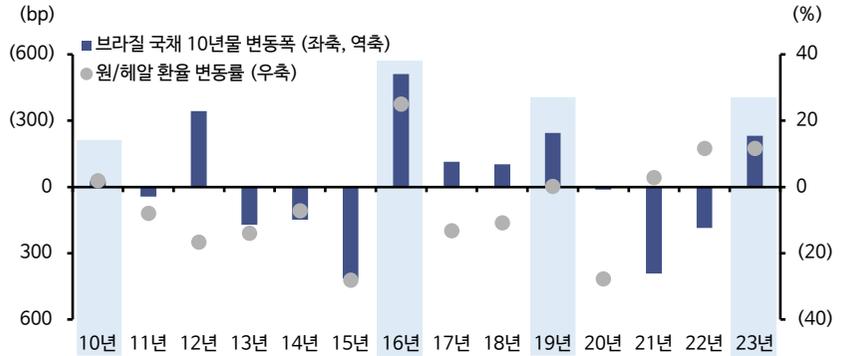
금리, 환율 모두 우호적이었던 2023년 브라질 채권 투자

2023년 브라질 국채, 자본차익 & 환차익 모두 플러스(+) 기록

2023년 브라질 채권 투자는 우호적인 시장환경에 높은 수익률을 기록했다. 국채 10년물 금리 기준으로 연간 232bp 하락했으며, 원/헤알 환율은 11.4% 상승했다. 2023년초 10년물(2033년 만기) 채권에 투자했다면 자본차익 +15.6%, 이자 +11.8%(단리 가정), 환차익 +11.4%를 더해 총수익 약 +38%로 추정된다. 2010년 이후 연간 자본차익, 환차익 모두 플러스(+)였던 사례는 단 4번 밖에 없다.

코로나19 충격을 극복하는 과정에서 수혜를 입고 있다. 2020년 방역 실패로 원/헤알 환율이 연간 27% 하락했으나 이후 회복 과정에서 3년째 상승 중이다. 시장 금리는 2023년부터 하락세이다. 2021년 인플레이션 조짐이 나타나자 공격적인 기준금리 인상을 단행한 브라질 중앙은행은 2023년 물가 안정 확인 이후 연속적인 기준금리 인하를 단행 중이다. 2023년 롤라 정부 출범 전후 재정 악화 우려가 잔존했으나 재정 개혁이 진행되며 정치 리스크까지 안정되는 한 해였다.

브라질 국채 투자: 자본차익, 환차익 모두 플러스(+) 경우는 14년간 단 4차례



자료: Bloomberg, 신한투자증권

하향세를 보이고 있는 브라질 금리



자료: Bloomberg, 신한투자증권

3년째 반등세를 이어가고 있는 원/헤알 환율



자료: Bloomberg, 신한투자증권

2024년에 이어지고 있는 브라질 재정 개혁 운기

브라질 투자의
구조적 약세 요인 개선

2023년 브라질 채권 투자 운기는 2024년까지 이어질 수 있다는 판단이다. 기준 금리 인하 사이클과 별개로 헤알화가 안정적인 흐름을 유지하고 있다. 중장기 브라질 채권 투자 성과를 악화시킨 동인은 헤알화 약세였다. 만성적인 재정 악화, 부채 증가는 중장기적으로 헤알화 평가 절하로 연결됐고 개혁의 필요성이 꾸준히 제기됐다. 2023년 세출, 세입 관련하여 두 가지 법안 통과로 변화가 기대된다.

1) 세출: 6월 수정 재정준칙 통과로 방만한 재정 운용 제약

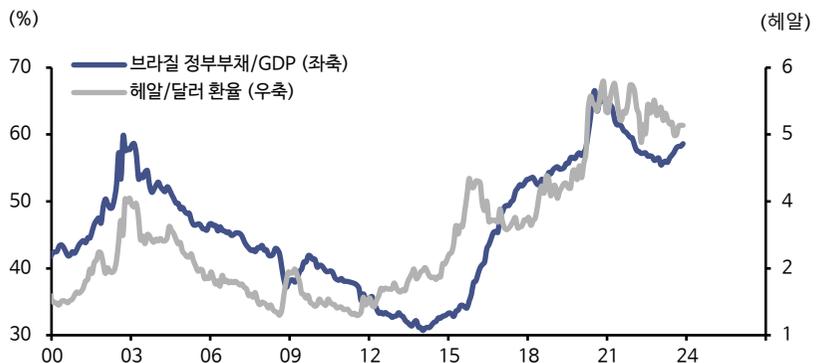
2023년 6월,
수정 재정준칙 통과

2023년 두 가지 변화 중 첫번째는 2023년 6월 통과된 수정 재정준칙이다. 브라질 재정준칙의 역사는 20세기 후반부터 세 개의 국면으로 구분된다. 1) 20세기 후반 초인플레이션을 예방하기 위해 1999년부터 재정준칙 준용했다. 초기에는 국채 이자를 제외한 기초재정수지 흑자가 목표였다. 2) 2017년부터는 실질재정지출 동결(재정지출 증가율 상한 = 전년도 물가상승률)이 목표로 설정됐다. 이후 점진적인 재정수지 안정화 이루어왔으나 코로나19 발생 이후 일시적으로 재정준칙의 위반을 허용하는 임시 조치가 다수 수행되며 재정적자 크게 확대됐다.

3) 코로나19 확산이 진정되고 2023년 6월 수정 재정준칙이 통과됐다. 재정 지출 증가율을 전년도 재정 수입 증가율의 70%까지 허용하고, 재정지출 증가율의 상한과 하한(전년도 물가상승 +0.6% ~ 2.5%)이 명시된다. 향후 기초재정수지 목표는 2023년은 GDP 대비 -0.5%, 2024년은 균형 재정, 2025년과 2026년은 각각 +0.5%, +1.0%이다. 기초재정수지 목표 달성 실패 시 다음 해의 재정 지출 증가를 재정수입 증가율의 70%가 아닌 50%까지만 가능하도록 패널티가 적용된다.

2023년 물라 정부 출범 당시 확장 재정정책에 대한 우려가 잔존했었다. 다만 수정 재정준칙으로 방만한 재정 운용 가능성이 낮아졌다. 부채 비율 증가 전망이 지배적이지만 증가 속도가 완화되며 헤알화 약세 요인이 약화됐다.

중장기 브라질 헤알화 약세를 유발했던 원인은 재정 확대가 주요



자료: CEIC, 신한투자증권

브라질 재정준칙의 변화 과정			
재정준칙	1) 1999~2017년	2) 2017~2023년	3) 2023년 이후
내용	재정수지 흑자 목표 (국채 이자 미고려)	실질 재정지출 동결: 재정지출 증가율 상한 = 전년도 물가상승률	두 가지 조건을 충족하여 재정지출 운용 1)재정 지출 증가율을 재정 수입 증가율의 70%까지 허용 2)재정지출 증가율의 상한과 하한 명시: 전년도 물가상승 + 0.6% ~ 2.5%

자료: 대외경제정책연구원, 신한투자증권

2) 세입: 12월 조세 개혁안 통과로 중장기 조세 비효율 관행 개선 기대

2023년 12월,
조세 개혁안 통과

물라 정부의 정책 방향성이 빈곤 퇴치 및 친환경 정책에 집중되어 있기에 정책 이행을 위해서는 기존 조세 정책으로 한계가 존재한다. 이에 관련해 진행된 개혁 중 하나가 2023년 12월말(12/16) 통과된 조세 개혁안이다.

브라질은 세금 제도가 가장 복잡한 국가이다. World Bank 통계 기준 세금 납부에 소요되는 시간에 연 1,500시간을 상회한다. 우리나라(174시간) 대비 8배 이상 소요되며 세금 분쟁이 빈번한 것으로 유명하다. 조세 간소화는 브라질 숙원사업으로 남아있었다. 2023년 12월 조세 개혁안이 통과되며 변화 기대가 높아졌다.

조세 개편안의 핵심 내용은 중복되는 소비세 통합과 조세행정 간소화이다. 연방 정부, 주정부, 시에서 부과하던 5가지 종류의 소비세를 CBS, IBS 2가지로 통합했다. 기존에는 생산되는 지역에서 소비세를 부과하여 주정부 간 생산기업을 유치하기 위한 분쟁이 빈번했으나 개정 후에는 최종 소비되는 지역에서만 부과된다.

브라질 재정부의 발표에 따르면 세율은 25.5~27.5%로 예상된다. 보건 및 환경에 부정적 영향을 주는 상품(담배, 술, 석유, 전력 등)에 세금 부가가 강화됐다. 세수 증대효과와 더불어 인플레이션 압력 완화 요인까지 있다. 소비세 적용 시점이 기존에는 제품 세후 금액에서 세전 가격으로 앞당겨졌다. 실질적인 소비세가 감소함에 따라 소비세로 상품 가격에 전이되는 인플레이션 압력이 완화될 수 있다고 평가된다. 적용시점은 2026년부터 7년간 점진적으로 시행될 예정이다.

2023년 조세 개편안 분석

개정 전			개정 후	
종류	주체	세율	종류	세율
공업세 (IPI)	연방정부	세율	상품서비스기여세 (CBS)	25.45~27.5%
사회통합세 (PIS)		0%~300%		
사회기여세 (CONFINS)		0.65% 또는 1.65%		
유통세 (ICMS)	주정부	3% 또는 7.6%	상품서비스세 (IBS)	
서비스세 (ISS)	시	0%~35%		

자료: 대외경제정책연구원, 신한투자증권

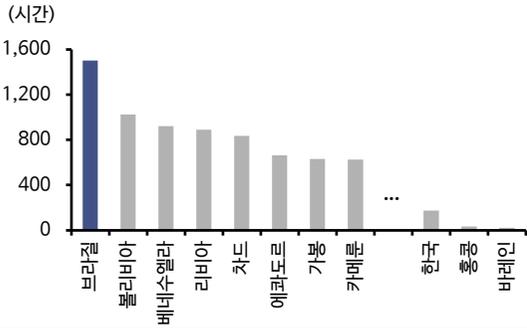
브라질 신용등급 상향
해알화 레벨 조정 기대

복잡한 조세제도는 브라질의 장기 성장을 억제하는 구조적 문제점으로 제기되어 왔다. 중장기 관점에서 소비세를 국제 기준에 근접하도록 개선하면서 세수 증대를 기대할 수 있다. 브라질 투자 매력 및 생산성 향상이 기대된다.

이러한 변화로 글로벌 신평사의 신용등급 상향 소식까지 확인된다. 재정준칙 통과 이후 7월에 Fitch는 브라질 신용등급을 기존 BB-에서 BB0으로 한단계 상향했다. 조세 개혁안 통과 이후 12월에는 S&P에서 브라질 신용등급을 기존 BB-에서 BB0로 한단계 상향했다. 공공부채의 증가를 억제하기 위한 정부와 의회의 노력, 세금 제도 개편 위한 노력 지속이 긍정적으로 평가 받은 결과이다.

중장기적으로 해알화 가치의 평가절상 요인으로 기대해 볼 만하다. 여전히 투기 등급에 분류되어 있지만 2013년부터 2018년까지 꾸준히 하향 조정되던 등급이 2023년 처음으로 상향 반전됐다. 하향 조정되던 시기 브라질 해알 환율은 추세적으로 하향세를 경험했다. 2023년 통과된 중장기 개혁안이 효과적으로 이행된다면 중장기 원/해알 방향성 또한 반전 상승 기대가 유효하다는 판단이다.

국가별 세금 납부에 소요되는 시간 (2019년 기준)



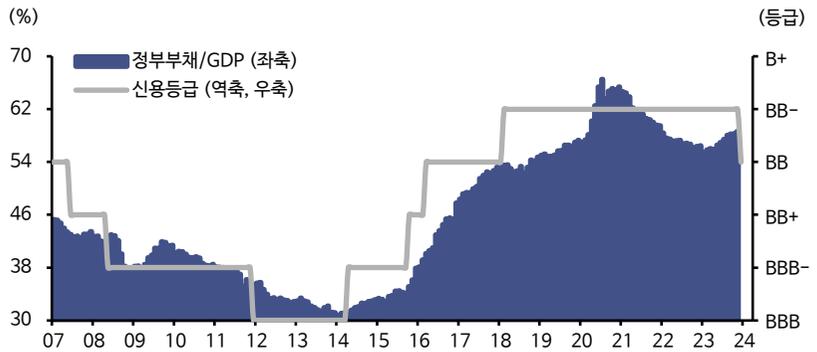
자료: World Bank, 신한투자증권

2023년 브라질 국가 신용등급 변동

신평사	변경일	신용등급
S&P	23년 12월	BB- ⇨ BB0
Fitch	23년 7월	BB- ⇨ BB0
Moody's	16년 2월	Baa3 ⇨ Ba2

자료: 각 신평사, 신한투자증권

브라질 부채 관리, 세금 제도 개편 등 노력이 높이 평가받으며 신용등급 상향



자료: CEIC, 신한투자증권 / 주: 신용등급은 S&P 기준

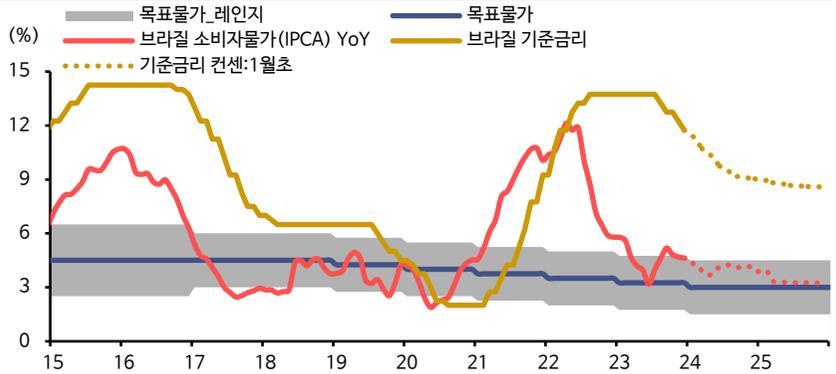
브라질 금리 레벨도 높은 수익률 기대 가능한 위치

단기 투자 관점에서 유리한 투자 위치 찾기와 리스크 관리

2024년까지 금리 하락세 기대가 가능하다. 브라질은 2023년 8월부터 기준금리 인하를 시작하여 12월까지 5차례 연속 인하를 단행했다. 인플레이션 압력이 완화됐고 실질 기준금리가 주요국 대비 높게 형성되어 있다. 긴축을 되돌리는 과정에서 금리 부담이 완화되며 경기 반등에 기여할 수 있다. 대외 인플레이션 압력이 완화에 따라 브라질 최종 기준금리 레벨도 추가로 낮아질 것으로 예상된다.

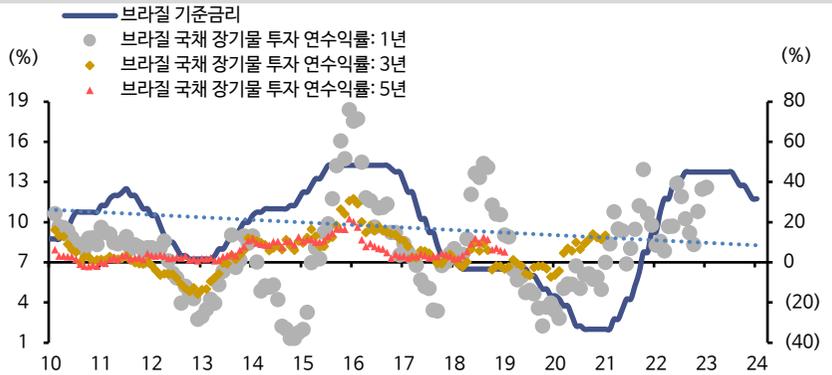
확률적으로 단기 투자에서 높은 수익률을 기대할 수 있는 위치이다. 채권은 투자 기간이 길어질수록 연평균 수익률의 편차는 작아진다. 브라질 국채 장기물 5년 보유 기준 2010년 이후 평균값은 +5.8%이다. 반면 투자 기간이 짧아지면 시점에 따라 편차가 커진다. 브라질 장기물 투자의 1년간 수익률은 +6%대이나 시점에 따라 -40%에서 +60%까지 분포되어 있다. 대체로 기준금리가 추세 이상에 머물러 있을 때 높은 수익률을 기록했다. 2023년 5차례 인하에도 여전히 높은 위치이다. 2024년 인하 사이클 전망을 고려할 때 높은 수익률 기대가 유효하다.

인플레이션 목표 범위 진입에 2024년 인하 사이클 지속 전망



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 컨센서스는 브라질 중앙은행 집계 기준

투자 기간에 따라 수익률 편차 변동 심화. 높은 금리 레벨에서 단기 성과 우수



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 해당시점 10년물 기준, 이자는 단기 가점

리스크 요인은 유의

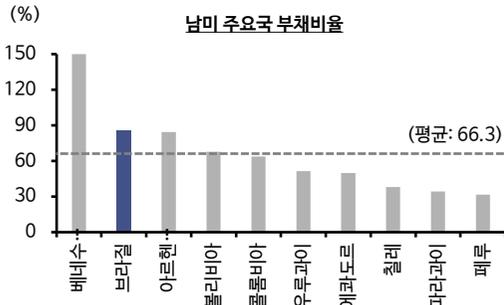
- 1) 높은 부채비율
- 2) 정치 불확실성

재정준칙 수정과 세법 개정은 재정정책의 건전성을 재고한다는 점에서 브라질 해알화 가치 평가에 긍정적으로 작용할 전망이다. 인하 사이클을 고려할 때 시장 금리 방향 또한 우호적이다. 다만 과도한 낙관은 금물이다. 2010년대 브라질 채권 투자의 성과를 돌이켜 볼 때 리스크 요인의 꾸준한 모니터링은 필요하다.

1) 여전히 정부 부채비율이 높다. 남미 주요국 중에서 브라질 부채비율은 상위권에 속한다. 브라질 부채비율과 비슷한 국가인 베네수엘라와 아르헨티나는 국가 신용등급이 C등급대로 유지되고 있다. 룰라 정부가 빈곤 퇴치와 친환경을 우선 과제로 삼고 저성장 우려가 잔존하기 때문에 부채비율의 상방 전망이 우세하다.

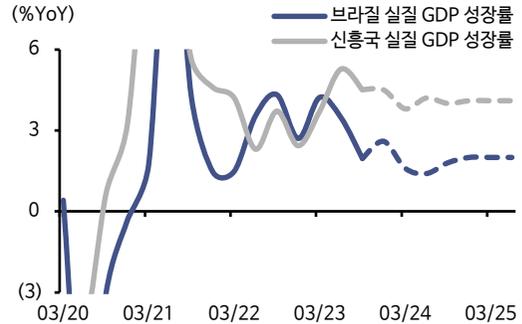
2) 정치 불확실성이 높다. 2023년 경기 안정에 룰라 정부의 지지율이 높아지며 정치 리스크가 안정됐다. 그러나 상하원 모두 압도적인 여소야대 국면이 이어지고 있기에 정치 갈등 심화 가능성은 잔존하고 있다. 룰라 정부의 재정 확대 의지가 야권의 견제가 긍정적으로 작용하는 모습이나 극우 세력이 상당하기에 정치 안정이 지속될 것이라 예단하기 어렵다. 개혁안 도입하는 과정에서 보우소나루 전 대통령을 필두로 한 반대파의 강한 저항에 직면했다는 점도 유의해야겠다.

남미 주요국 중 높은 부채비율을 유지 중인 브라질



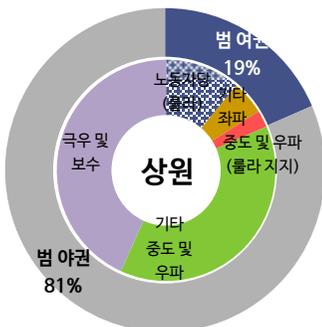
자료: Bloomberg, 신한투자증권

신흥국 대비 상대적으로 약한 브라질 성장률 주의



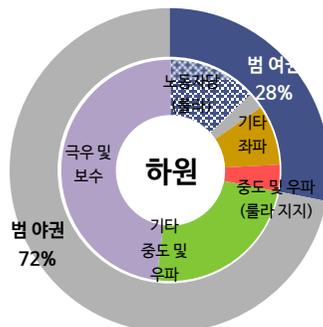
자료: Bloomberg, 신한투자증권

브라질 의회 상원: 범 여권 19%



자료: 언론 종합, 신한투자증권

브라질 의회 하원: 범 여권 28%



자료: 언론 종합, 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 주권사로 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.