Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 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.

Analyst 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

해외채권

브라질 채권 전략: 3월부터 점진적인 인하

- 1월 BCB 통화정책회의, 기준금리 15.00% 동결. 성명서에서 3월 금리 인하 시사
- 과거 두 차례 첫 인하 직전 회의부터 첫 인하까지 장단기 금리 하락. 하지만 인하 직후 1개월 간 금리 하락 폭을 모두 되돌린 경험. 경제지표는 2016년보다 2023년과 유사
- 리스크 최소화하면서 수익을 모색할 수 있는 만기가 짧은 헤알화 표시 채권과 달러 표시 채권 투자 전략 권고

2016년 vs 2023년 vs 2026년 성명서 비교

브라질 1월 통화정책회의에서 기준금리를 15.00%로 만장일치 동결했다. 하지만 포워드 가이던스 문구에서 3월 금리 인하를 시사하면서 명백한 비둘기파적인 회의로 평가됐다.

성명서에서는 중요한 변화가 있었다.

① 기존 매파적 문구였던 '상당히 긴 시간 동안 통화정책을 강력한 긴축 수준으로 유지하는 것이 필수적(requires a significantly contractionary monetary policy for a very prolonged period)' 문구를 삭제해 최종금리 동결 국면 종료를 시사
② '다음 회의에서 통화정책 기조의 유연한 전환을 시작(initiate the flexibility of its monetary policy stance in its next meeting)'하는 문구를 추가해 3월 인하 가능성을 시사
③ '인플레 목표 달성을 확고히 하기 위해 통화정책을 여전히 긴축적인 수준으로 유지(however highlighting that it will keep monetary policy at a contractionary level to ensure convergence to the inflation target)'한다는 문구를 추가해 급격한 인하보다는 점진적인 인하 기조를 이어나갈 것임을 밝힘

과거 두 차례 첫 금리 인하(2016년 10월, 2023년 8월) 직전 두 차례 성명서 문구와 비교해도 이번 1월 BCB 성명서는 매우 비둘기파적으로 해석됐다. 먼저 2016년 10월 금리 인하를 앞둔 7,8월 성명서를 살펴봤다. 7월 당시 "통화 완화의 여지가 없다(no room for monetary easing)"고 명시하며 금리 인하 가능성을 원천 차단했다. 한편, 8월 성명서에서는 인하 불가능을 단언하는 대신 "통화 여건의 완화는 특정 요인들에 달려 있다(will depend on factors)"고 언급하며 인하 가능성을 열어두는 방향으로 전환했다.

2023년 8월 금리 인하를 앞두고 5,6월 성명서를 살펴봤다. 5월 당시 “인플레 하락이 예상대로 진행되지 않을 경우 금리 인상을 재개하겠다(will not hesitate to summarize the tightening cycle)"는 문구를 포함했다. 한편, 6월 성명서에서는 추가 금리 인상 가능성을 내포하는 문구가 삭제되고, 금리 인하를 위한 구체적인 조건부 가이드라인을 포함했다(future steps of monetary policy will depend on~).

올해 3월에 예상되는 금리 인하를 앞두고 2025년 12월과 2026년 1월 성명서 문구를 비교해봤다. 작년 12월에는 2023년 5월과 유사하게 "금리 인상을 재개하는 데 주저하지 않겠다(will not hesitate to summarize the rate hiking cycle)"는 문구가 포함되었으나, 1월 성명서에서는 인상 재개 문구가 완전히 삭제되고 "금리 수준의 조정(interest rate calibration)"과 차기 회의(3월)에서 통화정책 기조의 유연화(flexibility)를 시작할 것으로 전망한다며 첫 인하 시점을 사실상 공식화했다.

과거 사례를 보더라도 브라질 중앙은행은 문구 변화를 통해 금리 인하 시그널을 비교적 명확하게 보여주는 경향이 있었지만, 이번처럼 시점까지 명확하게 알려줬던 사례는 없었다. 2016년, 2023년 모두 첫 금리 인하 단행 직전 통화정책회의 성명서에서 금리 인하를 위한 조건부 가이드라인을 제시했던 공통점이 있었는데, 이번에는 인하 시그널과 시점 모두 명확하게 보여줬던 회의였다.

도표 1. 2016년 7월 포워드가이던스 관련 문구

On the one hand, (i) inflation higher than expected in the short term, largely due to food prices, may show persistence; (ii) uncertainties regarding the approval and implementation of the necessary adjustments in the economy remain; and (iii) a prolonged period with high inflation and above target expectations can strengthen inertial mechanisms and delay the disinflation process;

On the other hand, (iv) the adjustments in the economy can be implemented more quickly, allowing confidence gains and reducing inflation expectations; and (v) the idleness level in the economy can produce disinflation faster than what is reflected in the Copom projections.

Taken together, the basic scenario and the current balance of risks indicate no room for monetary easing.

자료: BCB, 하나증권

도표 2. 2016년 8월 포워드가이던스 관련 문구

Taking into account the baseline scenario, the current balance of risks, and the wide array of available information, the Copom decided to maintain the Selic rate at 14.25 percent per year, without bias. The Committee judges that a loosening of monetary conditions will depend on factors that allow greater confidence in meeting the inflation targets at the relevant horizons for the conduct of monetary policy, in particular the 4.5% target for 2017. The Committee emphasizes the following domestic factors: (i) that the persistence of the impacts of the food price shock on inflation be limited; (ii) that IPCA components that are most sensitive to monetary policy and economic slack show disinflation at an appropriate pace; (iii) that the uncertainty regarding the approval and implementation of the necessary economic adjustments will be reduced, including the composition of fiscal measures, and their effects on inflation. The Committee will assess the evolution of the combination of such factors.

자료: BCB, 하나증권

도표 3. 2023년 5월 포워드가이던스 관련 문구

Taking into account the uncertainty of the scenarios, the Committee remains vigilant, assessing whether the strategy of maintaining the Selic rate for a long period will be enough to ensure the convergence of inflation. The Committee emphasizes that it will persist until the disinflationary process consolidates and inflation expectations anchor around its targets. The Committee judges that the current scenario demands patience and serenity in the conduct of monetary policy. Copom emphasizes that, although a less likely scenario, it will not hesitate to summarize the tightening cycle if the disinflationary process does not proceed as expected.

The following members of the Committee voted for this decision: Roberto de Oliveira Campos Neto (Governor), Diogo Abry Guillen, Fernanda Magalhães Rumenos Guardado, Maurício Costa de Moura, Otávio Ribeiro Damaso, Paulo Sérgio Neves de Souza, and Renato Dias de Brito Gomes.

자료: BCB, 하나증권

도표 4. 2023년 6월 포워드가이던스 관련 문구

The current context, characterized by a stage in which the disinflationary process tends to be slower and in an environment of deanchored inflation expectations continues to require caution and parsimony. Copom reaffirms its commitment to set monetary policy to meet the targets and judges that the strategy of maintaining the Selic rate for a long period has been adequate to ensure the convergence of inflation. The Committee emphasizes that it will persist until the disinflationary process consolidates and inflation expectations anchor around its targets. The Committee judges that the current scenario demands patience and serenity in the conduct of monetary policy and reminds that the future steps of monetary policy will depend on the inflationary dynamics, especially the components that are more sensitive to monetary policy and economic activity, on inflation expectations, in particular the longer-term ones, on its inflation projections, on the output gap, and on the balance of risks.

자료: BCB, 하나증권

도표 5. 2025년 12월 포워드가이던스 관련 문구

Copom decided to maintain the Selic rate at 15.00% pa, and judges that this decision is consistent with the strategy for inflation convergence to a level around its target throughout the relevant horizon for monetary policy. Without compromising its fundamental objective of ensuring price stability, this decision also implies smoothing economic fluctuations and promoting full employment.

The current scenario, marked by heightened uncertainty, requires a cautious stance in monetary policy. The Committee evaluates that the present strategy of maintaining the interest rate at its current level for a very prolonged period is appropriate to ensure the convergence of inflation to the target. The Committee emphasizes it will remain vigilant, that future monetary policy steps can be adjusted and that, as usual, it will not hesitate to summarize the rate hiking cycle if appropriate.

자료: BCB, 하나증권

도표 6. 2026년 1월 포워드가이던스 관련 문구

The current scenario, marked by heightened uncertainty, requires a cautious stance in monetary policy. The Committee evaluates that the present strategy has been proving appropriate to ensure the convergence of inflation to the target. In a context of more evident lower inflation and monetary policy transmission, the strategy implies interest rate calibration. The Committee foresees, the expected scenario confirmed, to initiate the flexibility of its monetary policy stance in its next meeting, however highlighting that it will keep monetary policy at a contractionary level to ensure convergence to the inflation target. The commitment to the inflation target imposes serenity regarding the pace and the magnitude of the easing cycle, which will depend on the evolution of factors that allow greater confidence in meeting the inflation target at the relevant horizon for the conduct of monetary policy.

자료: BCB, 하나증권

기준금리 첫 인하 전후 시장금리는 어땠을까

2016년과 2023년 첫 기준금리 인하 전후 금리 변화를 살펴봤다. 2016년 8월부터 10월 첫 인하까지 장단기물 금리는 큰 폭으로 하락했지만, 인하 직후 1개월 간 하락폭을 모두 되돌렸다(2년물 100bp 하락 후 71bp 상승, 10년물 92bp 하락 후 96bp 상승). 시계열을 넓혀 보면 3개월, 6개월까지 단기물 금리 중심으로 큰 폭 하락했다(3개월: 2년물 93bp, 10년물 18bp 하락, 6개월: 2년물 190bp, 10년물 97bp 하락).

2023년 6월부터 8월 첫 인하까지 장단기물 금리 역시 큰 폭으로 하락했지만, 인하 직후 1개월 간 하락 폭을 소폭 되돌렸다(2년물 72bp 하락 후 5bp 상승, 10년물 36bp 하락 후 40bp 상승). 2016년과 공통점은 인하 직전 회의에서 첫 인하까지의 10년물 금리 하락 폭을 인하 직후 1개월 간 모두 되돌렸다는 점이다. 2016년과 차이점은 인하 직후 6개월까지 단기물 금리는 하락한 반면, 장기물 금리는 첫 인하 시점과 유사한 수준을 유지했다는 점이다(인하 직후 6개월까지 2년물 43bp 하락, 10년물 0.3bp 상승).

브라질은 2014~2016년까지 경제 불황을 맞이했다. 2014년 2분기부터 2016년 4분기까지 11개 분기 연속 전년비 성장률이 역성장을 기록했으며, 실업률은 13.4%까지 급등했다. 강력한 긴축(14.25% 기준금리를 14개월 연속 동결)과 침체 여파로 IPCA 물가는 2016년 1월부터 상승세가 꺾이기 시작했다. 물가 안정에 대한 자신감이 금리 인하의 발판이 되었고, 팬데믹까지 맞물리며 기준금리를 14.25%에서 2%까지 큰 폭으로 인하했다. 이에 시장금리도 큰 폭으로 하락했다.

반면, 2023년의 경우 2016년과는 사뭇 달랐다. 2023년 2분기부터 전년비 성장률이 둔화되었지만 역성장을 기록한 적이 없으며, 실업률은 2021년 8월 이후 꾸준히 하락 추세가 지속됐다. IPCA 물가의 경우 목표치 상단을 하회하기 시작하며 추세가 꺾이는 듯 했지만, 물가가 재차 높아지면서 2024년 5월 인하 종료 후 9월에 재차 인상으로 전환했다. 이에 인하 종료 당시 시장금리는 오히려 첫 인하를 단행했던 시점보다 높은 수준을 유지했다.

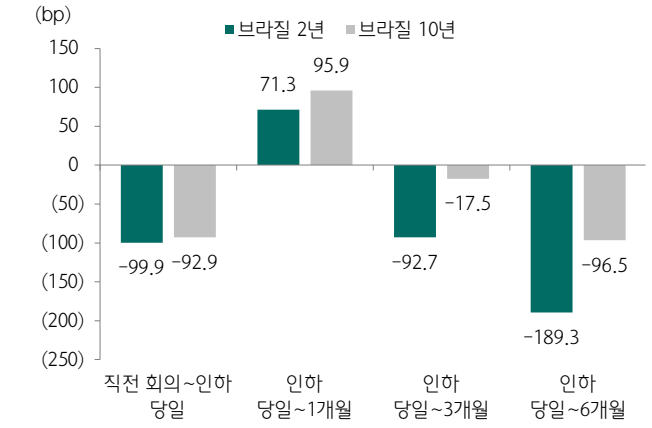
현재 15.00%에 달하는 기준금리를 7개월 연속 동결하면서 통화 긴축 효과가 실물 경제와 가계에 나타나고 있다는 점은 금리 인하의 명분으로 작용할 수 있겠다. 12월 공식 일자리가 61.8만개 감소하며 팬데믹 이후 최고치를 기록했고, 90일 이상 개인 대출 연체율은 6.9%까지 상승하며 2012년 11월 이후 최고치를 기록했다.

최근 경제지표를 감안하면, 2016년보다는 2023년과 유사하다는 판단이다. 성장률 추세가 꺾이고 있지만 침체를 우려할 만한 수준은 아니며, 실업률도 역대 최저치를 기록 중이다. 12월 IPCA 물가는 전년비 4.26%를 기록하며 2개월 연속 BCB 목표치 상단을 하회하기 시작했지만, 물가에 대한 중앙은행과 시장 간의 괴리는 여전한 상황이기에 추세적 하락에 대한 판단은 이른 시점이다. 올해 BCB의 물가 전망치는 3.4%인 반면, Focus survey에 집계된 올해 인플레이션 기대치는 4.0%로 여전히 높은 수준이다. 즉, 시장은 여전히 정부의 재정 지출 확대 가능성과 물가 통제 능력을 완전히 신뢰하지 못함을 의미한다.

과거 사례를 감안하면, 3월 인하까지 장단기물 금리 추가 하락 가능성은 유효하다. 하지만 인하 직후 1개월 간 금리 하락 폭을 대부분 되돌렸다는 점과, 2016년처럼 IPCA 물가의 추세적 하락이 확인되지 않는다면 장기물 중심으로 금리가 재차 반등할 가능성도 열어둘 필요가 있겠다. 다만, 2016년과 2023년 모두 단기물 금리는 인하 직후 6개월까지 유의미하게 하락했다.

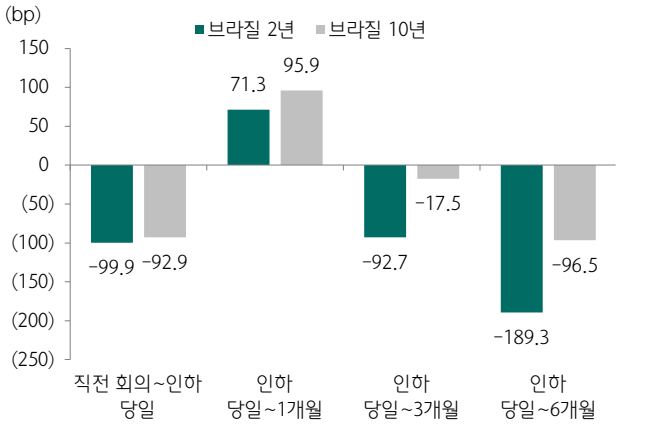
10월 대선을 앞둔 만큼 경기 부양 압박이 커지는 상황에서 장기물 금리는 변동성 확대 국면에 진입할 것으로 예상된다. 이에 ① 과거 두 차례 기준금리 인하 직후 금리 패턴(2013년, 2016년 모두 인하 직후 6개월까지 단기물 금리 하락)과 2) 대선 당해연도 당시 하반기 장기물 금리 반등과 헤알화 약세가 나타났던 점을 감안할 때, 만기가 짧은 헤알화 표시 채권 또는 달러 표시 채권 투자가 리스크를 최소화하면서 수익을 모색할 수 있는 전략이라고 판단한다.

도표 7. 2016년 인하 전후 장단기 금리 추이



자료: BCB, 하나증권

도표 8. 2023년 인하 전후 장단기 금리 추이

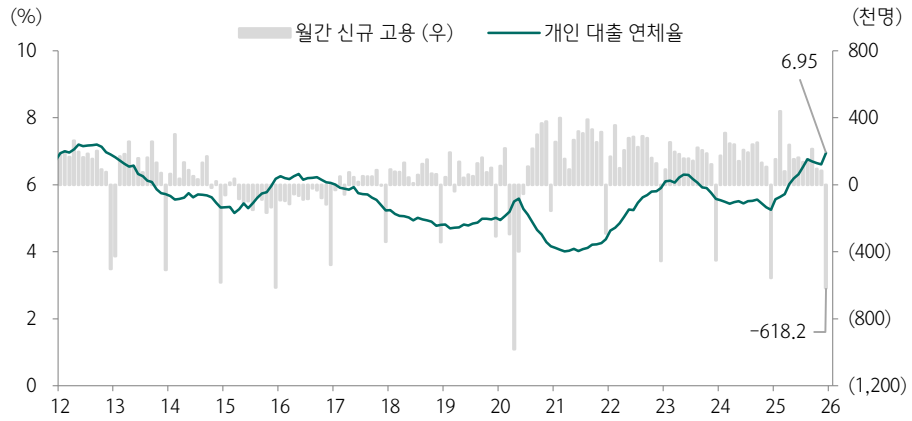


자료: BCB, 하나증권

개인 대출 연체율은 6.9%까지
상승해 2012년 11월 이후 최고치

12월 신규 고용은 61.8만명 감소
이는 팬데믹 이후 최고치

도표 9. 실물 경제와 가계에 통화 긴축 효과가 나타나는 중

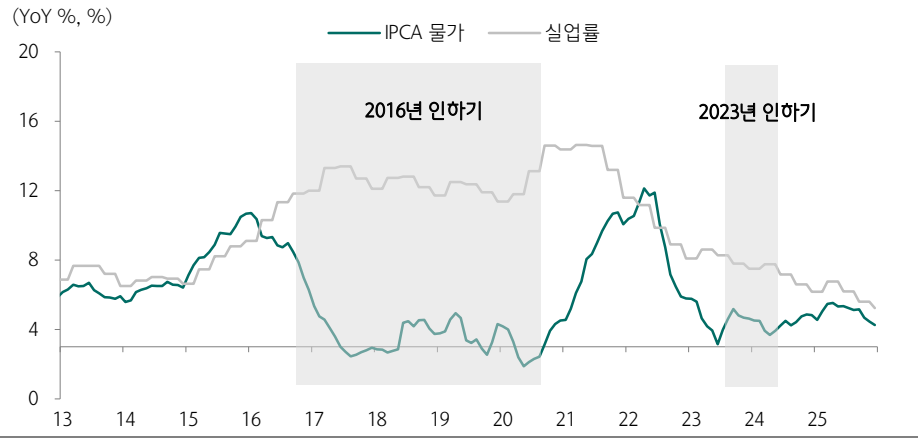


자료: Bloomberg, 하나증권

2016년 고금리가 유지되면서
물가가 크게 하락했지만
실업률은 꾸준히 상승

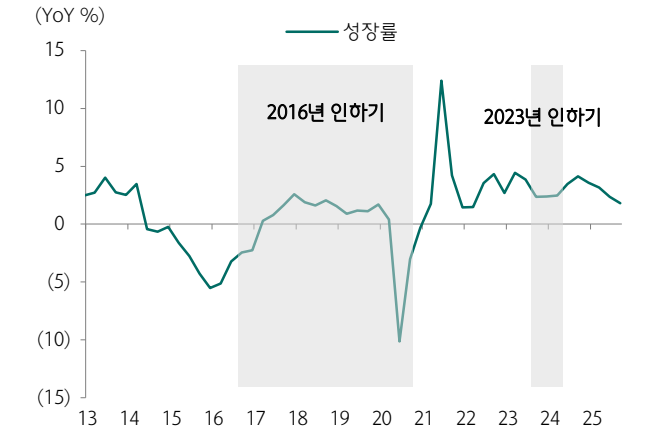
2023년 물가 소폭 하락했고
실업률은 꾸준히 하락

도표 10. 과거 두 차례 인하기 당시 물가와 실업률 추이



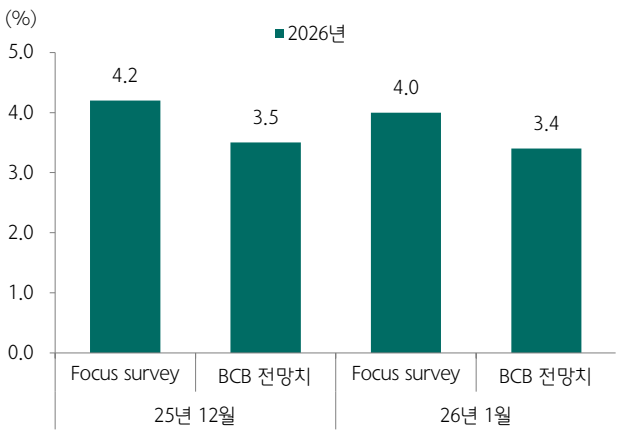
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 11. 과거 두 차례 인하기 당시 성장률 추이



자료: BCB, 하나증권

도표 12. BCB와 시장의 올해 인플레이션 전망치



자료: BCB, 하나증권