해외채권 브라질 물가채, 강점이 감점될 가능성

Fixed Income Strategist
박민영
☎ (02) 3772-2638
✉ mypark@shinhan.com

조종현
☎ (02) 3772-2884
✉ jcho@shinhan.com

- **브라질 인플레 환경에서 국채 대비 아웃퍼폼했던 물가채가 전환점에 도달**
- **물가채 투자 재료: 1) 국채 금리 = 보합, 2) 물가 = 하향, 3) 환율 = 변동성**
- **연말 또는 내년초 인플레 둔화 전망에 물가채보다 국채 투자가 우호적**

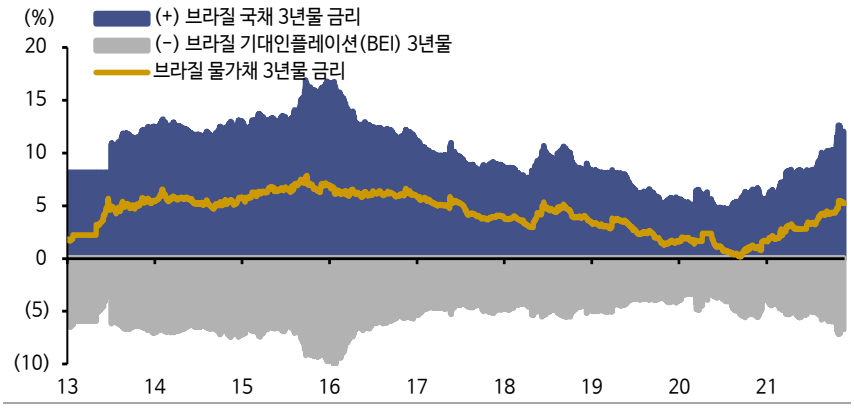
브라질 물가채, 강점이 감점될 가능성

올해 브라질 중앙은행이 기준금리를 575bp 인상한 결정적 이유는 물가였다. 인플레이션 및 기준금리 인상에 브라질 채권 시장 약세가 지속됐으나 물가채는 인플레이션 헷지 기능으로 국채 대비 아웃퍼폼이 가능했다.

물가채 투자 고려사항
1) 국채 금리
2) 물가
3) 환율

물가채 투자에서 고려사항을 3가지로 나눠볼 수 있다. 1) 브라질 국채 금리, 2) 물가, 3) 환율이다. 브라질 국채 단기물 금리는 내년초 기준금리 인상까지 선반영하여 11%대까지 상승했다. 향후 기준금리 경로를 고려할 때 내년 상반기까지 변동폭은 크지 않을 것으로 보인다. 주요 변수는 물가와 환율이 될 것이다.

브라질 물가채 금리 분해



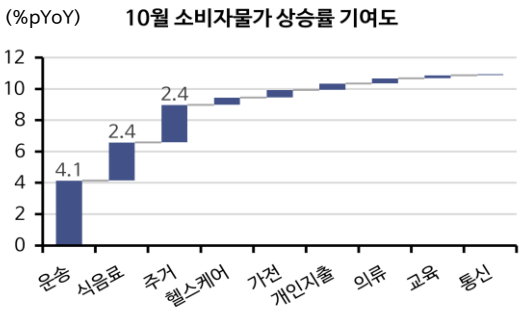
자료: Bloomberg, 신한금융투자

브라질 물가 상승률은 10~11월 고점으로 완만한 속도로 하락 예상

브라질 소비자물가는 전년대비 기준 17개월째 상승하여 10월 10.67%를 기록했다. 코로나19 기저효과와 글로벌 공급망 차질에 따른 영향이 주요했다. 향후 물가 상승률은 10~11월 고점으로 완만한 속도로 하락할 것으로 예상된다. 각국 정부의 개입으로 글로벌 공급망 차질이 해소되고 있으며 브라질 중앙은행은 인플레이션 진화를 위해 연초부터 기준금리를 575bp 인상했다. 인플레이션에 대한 우려는 정점을 지나고 있는 상황이다.

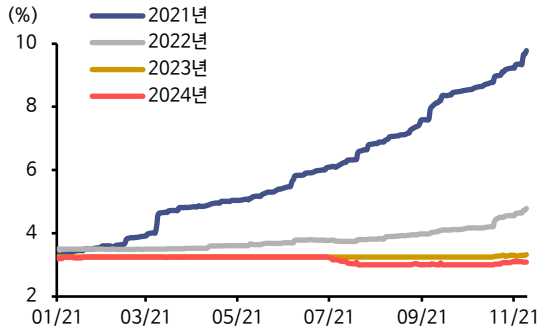
물론 물가가 상승한 속도만큼 빠르게 하락하기는 어렵다. 품목별로 운송, 식음료와 같이 변동성이 큰 품목을 제외하더라도 주거비 상승이 물가 하락을 제한하고 있다. 위드코로나로 대면소비 회복도 서비스 중심으로 물가 상승을 자극하는 요인이다.

브라질 소비자물가 상승률 품목별 기여도



자료: CEIC, 신한금융투자

브라질 2021~2024년 물가 상승률 전망치 추이



자료: BCB, 신한금융투자

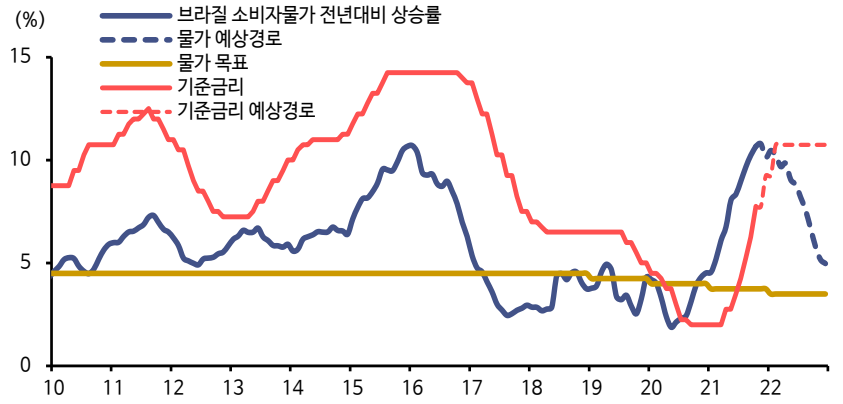
헤알화는 기준금리 인상에도 2022년 10월 브라질 대선을 앞두고 불확실성 지속

헤알화 환율은 내년 상반기에 개선될 여력은 있으나 높은 변동성이 지속될 전망이다. 미국의 통화정책 정상화 흐름에도 브라질은 조기 기준금리 인상으로 충격이 크지 않을 것으로 예상된다. 다만 2022년 10월 브라질 대선을 앞두고 보우소나루의 포퓰리즘 정책이 리스크 요인으로 상존하고 있기에 의미있는 헤알화 회복을 기대하기 어렵다. 헤알화 회복을 기대할 수 있는 시점은 대선 불확실성이 해소되고 난 이후로 예상된다.

내년에는 브라질 물가채보다 브라질 국채 투자가 유리한 환경이라 판단

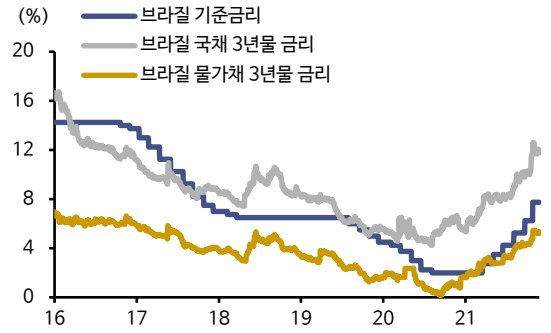
종합하면 내년 브라질 물가채에 가장 영향이 클 물가 요인이 부정적(물가 하락)이고 국채 금리의 하락은 제한적일 것으로 예상된다. 이에 브라질 물가채의 성과는 올해보다 부진할 가능성이 높다. 환율은 브라질 투자에 동일하게 적용되는 요인이다. 중장기적으로 헤알화 회복까지 기대하기 위해서는 물가채보다 국채 투자가 상대적으로 유리할 것으로 판단된다. 현재 브라질 기준금리(7.75%)는 중앙은행에서 추정하는 중립금리 수준을 이미 상회하여 통화정책 정상화를 넘어 긴축국면에 진입했다. 금번 브라질 기준금리 인상 사이클은 내년초(2~3월) 종료될 것으로 예상된다. 내년에 물가 둔화 흐름이 이어지면 중앙은행의 차기 스탭은 기준금리 인하일 가능성이 높다. 이는 브라질 물가채보다 국채 투자에 우호적인 환경으로 이어질 수 있음을 의미한다.

브라질 물가 및 기준금리 경로



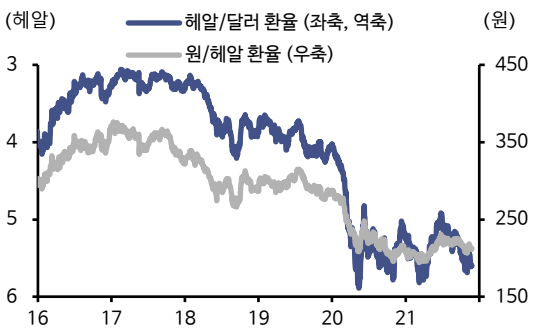
자료: Bloomberg, BCB, 신한금융투자

브라질 기준금리 및 시장금리 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

헤알/달러 환율과 원/헤알 환율



자료: Bloomberg, 신한금융투자

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 박민영, 조종현).
- 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.