

브라질 채권

인플레 및 재정 우려 완화, 투자매력 개선 기대

BCB, 경기 판단 하향 및 인플레 전망 다소 낙관적으로 평가

9월 BCB 회의에서는 경기에 대한 판단 하향 조정. 인플레 전망은 단기 기대 인플레가 하락했다고 평가해 다소 낙관적으로 변화. 현재 5%대인 헤드라인 인플레가 물가 목표 허용범위 상단(4.5%)을 하회할 때까지 동결 기조 유지할 전망. 코어 인플레 여전히 높은 수준이지만, 일자리 수 증가율 및 성장세 둔화 흐름을 고려하면 인플레 점진적 둔화 예상. 내년 상반기 중 인하 논의 개시를 베이스 시나리오로 제시

세수 확보 노력에 재정 목표 달성 가능성 높아짐

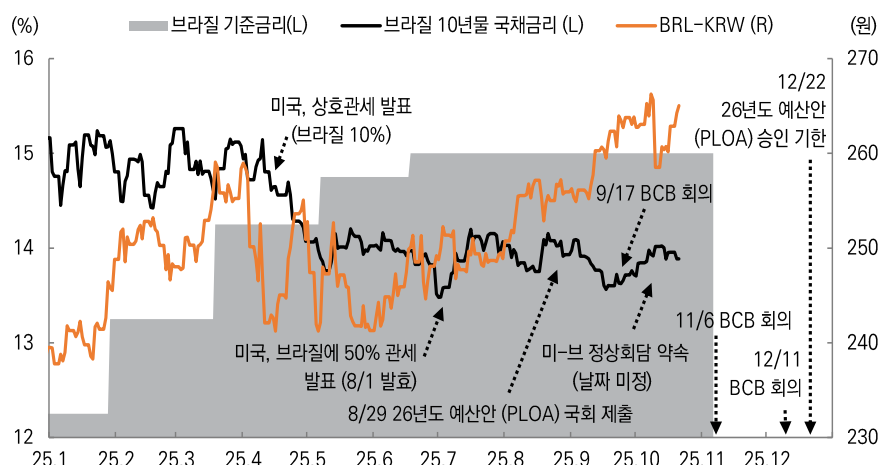
9월 재정리뷰에 따르면 올해 기초재정수지 예상치는 -302억헤알로 목표치(적자규모 310억헤알 이내) 달성할 가능성 높음. 정부가 재정수지 목표달성 위해 세수 확보에 노력했기 때문. 26년 기초재정수지 흑자 목표는 유지. 연말 예산안 표결 남아있지만 재정목표 달성 필요성에 대한 정부와 의회간 합의는 일차적으로 이뤄진 상태. 여당은 세수확보를 위한 신규 법안 통과를 추진하는 등 재정목표 달성의지 꾸준히 확인

낮아진 환 리스크, 브라질 국채에 긍정적인 투자 환경

올해 브라질 기초 재정수지 목표 달성이 예상되는 점, 미국의 대브라질 50% 관세가 브라질 수출에 미치는 영향이 제한적인 점은 헤알화 가치 안정 측면에서 긍정적. 미국 재정 확대 우려 등에 따른 달러화 약세는 신흥국 통화에 우호적인 투자 환경을 조성. 다만 원화는 관세로 인한 수출 둔화와 관세협상 불확실성 등으로 신흥국 통화 내에서 상대 약세 지속될 가능성 높음. 헤알화의 원화 환율은 안정적으로 유지될 전망. 낮아진 환 리스크는 브라질 국채 투자에 긍정적

중앙은행의 고금리 정책 지속되며 헤드라인 인플레는 점차 목표범위(1.5~4.5%) 내로 수렴해갈 전망. 내년 중 인하 논의 시작되기 전까지 브라질 국채 10년 금리는 14% 수준에서 보험권 등락 이어갈 가능성 높다고 판단. 금리 횡보 국면 단기 국채 투자를 통한 이자수익 확보 전략 유효. 브라질 단기 국채 매수 의견 유지

브라질 주요 이벤트와 환율, 금리 추이



I. 금융시장 동향

한-미 관세협상 교착 등에 원화 약세 폭 심화. 헤알화는 견고한 브라질 수출 등에 상대적으로 강세

관세 우려에도 견고한 브라질 수출과 3Q 헤알화 강세

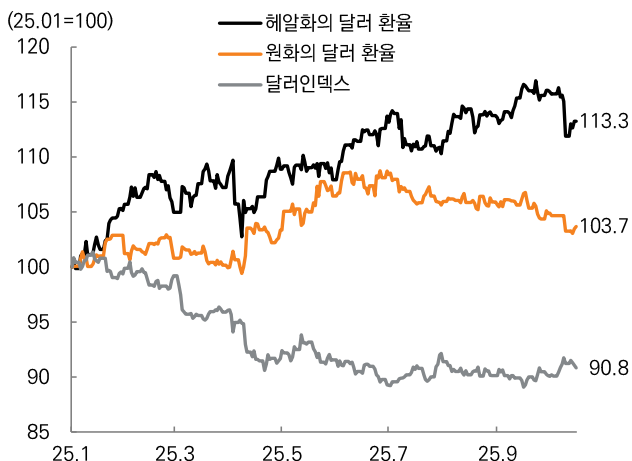
연초부터 헤알화는 달러화 대비 +13.3% 상승한 반면, 원화는 +3.7%에 절상됐다(그림1). 한-미 관세협상 교착 등에 따라 원화 절하 폭이 심화되면서 헤알화의 원화 환율은 6.1% 상승했다. 브라질 정부가 2025년 재정수지 목표를 달성할 가능성도 높아지면서 원화 대비 헤알화 강세를 초래했다.

브라질 국채 10년 금리는 3Q 중 13~14% 수준에서 비교적 안정적으로 등락했다(그림2). 9월 BCB는 금리 동결 기조를 이어갔지만 의사록에서 단기 기대 인플레이가 하락하기 시작했다는 문구가 추가됐다. 아직 브라질 인플레이는 중앙은행의 목표 수준을 상회하고 있지만 내년 중앙은행 인하 기대가 반영되며 금리 안정에 기여했다.

재정이슈가 금융시장에 미치는 영향은 제한적이었다. 8월 말 정부가 국회에 제출한 2026년도 예산안에서는 내년 기초 재정수지 목표(GDP 대비 0.25%, 하단: 0%)를 유지했고, 의회의 큰 반발은 없었다. 9월 재정리뷰에서는 올해 브라질 기초 재정수지 전망치를 -302억 헤알로 제시하며 25년도 목표 범위 내(GDP 대비 -0.25% 이상)에 수렴할 것임이 확인됐다.

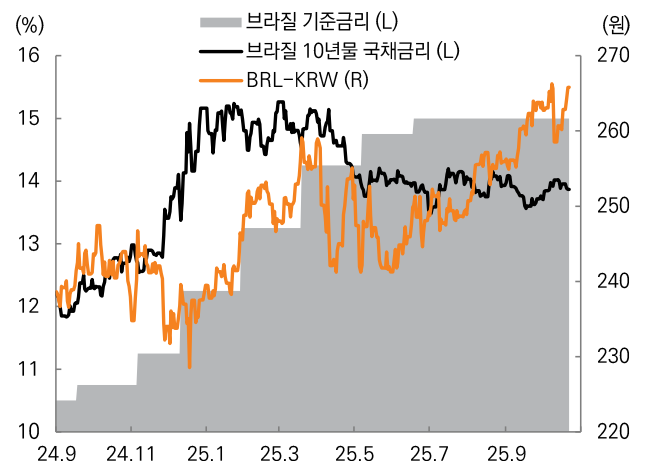
미국은 브라질 수입품에 대해 50%의 관세를 부과하고 있다. 그러나 오히려 9월 브라질 수출은 전년비 7.2% 증가하며(8월: +2.9% YoY) 관세 인상에 따른 수출 둔화 우려가 완화됐다. 브라질의 중국 및 아르헨티나향 수출이 크게 상승하며 미국향 수출 의존도가 낮은 브라질 경제의 견고함이 재확인됐기 때문이다. 미국과 경쟁 구도에 있던 브라질산 대두의 중국향 수출이 급증하며 브라질 수출 호조에 기여했다.

그림 1. 연초 이후 달러 대비 헤알화 +13.3%, 원화 +3.7% 절상



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 달러 대비 통화가치 기준

그림 2. 국채 10년물 안정적, 헤알화의 원화 환율은 상승



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 경제

관세의 브라질 수출 영향 제한적, 가계지출은 둔화 예상

낮은 실업률에도 소매판매 감소
중. 가계지출 둔화 지속될 전망

브라질 2Q GDP는 전년비 2.6%, 전분기비 0.4%를 기록했다. 이는 1Q(각 2.9%, 1.3%) 대비 둔화된 수치다. GDP의 67%를 차지하는 가계지출은 전년비 1.8% 상승하며 1Q의 2.6% 대비 큰 폭으로 둔화됐다.

연말까지 가계지출은 둔화세를 이어갈 전망이다. 브라질의 실업률은 5.6%로 역대 최저치를 기록 중이지만, 고금리와 고물가 장기화에 소비자와 기업들의 비용 부담이 누적되고 있다. 소비는 올해 2Q 이후 둔화되고 있다(그림3).

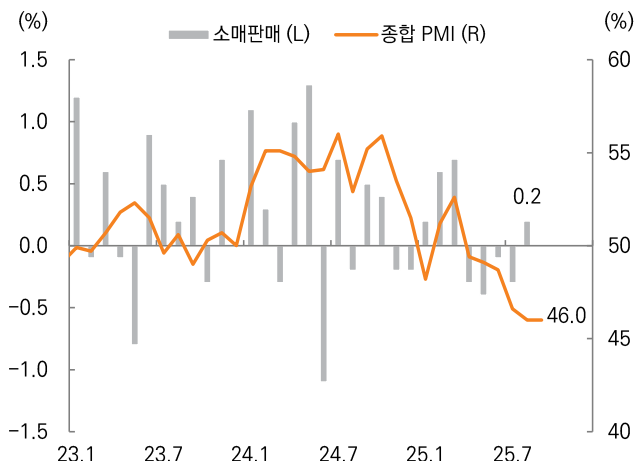
브라질 기업들의 PMI 또한 마찬가지로(그림3). 전 산업 PMI가 올해 2Q부터 위축 국면에서 벗어나지 못하고 있다. 이는 기업들의 고용 둔화 압력으로 이어질 위험이 높다는 점을 시사한다. 고인플레이션 환경 속에서 브라질의 실질 임금 상승률도 하락 추세를 보이고 있다. 가계 실질구매력 감소는 가계지출의 둔화로 이어질 전망이다.

브라질의 대미 수출 익스포저 낮아
미국 고율 관세의 부정적 영향은
제한적

한편, 미국 관세정책이 브라질 수출에 미칠 영향은 제한적일 전망이다. 미국은 브라질에 50% 관세를 부과하고 있지만 9월 브라질 수출은 오히려 증가했다(8월: +2.9% YoY, 9월: +7.2%). 4월 상호관세 부가가 시작된 후 중국의 브라질산 곡물 수입이 급증했다(그림4). 미-중 무역분쟁으로 중국의 미국산 농산물 수입 의존도가 줄어들면서 브라질산 농산물 수출에 긍정적으로 작용했다.

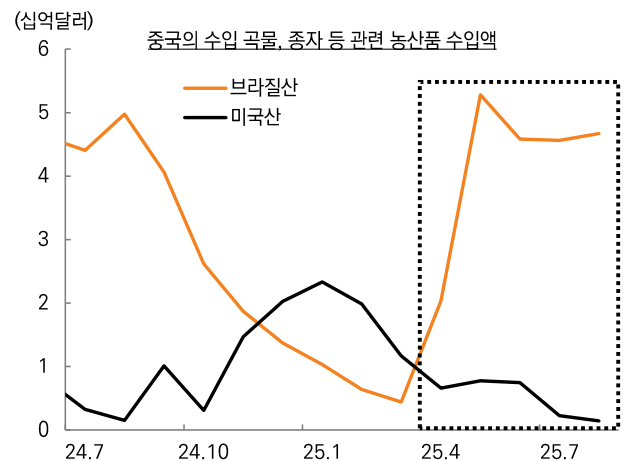
브라질의 주요 수출 지역은 중국(30%), 유럽(15%), 남미(15%), 아시아(10%), 미국(10%) 순이며, 상위 수출 3개국인 중국, 미국, 아르헨티나. 미국향 수출 비중은 작년말 15%에서 올해 9월 9%로 감소한 반면 중국향+아르헨티나향 수출은 26%에서 36%로 증가했다. 기본적으로 미국 수출 의존도가 높지 않고, 다른 지역으로의 수출 비중이 더 늘어나고 있어 미국의 관세 부가가 브라질 무역에 미칠 부정적 영향은 제한될 전망이다.

그림 3. 높은 기준금리에 소비 둔화 및 PMI 부진



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 4월 관세 부과 이후 중국의 브라질산 곡물 수입 급증



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

헤드라인 인플레이션 안정 흐름 지속 기대

서비스 및 주거비 인플레이션이 다소 높은 흐름 이어가며 인플레이션 둔화를 제한

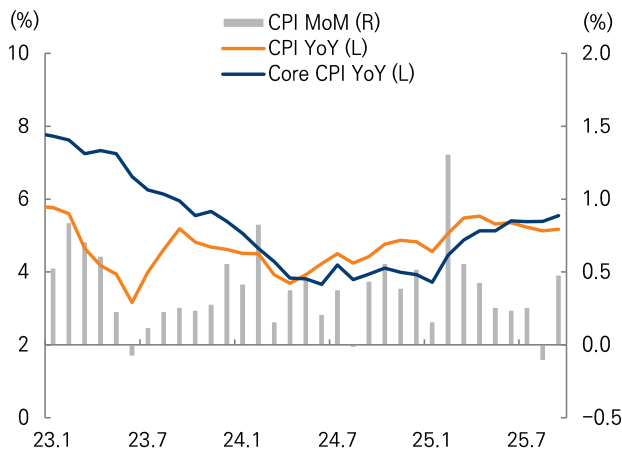
9월 헤드라인 CPI는 전년비 +5.2%로 전월치(+5.1%) 대비 소폭 상승했다. 전월비로는 8월 -0.1%→9월 +0.5%로 상승전환했다. 코어 CPI는 전년비 5.6%, 전월비 +0.6%로 헤드라인 대비 높은 상승률이 유지됐다. 항목별로는 식품이 전월비 -0.1%로 감소세 지속됐고, 자동차 연료는 +0.9%로 5개월만에 상승했다. 개인비용(+0.5%), 헬스케어(+0.2%) 등 서비스 항목과 주거비(+0.5%)가 견고한 상승률을 나타낸 점이 코어 CPI 상승을 견인했다.

식품 인플레이션은 4개월 연속 전월비 마이너스를 기록하며 헤드라인 인플레이션 둔화를 이끌었다. 작년에는 홍수 및 작황 부진, 해알화 약세에 따른 수입 가공식품 가격 상승이 인플레이션을 자극했다. 반면 올해는 브라질 옥수수과 대두 작황 호조로 자국 곡물 생산량이 확대됐고, 커피를 제외한 주요 농산물 가격이 작년 대비 대체로 하락하며 식품 인플레이션 안정에 기여했다.

9월 주거비 상승은 주거용 전력비(+10.6%) 상승 영향이 컸다. 브라질 전기요금은 전력 생산원가를 반영해 월별로 조정되는데, 올해 6월부터 강수량 감소로 수력발전비용이 증가하며 전기료가 상향됐다. 12월 우기 시작과 함께 저수지 수위가 회복되면 요금제가 다시 하향되며 주거비 안정에 기여할 전망이다.

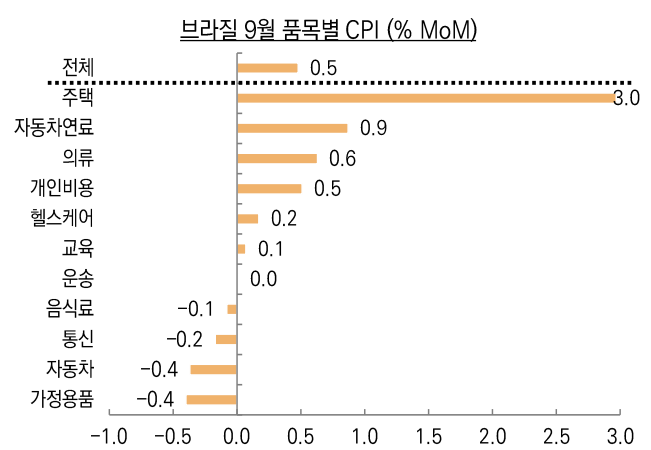
헤드라인 CPI 기여도가 높은 식품 인플레이션 둔화가 지속되고 있고, 유가 하락과 해알화 환율 안정으로 수입물가 상승 부담도 낮아질 것으로 예상된다. 헤드라인 인플레이션 둔화 흐름이 지속되면서 올해 말 중앙은행 목표치인 4% 후반에 도달할 가능성이 높다. 헤드라인 인플레이션은 점차 인플레이션 허용범위 상단(4.5%)을 하회할 전망이다.

그림 5. 헤드라인 대비 견고한 코어 CPI 상승률



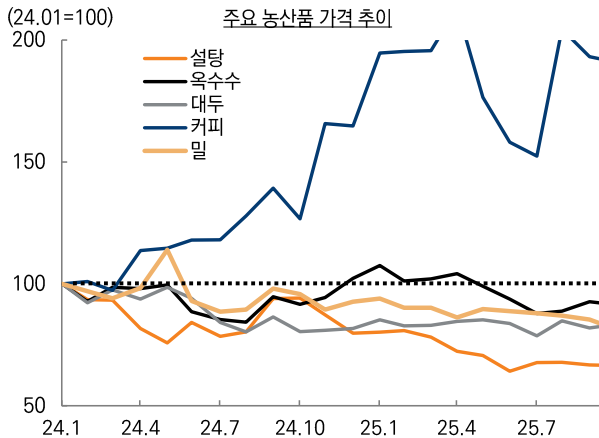
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 9월 CPI 품목별 상승률



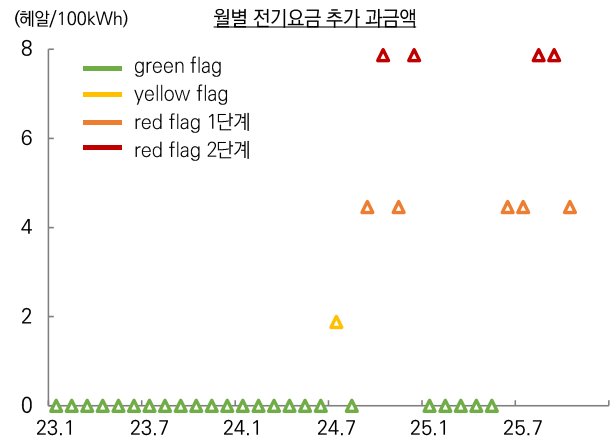
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 올해 커피 외 주요 농산물 가격 하락



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 전기요금제 추가 과금으로 주거용 전력비 상승



자료: Conab, 미래에셋증권 리서치센터

코어 인플레이션은 비교적 더디게 나타날 전망

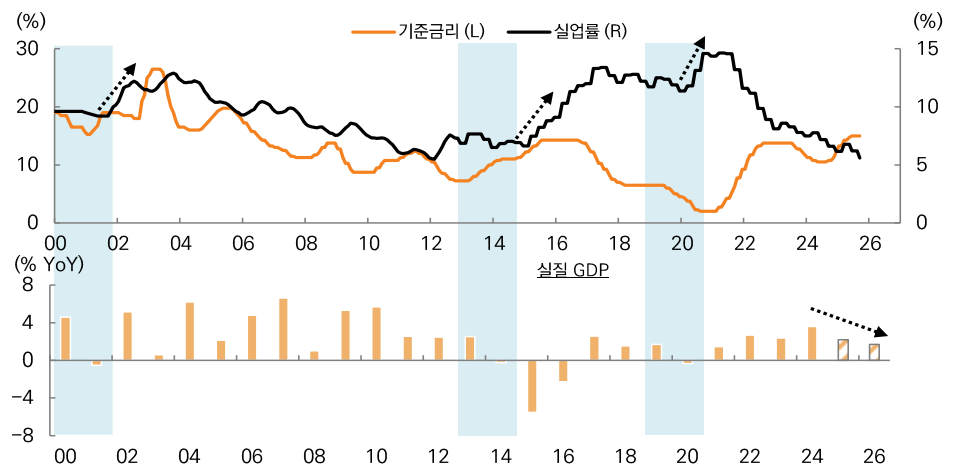
높은 임금상승률에 서비스업
디스인플레이션 더디게 나타날
가능성

서비스업 인플레이션 둔화가 더딘 것은 타이트한 고용시장과 관련이 깊다. 8월 실업률은 5.6%로 IBGE가 집계를 시작한 2012년 이후 가장 낮은 수준을 기록했다. 향후 실업률 방향성을 판단하기 위해 2000년 이후 브라질 경기흐름과 기준금리, 실업률 추이를 분석했다(그림9).

2000~2010년 연간 4% 이상의 높은 경제성장률을 보이던 시기 실업률은 장기적인 하락 추세를 나타냈고, 신흥국 경제성장이 더뎠던 2010년대 실업률은 상승세를 보였다. 코로나 이후 경기회복 과정에서 실업률은 다시 하락했다. 또 팬데믹 이전 대비 낮은 경제활동 참가율과 서비스업 종사자 비중 증가 등 고용시장의 구조적 변화도 낮은 실업률에 일조했다.

2000~01년, 2013~14년, 2019~20년 브라질 경제성장률 하락 전환에 후행해 실업률은 반등했다. 작년 연간 GDP 성장률은 3.4%였고, 올해는 가계지출이 약해지며 성장률이 2%대 초반으로 둔화될 전망이다. 시장은 내년 성장률도 2%를 하회할 것으로 예상하고 있다. 과거 침체기처럼 실업률이 급격히 상승할 가능성은 낮겠지만 지금은 성장률이 낮아지고 있는 국면이다. 경기 흐름을 반영하며 실업률도 점차 반등할 가능성이 높다고 판단한다.

그림 9. 브라질 경기사이클과 고용시장



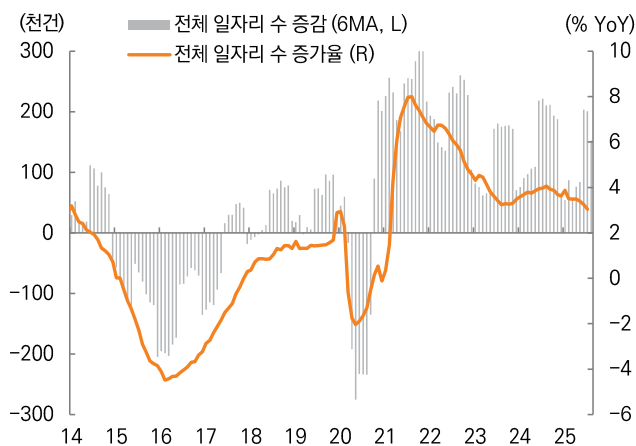
주: 2025, 2026년 GDP는 블룸버그 컨센서스 활용 / 자료: Bloomberg, IBGE, IMF, 미래에셋증권 리서치센터

일자리 수 증가율 역시 둔화되고 있다(그림10). 팬데믹 초기 연간 8%를 기록했던 일자리 수 증가율은 꾸준히 둔화돼 현재 3% 초반까지 낮아졌다. 일자리 수 증가 속도가 더딘 상황에서 실업률 하락 속도는 향후 1~2년에 걸쳐 점차 완만해질 것으로 예상된다.

견조한 임금상승률은 서비스업 인플레 둔화를 제한하는 요인이다. 브라질 최저임금 인상률 상한은 연간 인플레이션+2.5%p로 제한되고 있다. 올해 최저임금은 월 1,518헤알로 작년 연간 인플레이션(5%)에 상한값 2.5%p를 더해 결정되었다. 최저임금이 사실상 인플레에 연동되고 있기 때문에 임금 상승이 물가 상승으로 이어지는 악순환을 끊어내기 위해서는 헤드라인 인플레 둔화가 선행돼야 한다.

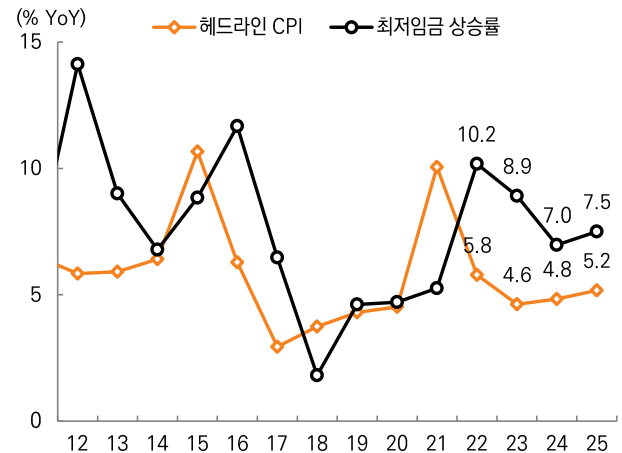
최근 10년간 브라질 최저임금 상승률은 헤드라인 CPI에 후행하는 경향을 보였다(그림11). 2026년 최저임금은 월 1,631헤알로 7.4% 인상될 예정이다. 타이트한 고용시장이 지속되는 가운데 최저임금 인상률이 7%대로 유지되고 있어 내년에도 서비스업 인플레 둔화는 더딜 수 있다. 물가상승률에 후행하는 임금상승을 고려할 때 코어 인플레 둔화 속도는 완만하게 나타날 가능성이 높다.

그림 10. 팬데믹 이후 일자리 수 증가율 둔화



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 최저임금은 헤드라인 CPI에 후행



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

III. 통화정책

기준금리 인하의 조건은 인플레이션 목표범위 진입

BCB 경기 판단은 하향 조정,
인플레 전망은 낙관적으로 변경

BCB는 3Q 중 15%에서 금리 동결 기조를 유지했다. 올해 상반기에만 총 275bp의 금리 인상을 단행한 만큼 긴축적 통화정책의 효과를 확인한다는 입장이 주된 이유였다. 9월 회의에서는 25년말 헤드라인 인플레 전망치가 7월의 4.9%에서 4.8%로 하향 조정됐다. 26년 말 전망치는 3.5%로 유지하며 내년에는 인플레가 허용범위(1.5~4.5%) 내로 진입할 것으로 예측했다.

9월 회의록에서는 경기에 대한 판단이 하향 조정됐고 인플레 전망은 다소 낙관적으로 변화했다. 경기가 견고한 흐름을 이어갔다는 문구가 삭제됐고, 단기 기대 인플레의 초기 하락 조짐이 보인다는 문구가 추가됐다. 특히 단기 기대 인플레의 하락의 이유로 긴축적인 통화정책을 언급하며 금리 인상의 인플레 억제 효과가 작동되고 있다고 기술했다. 단, 상당히 오랜기간 동안 강력한 긴축적 통화정책이 필요하다는 문구는 유지한 만큼, BCB의 금리 동결 기조는 올해까지 유지될 전망이다.

표 1. BCB 통화정책회의 회의록 내용

주요 항목별	6월	7월	9월
기준금리	기준금리: 14.75% → 15.00% (+25bp)	기준금리: 15.00% (동결)	기준금리: 15.00% (동결)
통화정책 결정의 근거	인플레를 목표 수준 부근으로 수렴시키기 위한 전략과 일치. 물가 안정이라는 기본 목표를 훼손하지 않는 범위 내에서 이번 결정은 경기 변동을 완화하고 완전고용을 촉진하는 효과도 지님	〈동일〉	〈동일〉
국내외 경기 흐름	미국의 무역 및 재정정책과 그 영향으로 인해 글로벌 환경은 <u>여전히</u> 불리하고 특히 높은 불확실성을 보이고 있음. 국내의 경우, <u>경기 및 노동시장 지표가 일부 성장 둔화 조짐에도 불구하고 여전히 견조한 흐름을 유지하고 있음.</u>	미국의 무역 및 재정정책과 그 영향으로 인해 글로벌 환경은 <u>이전보다 더 불리하고 불확실성이 확대됨</u> 〈동일〉	미국의 경제정책 및 <u>경제전망 불확실성으로 인해</u> 글로벌 환경은 <u>여전히</u> 불안정함 국내의 경우, <u>경기 지표가 일부 성장 둔화 조짐에도 불구하고 노동시장은 여전히 견조한 흐름을 유지하고 있음</u>
인플레이션 시나리오	비정상적으로 높아진(deanchored) 기대 인플레는 통제되어야 하며, 이에 장기간의 강한 통화 긴축이 필요	〈추가〉 <u>기대 인플레이션 재정착(reanchoring)에 대한 통화정책 수행 의지</u> 〈추가〉 <u>기대 재정착이 디스인플레이션 비용을 줄이며, 인내단호함침착함이 필요</u>	〈추가〉 Focus 설문을 통한 단기 기대 인플레이션의 초기 하락 조짐이 보임 〈추가〉 <u>리스크 프리미엄, 긴축정책, 최근 물가 데이터 등에 기대 인플레가 하락</u>
포워드 가이드	견고한 경제활동, 고용시장 압력, 비정상적으로 높아진 기대 인플레, 높은 물가 전망 등으로 인해 인플레가 여전히 불리함. 이러한 환경에서는 <u>상당히 오랜 기간 동안 강력한 긴축적 통화정책이 필요</u>	<u>비정상적으로 높아진 기대 인플레는 반드시 통제되어야 함. 이러한 기대가 고착된 환경에서는 경기 측면에서의 디스인플레이션 비용이 커짐.</u> 인플레가 목표 수준으로 수렴하는 과정도 장기 기대가 불안정할수록 더 어려워짐. 따라서 현재와 같은 기대 불안정 환경에서는 <u>통화 긴축을 더 강하고 더 오래 유지해야 함</u>	견고한 경제활동, 고용시장 압력, 비정상적으로 높아진 기대 인플레, 높은 물가 전망 등으로 인해 인플레가 여전히 불리함. 이러한 환경에서는 <u>상당히 오랜 기간 동안 강력한 긴축적 통화정책이 필요</u>

자료: BCB, 미래에셋증권 리서치센터

인하 개시를 위해서는 코어 인플레이션 피크아웃 확인 및 헤드라인 인플레이션 둔화 지속될 필요

내년 중앙은행 금리 인하의 조건은 인플레이션의 목표범위 진입이다. BCB는 내년도 경제 성장률 전망치를 1.5%로 제시했다. 중앙은행의 예상대로 내년 헤드라인 CPI가 인플레이 허용 범위 상단(4.5%)을 하회할 경우, BCB는 경기 둔화 흐름에 대응해 금리 인하에 나설 가능성이 높다.

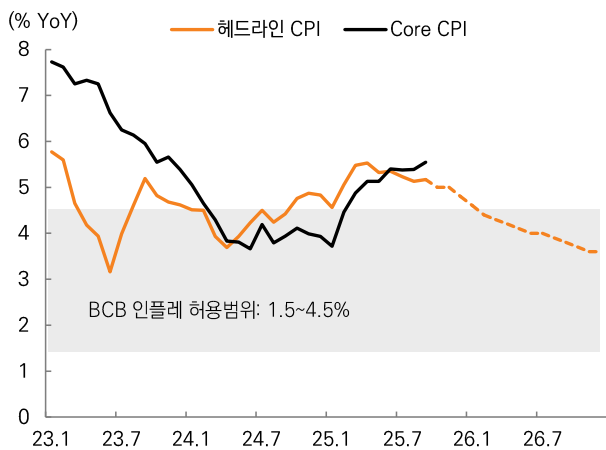
BCB는 9월 발표한 통화정책보고서(RPM)에서 최근 12개월 간 헤드라인 인플레이션이 목표치를 상회한 원인을 요인별로 분석했다(그림13). 총 2.3%p의 이탈폭 가운데 전년도 인플레이션의 관성효과(0.69%p), 인플레이션 기대심리(0.68%p)의 기여도가 높게 확인됐다. 2024년에 비해 수입물가 상승의 기여도는 크게 축소됐다(0.7%p→0.0%p).

인플레이션 관성이란 인플레이션에 후행한 투입비용 상승이 추가 인플레이션을 자극하는 효과를 의미한다. 브라질 경제의 68%는 인건비 비중이 높은 서비스업이 차지하고 있는 만큼, 인플레이션 관성은 임금 상승과 관련이 깊다. 이는 인플레이션이 목표 범위로 수렴하기 위해서는 서비스업 디스인플레이션이 동반되어야 함을 시사한다. 현재 5%대 중반에 머물고 있는 코어 CPI 피크아웃이 확인되어야 한다.

인플레이션 기대심리는 경제주체들이 전망하는 물가 수준이 중앙은행 목표치(3%)를 벗어나 고착화된 상황을 의미한다. 기대인플레이션이 안정되지 않는다면 중앙은행은 금리 동결 기조를 유지하며 물가안정 의지를 재차 강조할 가능성이 높다.

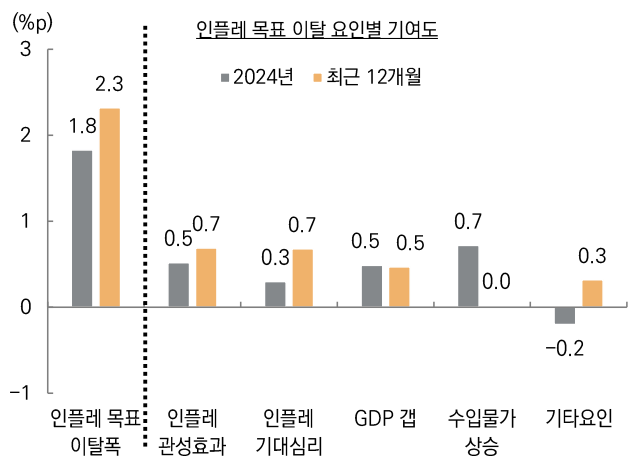
코어 CPI 피크아웃과 함께 헤드라인 인플레이션 둔화가 수개월간 지속된다면 내년 상반기 중 BCB에서 인하 논의가 본격화될 전망이다. 반대로 서비스업 디스인플레이션이 지연되면서 헤드라인 인플레이션 둔화폭이 제한된다면 내년 상반기 인하를 예상하는 시장 컨센서스와 달리 장기간 동결 기조가 이어질 수 있다. 최근 일자리 수 증가율 둔화, 경기 둔화 흐름을 고려할 때 내년 상반기 중 인하 논의 개시를 베이스 시나리오로 제시한다.

그림 12. BCB의 헤드라인 인플레이션 추정 경로



자료: BCB, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 인플레이션 목표 상회요인: 관성효과와 인플레이션 기대심리



자료: BCB, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 정치 및 재정 이슈

올해 기초재정수지, 목표범위 내
진입 전망

내년도 재정목표 달성의 핵심은 추가 세수 확보

9월 재정리뷰에 따르면 올해 기초재정수지 예상치는 -302억헤알로 재정 목표를 달성할 예정이다(목표 레인지 하단: GDP 대비 -0.25%, -310억헤알). 5월에는 올해 기초재정수지가 -517억헤알로 예상돼 목표치 하단을 크게 하회했다. 이는 25년 예산안 계획보다 세수는 적고 지출은 컸기 때문이다. 당시 브라질 정부는 재정 목표 달성을 위해 313억헤알의 지출을 통제하겠다고 밝혔다.

9월 재정리뷰에서 재정수입은 2조 9,240억헤알, 재정지출은 2조 4,170억헤알로 집계됐다. 재정지출은 5월 리뷰 당시와 큰 변화가 없었고 올해 예산안에서 제시된 목표치를 상회했다. 반면 재정수입은 5월 리뷰 당시보다 늘어났고 예산안 목표치에 근접했다. 상반기에 당초 예상보다 재정지출이 늘어났고, 정부는 재정수지 목표 달성을 위해 지출 통제보다는 추가 세수 확보에 집중했던 것으로 보인다.

표 2. 2025년 재정리뷰보고서

(십억헤알)

	2025 목표	5월 리뷰	7월 리뷰	9월 리뷰
1. 기초재정수입	2,930	2,899	2,924	2,924
2. 이전 수입	570	581	579	581
3. 순 수입 (1) - (2)	2,360	2,318	2,345	2,344
4. 기초재정지출	2,388	2,415	2,420	2,417
5. 기초재정수지 (3) - (4)	-27.5	-97.0	-74.9	-73.5
기초재정수지 목표 (중앙값)	0.0	0.0	0.0	0.0
기초재정수지 목표 (하단값)	-31.0	-31.0	-31.0	-31.0
6. 기초재정수지에서 제외되는 지출	44.1	45.3	48.6	43.3
7. 조정 기초재정수지 (5) + (6)	16.6	-51.7	-26.3	-30.2
기초재정수지 목표 달성 여부	-	미달	달성	달성

주: 2025년 기초재정수지 목표 중앙값은 GDP 대비 0%, 하단값은 -0.25%

자료: 브라질 기획예산처, 미래에셋증권 리서치센터

내년 경기 둔화 국면에서
기초재정수지 흑자 달성을
위해서는 추가 세수 확보 필수적

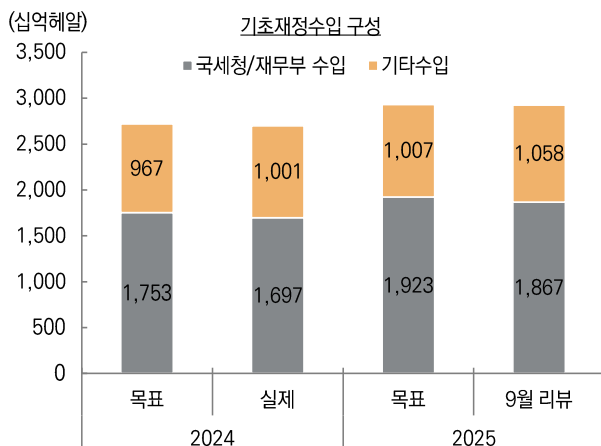
내년에도 재정 목표 달성의 핵심은 세수 확보가 될 전망이다. 정부 기초재정수입은 소득세와 법인세 등으로 구성된 국세청·재무부 수입과 그 외 기타수입으로 분류할 수 있다. 기타 수입에는 연금보험료, 천연자원 개발 수익, 공공사업권 수입 등이 포함된다.

올해 국세청·재무부 수입은 1조 8,670억헤알로 예산안 목표치(1조 9,230억헤알)를 하회한 반면, 기타수입은 1조 580억헤알로 목표치(1조 700억헤알)를 웃돌았다. 작년부터 정부는 국세청·재무부 수입 부족분을 기타수입으로 보완해왔다(그림14).

정부는 예산안 작성 시 올해와 내년 경제성장률이 2%대 중반으로 유지될 것이라고 가정했지만, 시장은 내년도 경제성장률이 1.5% 수준으로 둔화될 것으로 예상하고 있다(그림15). 내년까지 성장률 둔화세가 이어질 경우 주요 세수원인 소득세와 법인세 수입이 정부 예상보다 부진할 가능성이 높고, 기타수입을 통한 세수 보완이 불가피할 수 있다.

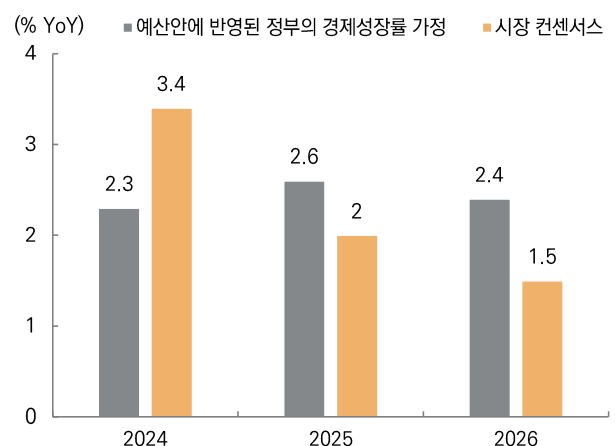
내년도 기초재정수지 목표는 GDP 대비 0.25% 흑자로 올해 0%에서 상향될 예정이다. 경험상 물라 정부 하에서 재정지출을 계획보다 축소시키는 것은 어려움이 따랐고, 내년에는 대선도 앞두고 있어 지출 감축 여력이 제한적일 수 있다. 내년 브라질 재정 목표 달성을 위해서는 세입 확충 노력이 더 중요해질 것으로 보인다.

그림 14. 부족한 소득세·법인세 수입을 기타수입으로 충당



자료: 브라질 기획예산처, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 시장 컨센서스 대비 낙관적인 정부의 성장률 가정



자료: 브라질 기획예산처, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

단기적인 재정 우려 완화, 신흥국
내 원화 약세는 브라질 국채
투자에 긍정적

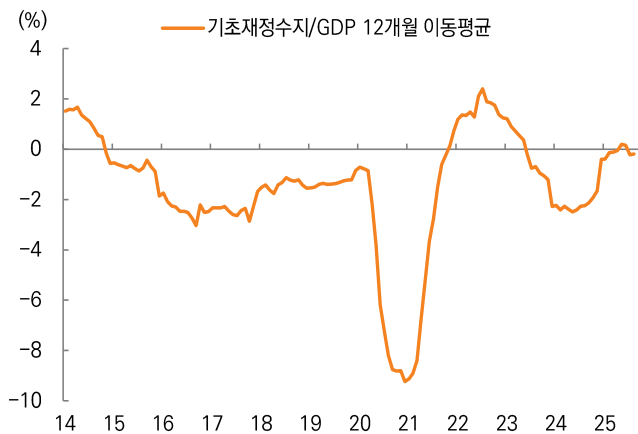
재정 우려 완화, 원화 상대 약세는 브라질 국채 투자에 긍정적

올해 브라질 재정 목표 달성이 예상되는 점은 헤알화 가치에 긍정적이다(그림16). 8월말 정부는 의회에 내년도 예산안 초안을 제출했고 작년에 설정됐던 2026년 기초재정수지 흑자 목표는 유지됐다. 연말 예산안 표결이 남아있지만, 재정수지 흑자 달성 필요성에 대한 정부와 의회 간 합의는 일차적으로 이루어진 상태다. 집권여당은 추가 재정수입 확보를 위해 기업의 세액공제 사용 제한, 스포츠 베팅 및 온라인 도박세율 인상(12%→18%), 핀테크 기업 CSL(사회기여세) 세율 인상(9%→15%) 법안 등을 추진 중이다.

미국 재정 확대 우려 등에 따른 달러화 약세로 인해 신흥국 통화 전반에 우호적인 환경이 조성되고 있다. 다만 원화는 관세협상 불확실성과 낮아진 경기 모멘텀 등으로 당분간 달러 대비 약세 흐름이 이어질 전망이다. 헤알화의 원화 환율은 당분간 안정적인 흐름이 지속될 것으로 예상되며, 환 리스크가 낮아진 점은 브라질 국채 투자에 긍정적이다.

브라질 기준금리 동결, 단기적인 재정 목표 달성 성과 등으로 브라질 국채 10년 금리는 당분간 14% 수준에서 보합권 등락을 예상한다(그림17). 통화정책 인하 전환은 내년부터 논의될 전망이고, 장단기 금리차(10Y-2Y)는 약 40bp로 크지 않은 만큼 현 시점에서는 단기물 중심의 포트폴리오로 이자수익을 확보하는 전략이 유효하다. 브라질 단기 국채에 대한 긍정적인 투자 의견을 유지한다.

그림 16. 올해 재정수지 목표(GDP 대비 -0.25% 이상) 달성 예정



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 금리 동결 구간 브라질 국채금리 변동성 제한될 전망



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.