

2017年5月26日

## ブラジルの危機再び

ブラジルでは資産価格が大きく下落しましたが、運用方針を大きく変更するには至っていません。



デビッド・ダウセット  
パートナー

エマージング債チーム(コ・ヘッド、国債)  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

先週はブラジルの政治危機の再燃がEM市場の話題を独占しました。

### 先週のEM市場

先週水曜日の夕方(ロンドン時間)、現職のミシェル・テメル大統領が、エドゥアルド・クーニャ前下院議長に対する不正な口止め料を認める発言を録音したとされるテープの存在が報道されました。クーニャ前下院議長は洗車作戦の中で起訴され、現在は獄中で服役中です。これらの不当な支払いは、長期に及んでいる洗車作戦の捜査において、クーニャ氏が関係者に不利となる証拠を当局に与えないよう口止めするための支払いとされています。この突然の事実の発覚は、これまでの長期に亘る捜査の過程で、テメル大統領が直接的な関与を免れるという卓越した能力を発揮してきたため、より一層世間の動揺を誘うこととなりました。また今回の発覚は、テメル大統領が指揮を執る国内の社会保障改革に対する期待が高まり、結果としてブラジルに対する投資家のポジションが積み上がっているタイミングで起きました。社会保障改革は、ここ最近やや悪化の兆しが見られるブラジルの長期債務を安定させる上で非常に重要とされていました。

ブラジル資産の当初の下落は急激かつ大幅なものでした。ブラジル・リアルは9%近く下落し、自動のサーキット・ブレーカーの発動及び中央銀行による介入がかろうじて更なる下落を食い止めた形となりました。現地通貨建て債の利回りは最大で200bps上昇し、ソブリン債のスプレッドは最大75bps拡大しました。その後数日間でこれらの損失の幾らかは回復する形となりましたが、ブラジル資産に与えたダメージは大きくなりました。

### ブラジルの混乱の行方

次に何が起こるのか、という疑問を当然お持ちになると思います。ブルーベイでは今回の出来事を踏まえたブラジルに対する見方につき別のレポートにまとめましたが、要約するとテメル大統領が続投できる可能性は少ないものの、社会保障改革については前向きな見通しを持っています。またルセフ大統領の弾劾を巡る前回の政治危機の頃と比較して、ブラジル経済の見通しは堅固であると見ています。経済成長は引き続き緩やかに回復を続け、経常収支がほぼ均衡に達していることもブラジル・リアルのファンダメンタルズがそれほど悪化していないことを示唆しています。さらに中央銀行は利下げサイクルを継続することが可能であると予想しています。利下げペースは依然と比較して緩やかになる可能性があります。更なる利下げの可能性を織り込んでいない市場の反応は行き過ぎであると見ています。したがって、ブラジル資産が下落した局面はブラジルの現地通貨建て債のポジションを積み増す好機であると捉えました。またブラジルのソブリン債及び通貨についても、足元のポジションを概ね維持する方針です。ただしリスクに目をつむる訳ではなく、政権の早期退陣を求

める路上での反政府デモの広がりや想定外の事態を招く可能性があるため、随時ブラジル資産の再評価をしていく方針です。ブルーベイでは、テメル大統領が大統領の座を議会が指名する他の候補者に明け渡し、結果として2018年の総選挙まではかろうじて政治的な継続が期待できると見えています。

## 今後の見通し

ブラジルにおけるドラマは明らかにEMの他の市場の出来事を凌駕しましたが、他市場の資産価格への影響は限定的であったとの事実も思い起こす必要があります。アルゼンチンではこの影響で短期的に資産が弱含む傾向が見られましたが、他の市場ではほとんど見られませんでした。堅調なグローバル経済、G3の予測可能な金融政策、及び中国経済が比較的安定していることにより、投資家のリスク許容度は改善しています。トランプ大統領は米連邦捜査局(FBI)及び米司法省とのもめごととは継続しているものの、投資家心理を妨げるには至っていません。したがってブルーベイでは、現在の運用姿勢を変更することなく、ブラジル資産の下落による損失を取り戻し、プラスのリターンを今後獲得していくことが出来ると考えています。

---

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

関東財務局長（金商）第 1029 号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 日本投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2017年5月26日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上