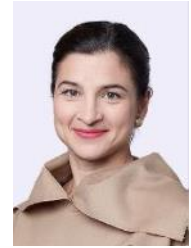


# ブラジル：高い演技力

2018年9月5日

10月に大統領選を控えたブラジルでは選挙戦が本格化していますが、9名の候補者が立候補している選挙キャンペーンは、現段階ではネイマール選手さながらの素晴らしい演技力を見せている、とも言える状況です。ブラジル経済にとって喫緊の課題となっている改革への鍵はどこにあるのでしょうか。実地調査の報告とともに現状を振り返ります。



ポリナ・クoldayeva

パートナー

エマーゼンシング債チーム

シニア・ポートフォリオ・マネジャー

私はいまだかつて演技を得意としたことはありませんが、ブラジルはそうではないようです。幼少期にソビエトのTVで初めて観たブラジルのTVドラマ「A Escrava Isaura」から、直近ロシアで開催されたサッカー・ワールドカップに至るまで、私はブラジルに最優秀演技賞の一票を投じます。サッカーのネイマール選手がワールドカップの中で、何度も怪我をしたふりをするYouTubeのビデオは実に愉快なものでした。これに負けず劣らず愉快な展開となっているのは、9名(!)が立候補しており、10月7日に第一回の投票を控えるブラジルの大統領選を前にしたキャンペーンです。市場が選挙戦絡みのニュースに揺さぶられるなか、一歩引いて、状況を振り返ってみることが重要であると考えます。

ブラジルは、フィナンシャル・タイムズ (FT) の一面を飾る次のエマーゼンシング危機の主役となるのでしょうか。実際には誰が国を動かしているのでしょうか。投資家はどのようなリスク要因を注視すべきでしょうか。これらの問いへの答えを見つけるため、先週ブラジルへの実地調査を行いました。

ブルーベイでは、ブラジルの資産に対しては中立的な見方をしています。社債では、幾つかのディストレスト銘柄に投資機会を見出していますが、スプレッドが 300bps 近辺にあるブラジルの外貨建て国債にそれほど投資妙味があるとは考えていません。今後予想されるボラティリティの高まりは、社債及び国債のエクスポージャーを積み増すための良好な投資タイミングになる可能性があると考えています。ブラジル・リアルは年初来で既に 20% 近く下落していますが、ブラジルの財政上の制約がブラジルの経済成長の重石となる兆しが見られるなか、ボラティリティがさらに高まる余地があると考えています。

ブラジルに対してより前向きな見方を抱くためには、下院及び上院における主要政治家の交代など、政府内で大幅な変化がもたらされる必要があります。それらが実現して初めて、ブラジルでのビジネス方針を変更することができます。さもなくば、演技力という芸術作品のみがブラジルの主な資産となるでしょう。

## 大統領選を控えて

ブラジルは FT の見出しを飾る次の話題を提供することになるのでしょうか。およそ一か月後に、近年のブラジルでは最も先行きが不透明であると言われる大統領選挙が第一回目の投票日を迎

えます。35 の政党があり、EM 国の中でも最も断片化された政治的システムを有する国の一つであるブラジル国民が、9 名の候補者の中からたった一人の大統領を選出します。第一回投票は 10 月 7 日、また過半数を獲得する候補者がいなかった場合の決選投票は 10 月 28 日に予定されています。

世論調査の回答者の 43%が投票を棄権すると回答していることから、ブラジルの有権者の政権に対する信頼感が欠如していることは明らかであると言えるでしょう。一様に市場友好的であるとされる候補者がアルキミン氏のみであることから、市場参加者にとって有利な結果がもたらされる可能性は相対的に低いとみられます。その他の候補者に関しては、最も「まし」な候補者（元軍人のボルソナーロ氏）から非常に好ましくない候補者（消費者の負債を帳消しにすることを掲げている左翼のシーロ・ゴメス氏）、さらに最悪な展開も予想される候補者（ルーラ氏が出馬できない場合の後継者とされるフェルナンド・ハダッド氏）などバラエティに富んでいます。

## 議会の存在

ブラジルの次期大統領は確かに非常に重要な人物となるでしょう。ただし、ブラジルの経済成長や改革路線を定めるにあたり、市場は一人の人物の権力を過大評価しすぎる傾向があると考えます。いずれの改革アジェンダであっても、実行に際しては議会の承認を得る必要があり、実際の権力はこの議会が握っていると考えています。

新たに当選する議員の 75%が現職の議員となる見込みであるという予想が、その事実を如実に示す例であると言えるでしょう。実際のところ、今回の選挙で大きな変化は見込まれないのです。大統領の改革成功率は、小党分立が著しい下院における主要な利害関係者との間で大統領自身が交渉する能力に依拠する部分が大きいと言えるでしょう。したがって、大統領と議会との間での巧みな駆け引きが行われることになるでしょう。最終的には、12 万人の役職指名権を有する大統領が、ブラジル最大の雇用創出者となるのです（トランプ米大統領は 5,000 人）。

## 改革の必要性

現段階で、なぜブラジルにとって改革が急務となっているのでしょうか。ブラジルの財政状況は急速に悪化しており、早急に対処する必要があります。過去 4 年間で、ブラジルの対 GDP 債務比率は 25%も上昇し、足元では 80%近くに達しています。社会保障費が歳出総額の 44%を占めることから、社会保障改革は現地債務比率を安定させるために喫緊の課題となっています。また歳出の 80%近くが義務的経費であることから、改革なしでは歳出を削減する手段は限られていると言えます。

またブラジルにとって経済成長も欠かせません。債務比率を安定させるためには、少なくとも +2.0%の GDP 成長率を維持する必要があります。現状の成長率（昨年+1.0%）では、ブラジルの対 GDP 債務比率は今後 4 年間でさらに 20%上昇し、100%に達する計算になります。失業率が 12%に達しているなか、大企業からも設備投資の明確な兆しがなく、国営銀行の与信能力も限られていることなどを踏まえると、現地エコノミストの多くが予想する 2%の経済成長を達成する確証はないと考えます。

投資家の中にも切迫感はあるとみられますが、先週ブラジリアを訪れた際には同様の感覚が得られませんでした。3 週間前に承認されると期待されていた 6 つの改革案はいずれも棄却されました。ブラジル議会は選挙の準備に大忙しです。さらに、政府試算によれば、2020 年までは政府支出が上限に達することはないとのことで、その結果必要とされる改革を急ぐための緊迫感

が議会には存在していない状況です。

## ポジティブ材料

では明るい話題は何でしょうか。挙げるとすれば、ブラジルの対外脆弱性が相対的に低いことです。対 GDP 対外債務比率は 2.8%で、これは中南米で最も低い水準です。景気後退期が続いたことで経常赤字幅は縮小し、2018 年の時点で対 GDP 比-0.5%となっている一方、海外直接投資は GDP の 3.2%程度と安定しています。ブラジル企業は過去 3 年間で、有機的及び無機的にレバレッジ削減を進め、2013 年後半の危機のさなかには 5 倍程度であった企業のレバレッジ（EBITDA 負債倍率）は、足元で平均 2.5 倍近くまで低下しました。ブラジル経済は 3 年近くで GDP の 8% を失う景気後退を経験しましたが、統計学的に見れば、ブラジルが何らかの形での循環的な回復期を迎えてもおかしくはないと言えそうです。

## おわりに

訪問最終日に、何人かの候補者の選挙対策委員の話聞く機会がありましたが、それは演技という芸術作品の極みとも言えるものでした。全ての人がアカデミー賞の主演男優・女優賞のノミネートに値すると思えました。そして実際の業務遂行がこれらの演技に続くことを心から祈ります。また同様に、大統領が選出されたのち、ブラジルが切実に必要とする改革の実行に向けて議会の俳優たちが協力することを祈ります。ブラジル政府が演技に時間を費やしている暇はありません。それらは、サッカー選手や俳優に任せることにしましょう。

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

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 1029 号

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

#### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下となります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜） / エマージング債絶対リターン戦略：年率 0.85%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

#### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

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、当社の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をご遠慮下さい。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