



ブラジル：コントラストの際立つ国

RBC新興国株式チーム



「ブラジルらしい。物事はいつも良くなるはずであり、見かけほど悪くならない。」この言葉は、私たちが最近ブラジルに調査のための出張した際に、ある企業の方から頂いた言葉です。私たちのブラジル調査で得た考察を象徴するような言葉でもあります。

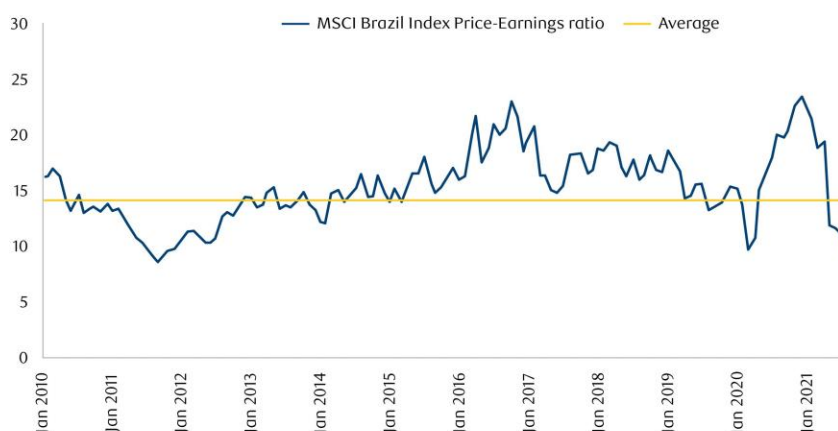
サンパウロに到着してまず目に飛び込んでくるのは、荒れ果てたファベラ（貧困地域）と豪華な高層ビルのコントラストです。貧富の差、都市と農村のコントラストだけでなく、左傾化が著しい政治の面においても、今回のブラジル出張ではこのコントラストというテーマが浮き彫りになりました。

昨年10月に左派候補のルイス・イナシオ・ルーラ・ダ・シルヴァ（通称ルーラ）氏が当選して以来、ブラジル企業は予測不可能な国内環境の中で事業を展開しています。ルーラ氏は2%以下の僅差で当選し、右派候補のジャイル・ボルソナロ氏の2期目の大統領就任を阻止しました。その後、ブラジルの株式市場は、構造的な財政状況に対する不透明感などから、ボラティリティが拡大しました。ルーラ新政権は、選挙公約である社会支出の拡大を実現するため、財政収支を緩和する可能性が高いと見られています。同国は既に、GDPに対して80%近くとなる比較的高い公的債務に直面していることから、投資家は懸念を抱いています¹。ブラジルは、ここ数年の中央銀行による積極的な利上げにより、主要新興国の中で最も高い実質金利を維持していますが、今後、財政政策の緩和により金利上昇が長期化し、結果的に経済成長が抑制されることが懸念されます²。

ブラジル株式市場については、史上最低水準のバリュエーションで取引されており（図1）、既に多くの不確実性が反映されています³。私たちが面談した多くの企業からは、消費、金融、ヘルスケアといった内需セクターにおいて、長期的な成長機会と強力なファンダメンタルズを維持しているような印象を受けました。事業運営、経営陣、コーポレートガバナンス、ESGの質を考慮すると、ブラジル企業の質は新興国の中でも高いと、私たちは以前から考えてきました。

さらに、ブラジルは、豊富な水資源、気温が安定した良好な気候条件、広大な農地など、自然環境について有利な点を備えています。南米のほぼ半分を占め、4つのタイムゾーンにまたがる広大な国です。リオやサンパウロといった人口の多い大都市と、熱帯雨林や農地の広がる国土のコントラストが印象的でした。アマゾン熱帯雨林の約60%はブラジルに位置し、世界の植物種の25%はブラジルに生息していると言われて⁴。これらの要因により、同国は世界的に見ても主要なコモディティ生産国の1つに数えられています⁵。しかし、このような利点があるにも関わらず、企業は一般的に、長年にわたり、国の政治状況による厳しい条件下で事業を展開してきました。私たちが話を聞いた現地の投資家の一人はこのように述べました：「ブラジルには素晴らしい企業があります。2015年の政治危機の時でさえ、優良企業が現在のような低水準で取引されることはありませんでした。しかし、ブラジル企業は常に、政府が企業活動を難しくする可能性があることを考えなければなりません。」

図1：ブラジル指数のPERバリュエーションの経年推移



出所：MSCI、2023年4月時点

企業経営者との面談で得た重要なことは、政治面について最悪期を過ぎたという見解です。複数の企業は、国内での改革、特に税制改革に進展が見られれば、楽観できる理由があるとの見方を示しました。ブラジルの税制は世界で最も複雑な税制の一つであるため、ブラジル企業の競争力と生産性を向上させるためには、税制の簡素化が鍵となります⁶。ブラジルの税制改正は何十年前前から議論されてきましたが、近年の提案は議会で通りませんでした⁷。

プラスの可能性もありますが、リスクもあります。私たちが面談で聞いて、潜在的な懸念の中で最も大きいと感じたものは、中央銀行の独立性です。ブラジル中央銀行（BCB）の独立性は、2021年に法律で認められました⁸。しかし、ルーラ大統領は、中央銀行がもっと早く利下げを行わなかったこと、インフレ目標を低く抑えすぎたことに繰り返し疑問を呈しています⁹。ブラジル企業や投資家は、ルーラ大統領のこのような発言を受けて、中央銀行の信頼性に不安を抱くようになりました。

今回の出張を振り返り、政治的な見通しは不透明であるものの、企業の質、経営者の実績、長期的に良好な企業のファンダメンタルズ、割安なバリュエーションなどを考慮すると、当社が投資するブラジル企業には、引き続き前向きに見ることができると感じています。私たちは、「健康・ライフスタイル」、「内需」、「金融の浸透」などのポートフォリオのテーマを通じて、長期的に構造的な成長が見込める分野に引き続き注目しています。

1 Brazil faces economic headwinds as Lula prepares to take office (www.ft.com, December 2022). 2 Morgan Stanley Research: Latin America Equity Strategy: A Global Early Cycle Play, February 2023. 3 Itau: Equity Strategy: Market Data Monitor, March 2023. 4 www.wwf.org.uk/where-we-work/amazon and www.nationsencyclopedia.com - Brazil: Flora and Fauna. 5, 6, 8 BofA Global Research: Brasilopedia: Chronicle of an election foretold, February 2022. 7 BofA Global Research: New Brazil fiscal rule screams: Money – Tax changes ahead, April 2023 9 Lula's attacks on Brazil central bank alarm investors (www.ft.com).

ディスクレーム

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって提供された情報を元に、RBC Global Asset Managementの関連会社であるブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッドが編集したものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに他人に配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略への参加の申し出を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性、完全性、または正確性について、明示または黙示を問わず、表明または保証は行われません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見は、このドキュメントの日付時点のもので、ここに記載されているすべての情報および意見は、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。(UK) Limited、BlueBay Asset Management LLP、BlueBay Asset Management USA LLC、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



RBC BlueBay
Asset Management