

アルゼンチン：明るい未来がすぐそこまで来ている



グラハム・ストック
エマージング債チーム
シニア・ソプリン・ストラテジスト

2023年4月

アルゼンチンには、ヴァカ・ムエルタで石油・ガス資源を開発している企業、ラテンアメリカ全域でデジタル決済を提供している企業、メンドーサでワインを製造している企業など、世界的な企業がいくつもあります。

アルゼンチンはコントラストの国として知られています。北部の亜熱帯とパタゴニアの氷河、アンデス山脈の人を寄せ付けぬ高地とバンパの肥沃な草原、目に見えるものだけでも簡単にいくつか挙げられます。今月、アルゼンチンをリサーチのために訪れましたが、マイクロとマクロの経済面でのコントラストも明白でした。

アルゼンチンには、ヴァカ・ムエルタで石油・ガス資源を開発している企業、ラテンアメリカ全域でデジタル決済を提供している企業、メンドーサでワインを製造している企業など、世界的な企業がいくつもあります。ブエノスアイレスやコルドバ、それ以外の都市にある大学でも、医学やプログラミング、工学など競争の激しいグローバルな分野で活躍する卒業生を輩出しています。地方レベルでも、私が訪問したコルドバ、ニューケン、メンドーサといった州政府やブエノスアイレス自治市は、いずれも財政黒字となっています。州政府では、誰でもオンラインのデジタルマップにアクセスして、州内の不動産所有者が固定資産税を滞納していないかどうかを確認できる、オープン・ソースとなっている透明性の高い最先端のツールを見せてもらいました。

しかし、マクロレベルで見ると、アルゼンチンは明らかに経済危機が続いています。インフレ率は年率100%を超えています。純外貨準備高は危機的に小さく、政府は外貨の流出を制限しなければならず、輸出を促して輸入を抑えるために、複数の為替レートを用いている状態です。この深刻な状況は、有望なマイクロのストーリーの多くを台無しにしています。収益力のある企業でも、輸入する原材料や機器の調達の遅れに直面しています。デジタルノマドといった、ITを活用してオンラインでの仕事に従事する人は、ペソでの受け取りを避けられるオンラインでの支払いプラットフォームに移行しています（従って、税金の支払いも免れています）。為替市場の将来の水準やアクセスの可能性が不透明なことで、石油・ガスやリチウム、農業関連産業でビジネス機会を十分に活かすために必要な海外からの直接投資が妨げられています。



出所：Worldatlas.com

この状況を打破するには、強力な薬が必要です...

このような問題は以前からありました。これに対する経済面での対策は比較的単純です。中央銀行が財政赤字を賄うためにペソを刷る必要がなくなるまで財政政策を調整し、需要と供給が一致する水準まで通貨の下落を許容し、投資期間を伸ばせるように、持続可能な形で政策の枠組に、こうした変更を入れるのです。

しかし、政治的にみればこの薬は苦く、財政政策の調整は年金、公共部門の賃金、エネルギー補助金といった分野に打撃になると考えられ、世界中で激論となっている問題です。通貨の切り下げは、短期的にはインフレ圧力となり、実質所得をさらに減少させることになるでしょう。2015-19年のマクリ政権下で処方されたこの薬の味は苦く、現在の政府が成立する切っ掛けとなりました。現政府は、前大統領であるクリスティーナ・フェルナンデス・デ・クルチネル現副大統領を支持する左派主導のポピュリストと、セルジオ・マッサ現経済相に代表される、もう少し穏健な中道派との不安定な連立となっており、実権に乏しいアルベルト・フェルナンデス氏が大統領となっています。

私たちは以前から、このペロン主義政権が、必要な政策の調整を前向きに行うことはないだろうと考えていました。しかし、海外あるいは国内市場から資金調達を行えなければ、インフレをもたらしかねない中央銀行からの資金調達を減らすために、フェルナンデス政権は、財政赤字を抑制し続けなければならないと思います。それは、インフレが彼らの支持基盤を苦しめるからです。このようなバランスを重視した政策は不人気で、持続できるものでもなく、2023年の大統領選挙は、よりオーソドックスな政策に回帰する契機となる可能性が高いとみています。より良い未来がすぐそこまで来ているとの期待から、多少の政策調整と引き換えにアルゼンチンの負債を先送りしている現在のIMFプログラムにとっても、これが本質的な考えとなっています。

「通常の天候に戻ること、作物の収穫高は平年並みに回復するとみています。」

こうしたことから、昨年の後半までは、比較的安定した状態が今年終わりの政権交代まで維持可能かどうかことが重要でした。ところが、天候が新たな問題をもたらします。私が現地に行った時も季節外れの暑さでしたが、その前の熱波と干ばつが大豆の主要産地であるパンパとグラン・チャコを襲い、記録が残る1961年以降で最も深刻な状態となりました。この結果、輸出の減少は200億米ドル近くと推定され、生産高は想定の半分以下となりました。これにより起きた外貨不足によって、外貨の割り当て強化、あるいはインフレと政治的にかなりの負荷となる通貨切り下げによって輸入は一段と縮小し、経済活動と実質所得はさらに落ち込むはずだとみられます。

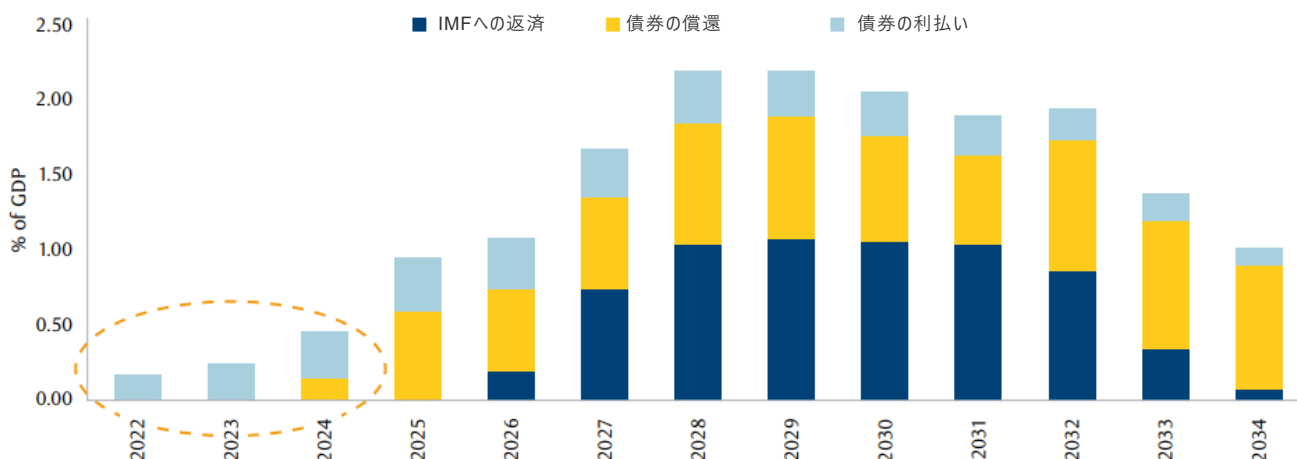
...しかし、リハビリはまだ可能だと考えています。

短期的な課題は、もはや選挙を単に乗り越えるだけではなく、次のような大きな安心材料がいくつか現れるまで、ベルトをきつく締めることです。一つ目は、天候が通常に戻ることで穀物生産高は平年並みに回復するとみています。主要な小麦生産地であるパンパ南部では、まとまった雨が降っており、今冬の収穫は少なくとも平年並み、もしくは豊作となる可能性も示唆されています。生産が正常な状態に戻れば、2023-24年シーズンには国際収支に200億米ドルが戻ってくることになるでしょう。二つ目は、10年以上に亘りその潜在力が議論されてきたヴァカ・ムエルタ (Vaca Muerta) シェール鉱床から得られる権益が、文字通りパイプラインに入ってきています。具体的には、ネストル・キルチネル・ガスパイプライン (クリスティーナ前大統領の亡き夫にちなんで命名) が今年の7-9月期に完成する予定です。このパイプラインによって、当初はブエノスアイレスに11MMBtuの天然ガスが輸送され、高価な輸入LNGから切り替わる予定です。その後、さらに生産能力が拡大する予定で、アルゼンチンのガスをボリビア経由でサンパウロ周辺のブラジル市場に輸出することさえも可能になるとみられます。一方で、2028年までにオイル生産量を倍増させることで、ヴァカ・ムエルタのシェールオイルをアンデス山脈を超えてパイプラインでチリに輸出することや、バイア・ブランカまでパイプラインを延伸させて大西洋から輸出することも計画されています。

この比較的大きなポジティブ材料が視野に入ってくる中で、現政権が財政の引き締めを強化する措置にコミットしていることは心強く思いました。政治的な点からも意欲的であった、3月に議会を迅速に通過した年金給付制度については、年金保険料の支払いを過去に行っていない受給者が、より寛大となった新たな制度で支給を受けられるケースを最小限にするように整備される予定です。エネルギー補助金については、所得水準によって補助金の区分が進められ、最も裕福な世帯は自己の電気使用料を全額負担するようになる予定です。また、農産物の輸出業者向けに割安な為替レートを適用することで、部分的に通貨を切り下げること、私の訪問後数日して発表されました。これらの措置は、拡大信用供与措置 (EFF) プログラムにおけるIMFの直近のレビューにおいて、直接的か間接的かはともかく、求められていたことで、その点からもIMF融資の繰り延べが継続する可能性が高いと思います。

さらに先を見渡すと、今後進むべき道筋について、意外なほどのコンセンサスがあることを確認できました。世論調査からは、政権交代を求める声が明確に現れています。野党連合である「変化のために共に (Juntos por el Cambio) 」で様々な候補者をサポートしている経済チームの政策提言はすべて、財政政策の調整と通貨切り下げというテーマについては、ほとんど違いがありません。右派では、反エスタブリッシュメントの自由主義者であるハビエル・ミレイ氏は、小さな政府を実行するために、ドル化経済のような過激な政策で強い支持を維持していますが、選挙で勝利できるほどの政治的組織を欠いているように思います。しかし、おそらく最も意外なことは、現政権の経済チームも全く同じような財政政策の調整を主張していることで、ペロン主義の主流派がキルチネル主義の左派と手を切る方向にあることを示唆しています。

対外債務のGDPに占める比率（％）



出所：RBCブルーベイとIMF

非対称性が強まるソブリン債の見通し

外貨建てソブリン債が30ポイントを下回る水準で取引される中、ワーストケースのシナリオ以外では、債券価格は上昇すると考えています。ベネズエラのように国際金融市場との関係を絶つ、もしくは国際的な制裁が課せられるといった場合には、20ポイントを下回る水準まで価格が下落する可能性があります。アルゼンチンの政治情勢は時に熱を帯びる可能性はありますが、先程述べたような結果となる状況ではありません。国としての枠組みはベネズエラよりもはるかに強固であり、対外関係の正常化に向けたコンセンサスは高まる一方です。次期政権の下で、財政政策の調整の時間を確保するためにソブリン債の再編を再度行うというシナリオとなっても、この低迷した価格水準からは緩やかに上昇すると考えています。しかし、当社のベースケースのシナリオは、財政政策の調整が成功して、50ポイント近くまで価格が回復することです。

ディスクレームー

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主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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。

| ロング・オンリー戦略 | | | | | (年率、税抜き) | | | オルタナティブ戦略 | | | (年率、税抜き) | | |
|----------------|-------|----------|---------------|-------|----------|---------------|---------------|------------------|----------------|------|---------------|--------|--|
| 投資対象 | 投資適格債 | エマーヅィング債 | レバレッジド・ファイナンス | 転換社債 | 運用戦略 | トータル・リターン | 絶対リターン | 運用管理報酬 (料率範囲) | 成功報酬 (料率範囲) | 運用戦略 | トータル・リターン | 絶対リターン | |
| 運用管理報酬 (上限) | 0.40% | 0.70% | 0.70% | 0.65% | | 0.50% - 1.10% | 0.90% - 1.35% | | 0.00% - 20.0% | | 0.00% - 20.0% | | |

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、別途記載のない限り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



RBC BlueBay
Asset Management