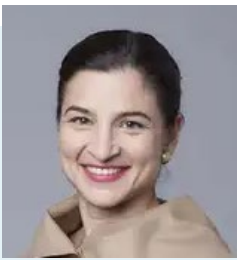




瀬戸際にあるアルゼンチン



ポリナ・クルドヤフコ

エマージング債チームヘッド
RBCブルーベイ・アセット・
マネジメント

2023年9月

先日、私はチリ、ペルー、アルゼンチンのアンデス諸国を訪問しました。最初の二つの国が身の丈に合った政策を行うのと対照的に、アルゼンチンは浪費癖がついています。

あなたは浪費家ですか。消費のことになる、私はよく「身の丈に合った生き方をしなさい」という母のアドバイスを思い出します。エマージング市場では、この基本的なルールを遵守する国は安定している傾向がみられます。

最後の貸し手における限られた選択肢と、紙幣の増刷に伴う信頼危機のリスクを考慮すると、ほとんどのエマージング（EM）諸国に先進国（DM）諸国が抱える負債と財政負担を維持する余裕はないと考えています。

民主主義体制により、EM国の政府は国民の「心をつかむ」選挙戦と、人気のない改革や緊縮財政を実施しなければならない「関係構築」において絶妙なバランスを保つことを求められています。たとえそれが長期的な利益をもたらすとしても、後者を実現するには勇気とコミットメントが必要となります。この難しい一歩を踏み出さなければ、政府はたちまち支出超過の罠にはまることになります。先日、私はチリ、ペルー、アルゼンチンのアンデス諸国を訪問しました。最初の二つの国が身の丈に合った政策を行うのと対照的に、アルゼンチンは浪費癖がついています。

チリ及びペルーは着実に改善

チリ及びペルーの信用の質は過去30年で改善しています。格付け機関ムーディーズはこの間、チリの信用格付けをBaa2からA2に3ノッチ引き上げた一方で、ペルーは同期間でハイールド（B2）から投資適格（Baa1）に7ノッチ引き上げられました。これら二つの国は規律ある支出を維持し、厳格な財政ルールを遵守してきました。ここ数年、二つの国は政治的混乱に見舞われていたものの、制度の盤石さが発揮され、政策アジェンダと支出に関する規律は維持されました。さらに、過去10年間で潜在成長率が半減したにもかかわらず、チリとペルーのソプリンスプレッドは歴史的にタイトな水準の近辺で取引されており、ソプリンの信用の高い質が反映されています。

いくつかの企業でも同様の進展が見られています。鉱業セクターにおいても、チリの一部大手企業は、業界の環境リスクを改善し、二酸化炭素排出量を削減するイニシアチブを取りながら、慎重なレバレッジ運用を維持することで、投資家から高い評価を得ています。しかし、これはこの二国に課題がないという意味ではありません。例えばペルーは、国内でインフラ投資を実施することに苦戦しています。汚職や人材のスキル不足により、資金調達や、それを効果的に使うことが課題となっています。また、ペルーの非正規雇用の割合が70%と世界で最も高い国のひとつであることも、こうした問題の原因となっています。こうした問題は構造的なものであるため、信用格付けやスプレッド以上に、将来の成長や株式評価に影響を与えていると考えています。

アルゼンチンは身の丈以上の支出をしている

アルゼンチンの状況はこれらと異なります。アルゼンチンは一人当たりの平均GDPは1万米ドルであることから、世界銀行によって高所得国に分類されています。しかし、アルゼンチンの信用格付けは2001年以降、B2から現在のCaまで5ノッチ引き下げられました。アルゼンチンは過去10年間、身の丈を超えた支出を続けており、年間財政赤字は過去10年間と比較して4%も増加しました。これは、10年間続いた二つのキルチネル政権がもたらした経済の硬直化や物価スライド制により、インフレ率は10%から現在の113%まで10倍に上昇しました。また、「漸進主義（El gradualismo）」として知られる、市場友好的なマクリ前政権の漸進的アプローチも、インフレや過剰支出に対処できませんでした。

今年10月に控える大統領選挙の候補者たちを見てみると、彼らが難しい決断を下す意思があるのかに関して確信が持てません。これまでは、国民の心をつかむことに焦点が当てられています。マクリ氏の政党であるカンビエモスのパトリシア・ブルリッチ氏、急進的な自由主義者のハビエル・ミレイ氏、現与党ペロニスト党のセルヒオ・マッサ氏の3人の候補者は、程度の差はありますが、いずれも財政調整の必要性を認識しています。有権者も、急進的な行動を求める候補者を支持しているようです。しかし、アルゼンチンの歴史が示すように、いざ厳しい措置を実行しようとする、歴代政権は特に統治能力や社会不安などの潜在的なリスクを考慮して、実行に移すことができませんでした（あるいは実行しようとしませんでした）。

アルゼンチンが危機を脱するためにはどのような道を歩めば良いのでしょうか？ 私のお気に入りの街のひとつであるブエノスアイレスに到着したとき、以前訪れた時と同じように、非常に楽しくその魅力に引き込まれました。街は活気にあふれ、レストランは満席で、米ドルを両替しようとするまでは、「危機」という言葉がこの風景に馴染まないと感じていました。それは、両替レートが両替金額に大きく影響されることがわかった時でした。少額の米ドルには公式レートの1米ドル350アルゼンチン・ペソが適用され、さらに大きな金額に対しては1米ドル750アルゼンチン・ペソというブラックマーケットのレートが提示されました。

紙幣の増刷の効果は限定的

アルゼンチンは支出が中毒化しているように見えます。同国は、2019年に2度目のデフォルトに陥る数カ月前に国際通貨基金（IMF）から500億米ドルを受け取ったにもかかわらず、過去20年間に2度の債務再編を実施しています。債務再編後のIMFプログラムが開始された後にもかかわらず、過去4年間に亘り基礎的財政収支の赤字を賄うために紙幣を増刷し、支出超過を続けてきたため、同国のマネタリーベースは18%増加しました。この支出超過の悪循環は、ハイパーインフレや通貨の信頼喪失、そしてさらなる困難をもたらしました。

ハイパーインフレ問題への対処を先にすべきでしょうか？ 大統領候補のミレイ氏は解決策としてドル化を提案しています。財政緊縮はドル化を持続可能にするための必要条件ですが、現在の政治システムではそれを実現できるのでしょうか？ ドル化という急進的なコンセプトは一部の人々には魅力的に映りますが、実施する際のコストが重要なリスクとして挙げられます。8月中旬の予備選挙でミレイ氏が勝利した後、通貨の為替レートは数日間で20%近く切り下げられました。同通貨への信頼は危機的な状況にあり、さらなるストレスは銀行への取り付け騒ぎを引き起こし、銀行危機に発展する可能性があります。ドル化にもコストがかかります。マネタリーベースの8兆アルゼンチン・ペソとの現地通貨預金の12兆アルゼンチン・ペソに、1米ドル500アルゼンチン・ペソのレートを適用すると、アルゼンチンは通貨をスワップするために、400億米ドルが必要ということになります。アルゼンチン中央銀行の純外貨準備高が79億米ドルのマイナスということを考えてみると、誰がこれほどの米ドルの流動性を提供できるかは不確かです。

その他の2人の候補者については、それぞれの政党が過去に目標達成に至っていないことから、今後の成果を確信することは難しくさせています。足元のソブリン債の価格には、市場が政府の実行力に懐疑的であることが反映されているようにみえる一方で、かなりの悪材料が織り込まれているようにもみえます。今後、市場は新政権によるコミットメントの証拠を確認する必要があります。これにより、アルゼンチン国債が引き続きディストレスの価格水準で取引されるのか、それとも債務がようやく持続可能な水準へと移行できるのかを決定すると考えています。

アルゼンチンの問題を解決する唯一の方法は、支出超過を止めることにコミットすることだと考えています。短期的には、さらなる生活費や賃金格差の拡大により国民に痛みが伴うでしょう。しかし、これは長期的な経済の構造変化に向けた土台を築くと考えています。同国は、マネタリーベースのわずか3%しか循環していない、深い信頼危機に直面しています。このような脆弱な状態では、思いがけない出来事が起きやすいでしょう。

今年是不運にも特に干ばつによる影響から、GDPは2.5%も押し下げられました。それでも尚、ガス輸出増加による250億米ドルの収入が見込まれていますが、通貨危機によって「資本的支出」投資が保留となれば、それはすぐに消えてしまうでしょう。アルゼンチンの新政権と国民は、常に瀬戸際の状況という悪循環から抜け出すために、苦い薬を飲むことにコミットする必要があるでしょう。決断の時です。



ディスクレーム

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					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマーゼンゲ債	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 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	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