



悪い癖はなかなか治らない

2017年11月22日



ポリーナ・クルドヤフォ

パートナー

エマーゼンシング債チーム(コ・ヘッド、社債)
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

これまでの間、ベネズエラについてのコメントを書くことを差し控えてきました。ベネズエラは潤沢な天然資源を持ち、債務支払いについてコミットメントを示しているにもかかわらず、人道面での危機に晒されており、そのためベネズエラへの投資というのはモラル・ハザードである、と考えてきました。しかし、最近のアフリカ大陸での出来事がベネズエラにとっての希望の光になるのではないかと期待しています。

変化が訪れるときが早ければ早いほど、ベネズエラへの投資によるアップサイドは大きくなるでしょう。エマーゼンシング市場での過去の事例からこのことは分かっています。しかし今のところ、ベネズエラについて積極的に前向きな見通しを持てる段階にはありません。

私の父親は共産主義者でした。私がこうした職業を選択したことを快く思っていませんでした。しかし、キューバなどの社会主義国を私が訪れたときの話は喜んで聞いてくれました。どれだけそうした国が成功しているか、が聞けることを期待していたようでしたが、悲しいことにさほどの成功ストーリーを語ることは出来ませんでした。またベネズエラなどの国における困窮について、前向きな兆しが見られると話すことも困難でした。そのような中で今週、ジンバブエの社会主義の大統領として最も長く在任したムガベ大統領が失脚したという出来事は、私に希望をもたらしました。変化は可能なのだ、ということをお願いさせてくれました。

ベネズエラとジンバブエの共通点

両国とも天然資源が豊富で、人々はよく働き、それぞれの地域で最も識字率の高い国のひとつです。ベネズエラではウゴ・チャベス氏(1998年より)が、ジンバブエではロバート・ムガベ氏(1987年より)が高い支持を得て、実権を握りました。独立、平和、安定、反汚職及び貧困撲滅計画を約束しました。二人とも非常に強いリーダーシップを持つ人物でしたが、同時に自分はリーダーになるために生まれてきたのだ、と信じていました。しかし、残念ながら、脆弱な体制と非民主化が進む政治方針によって、社会主義の夢を叶えることが出来ませんでした。それから30年後に示された腐敗度指数において、175カ国中、ジンバブエは150位、ベネズエラは166位という惨憺たる結果となりました。ベネズエラの殺人率は世界一位で、ジンバブエの世界飢餓度指数は187カ国中156位となっています。ベネズエラのインフレ率は三桁で、ジンバブエはインフレ率が2008年11月に790億%(!)に上昇した後、2009年に自国通貨を廃止しました。IMFの推計によれば、失業率はベネズエラでは25%を超え、ジンバブエの失業率指数は11から95%(靴磨きや行商といった非公式部門の比率の高さが影響)の間で動いています。

産油国のベネズエラとアフリカの穀倉地帯として名高いジンバブエが崩壊した理由

当初、社会主義政策は成功を収めました。平等、教育、住宅に焦点を充てた政策で二人のリーダーは人気を博しました。しかし、資源が不足するにつれ、ナショナリズム化

が進みました。ベネズエラでは、2007年にチャベス大統領(当時)が、300億米ドルに相当する石油4プロジェクトの過半数を海外勢から奪いました。ジンバブエでは、2000年にムガベ大統領(当時)が農地の国有化を始め、2008年には鉱業及び銀行セクターも国有化しました。権力を固持するために両者とも軍部の支援に大きく依存し、支援を維持するために軍隊が裕福になるようなメカニズムを構築しました。ベネズエラにおいては、並行通貨政策を通じてこれを実施し、ジンバブエでは鉱業、農業、ホテル・チェーンなどの経済活動は軍指導者に割り当てられました。このモデルを賄うために、両国は多額の借入れを行いました。ジンバブエの政府債務の合計額はGDPの300%に相当する110億米ドルで、ベネズエラの対外債務はGDPの100~120%に相当する1,400億米ドルに上ります(実質の為替レートを使用して換算)。

国民にとってはどんな意味を持つのか

頭脳の流出は何年にも亘って続いています。ここ数ヶ月特にベネズエラの様子は著しく悪化しています。ジンバブエそしてベネズエラ出身の同僚がおり、現在の状況についての実体験に基づく情報を幸運にも得ることが出来ました。トレーダー、医師、家政婦など様々な職業の人から、ベネズエラの日々の実態がいかにかいひどいものであるかを聞くことも出来ました。一週間のうちに一度しか食料を買うことが許されていない、といった話も聞かれました。また、パスポートを印刷する紙がないという口実で、国を離れることが許されていない、という話もありました。医者や家族は、簡単な薬も病院が手に入れることが出来ず、職務を遂行することが不可能となったことから、数ヶ月前に国を離れたと言います。トイレット・ペーパーといった生活必需品も海外からコンテナ船で輸入しなければいけない状況だそうです。ジンバブエでは、インフラは崩壊しかけており、すでに何年にも亘り、水道水はなく停電は日常茶飯事の出来事のように。

もう十分！

長期的にこうした政権が存続することはありえませんが、何が変化のきっかけとなるでしょうか。ジンバブエでは、ここ数週間で事態が展開しました。ムガベ大統領の高齢化、彼の妻が後継に就こうという野望、ムナンガグワ前副大統領を解任したことによる軍部の反発が重なりました。今週のイベントは37年間に亘るムガベ大統領の独裁政治からの脱却につながるかもしれません。

ベネズエラについてのきっかけ

債務のデフォルトや自国通貨の廃止がきっかけとなるでしょうか。自国通貨が廃止された場合、軍が反政府側につくことになるでしょうか。チャベス主義の人道派がイデオロギー派に勝利するでしょうか。政権の変化への道筋は様々にあります。しかし、ベネズエラがジンバブエのように20年間に亘って同じリーダーが居る、という状況にならないことを切に願っています。また、同時にムガベ大統領の後任が、チャベス大統領の後任がニコラス・マドゥロ大統領となったような道を辿らないことを祈っています。

海外投資家にとっての意味合い

現在、ベネズエラの米ドル建て債務は約30ポイントで取引されています。ムーディーズによれば、デフォルトを発表したエマージング国のその発表後の平均取引価格は31ポイントとなっています。体制変化がソブリン債の債務再編を伴った場合と伴わなかった場合について例が過去にいくつかあります。インドネシアは1998年に軍事独裁者であるスハルト大統領が失脚し、体制変化が起きました。米ドル建て債務についてデフォルトは回避され、その後4年間の年率リターンは20%に上りました。ウクライナは、2013年から2015年にかけて、ユーロマイダシ革命という体制変化とともにソブリン債のデフォルトも経験しました。ソブリン債は40ポイント近くまで下落しましたが、一年間で80ポイントまで回復して100%のリターンをもたらしました。この堅調なパフォーマンスの背景には、海外投資家との債務の再交渉を成功裏に収めたことがあります。一方、

デフォルト債が回復しなかったケースとしてはキューバが挙げられます。キューバは1980年代にデフォルトし、1996年に米国がキューバ債の取引を禁じました。現在キューバの債券価格は1.5から1.9ポイントとなっており、この30年間で債務再編及び体制変化に関する進展は何もみられません。こうした例から、変化のタイミングと意思は重要なポイントであるといえるでしょう。

こうした社会主義国を訪れた場合は、その後、子供たちに現地の人々の優れた才能や豊富な天然資源について語るだけでなく、政治モデルにかかわらず、指導者がきちんとしていれば、国の潜在力は無限大であるということを伝えていきたいと思えます。

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

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務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のようになります。

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

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をご覧ください。

■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等の書面の内容を十分にお読み下さい。

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（2017年11月22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。