

アルゼンチンのアップデート – 2018年9月6日 –

アルゼンチンは経済と政治の両面で、この100年間苦難に直面してきました。その間に、一人当たりGDPについての世界ランキングは7位から、せいぜい60位前後（為替レートによって変動しますが）にまで陥落しました。1816年の独立以来、ソブリン債は8回デフォルトをしており、直近では2001年に1,000億米ドルの債務不履行を起こしました。その時点で、これは世界最大のデフォルトでした。このデフォルトは2015年の終わりに現政権が誕生してからようやく解決しました。現政権はより市場友好的な政策を打ち出し、債務交換に応じなかった債権者も取引に応じることとなりました。



グラハム・ストック
エマージング債チーム・
シニア・ソブリン・ストラテジスト

そして再び、アルゼンチンは経済紙の一面を飾っています。アルゼンチンの資産価格はトルコと共に下落を続け、年初来での資産クラス全体の下落を先導しています。両通貨は、8月の一ヶ月だけで米ドルに対して25%下落しました。

アルゼンチン・ペソの下落に対してマクリ大統領は先週、IMFとの3年間のスタンバイ契約（SBA）の後半期間に予定されている融資を前倒して、2019年末までに予定されていた融資に上乘せするように要請すると発表しました。しかし、この時点でマクリ大統領はIMFによる融資拡大を交渉するために、アルゼンチンが対価としてどのような取り組みを行うのかを明確にすることが出来ず、アルゼンチン・ペソはパニック的な売りに晒されました。

アルゼンチンの債務水準は、アルゼンチン・ペソの下落によって問題となるレベルまで上昇し、GDPに対する債務比率の安定という道筋が絶たれてしまうかもしれないとのシナリオも出てきました。例えば、マクリ政権の崩壊もしくは2019年10月の大統領選挙における敗北によって、名目経済成長率の大きな落ち込み、さらなる実質的な通貨価値の減少、不十分な財政調整といったことが起こり、債務比率がさらに高まる可能性があります。このシナリオにおいては、公的債務の再編リスクが高まってきます。今後数週間の融資プログラムの見直し交渉のなかで、IMFがこうした可能性について公に話し合うことはないともていますが、多くの投資家が注視していることです。

遅れても何もしないよりはまし、ということで、マクリ大統領とドゥホブネ財務相は今週月曜日に主要政策の方針を発表し、融資ペース引き上げを願い、IMFと融資プログラムの再交渉を始めました。マクリ大統領は政府高官や与党関係者と週末に会談し、政府の大幅な改造を実質的に決定しました。

閣僚数は半分に削減されますが、これには二つの目的があります。財政緊縮路線を示すことと、財務大臣を筆頭に、より強力な権限を各閣僚に持たせることです。さらに重要な事は、財政調整のペースを速め、2019年中にプライマリー・バランスの均衡を目指し（6月にIMFと合意した改革プログラムのプライマリー・バランスは1.3%の赤字）、2020年には1%の黒字を目指すということです。

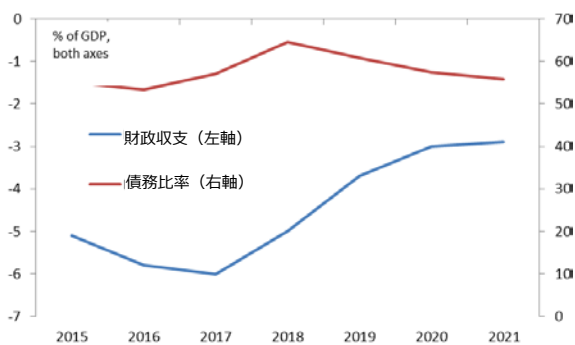
財政調整の負担は輸出業者も受けることとなり、売上げに対して1ドル当たり3ペソもしくは4ペソの課税が課されます。政府自身も認識しているとおおり、これは理想的な政策とは言えませんが、徴税が簡単で、とりわけ商品輸出業者がアルゼンチン・ペソの下落によって得てきた、たなぼた的な利益をいくらか回収できるという長所があります。予定されていた減税は先延ばしとなり、交通機関への補助金支出やインフラ投資もさらに減らすとしています。

IMFによる早期融資が実現すれば、現在の対外債務は管理可能な水準であると考えています。今後数週間にわたるIMFとの交渉は、債務を持続可能な状態にするために、どのような財政調整を行うかに焦点があり、債務再編という選択肢を探ることではないともています。

しかし通貨の下落によって、GDPに対する債務比率は高まりました。アルゼンチンは為替変動を物価に反映させるスピードが極めて速く、このパススルー効果が通常かなり高いのですが、約80%の公的

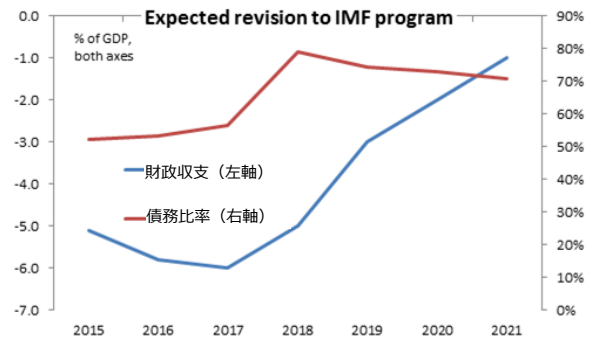
債務が外貨建てであり、為替レート下落からの GDP デフレーターによる名目 GDP 成長率の押し上げ効果（パス・スルー効果）が 100%以下であることから、債務比率は高まっています。下の左図は、現行の IMF による改革プログラムにおけるベース・ケースのシナリオで、GDP に対する公的債務比率は最大 60%程度で、プログラムの終了までに GDP に対する財政赤字を 3%に低下させるという財政調整を想定しています。すでに GDP に対する債務比率がアルゼンチン・ペソの下落によって 80%に到達するなかで、政府と IMF はより積極的な財政調整に乗り出すと考えており、右図で示すように、プログラム終了までに GDP に対する財政赤字が 1%まで低下しなければ、債務比率は安定しないとブルーベイでは考えています。

IMF 改革プログラムにおけるベース・ケース（対 GDP）



出所：IMF Staff Report 2018 年 7 月

IMF 改革プログラムの見直し予想（対 GDP 比、%）



出所：BlueBay 2018 年 8 月

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、契約資産を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（2018年9月6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。

以上