

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
(財)国際通貨研究所

アルゼンチン危機（2001～02年）の経験

～ギリシャ危機への教訓を探る～

(財)国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員
松井 謙一郎
matsui@iima.or.jp

<要旨>

- ① アルゼンチンの債務危機（2001～2002年）を振り返ると、まず、固定相場制であるカレンシーボード制の崩壊とそれに続く自国通貨の大幅下落によって、対外債務残高の対GDP比が3倍に拡大したことが、混乱を大きく増幅した。また、債権者が個人投資家を含めて海外に拡散していたことが、対外債務の再構築の交渉をより複雑なものにした。さらに、IMF・債権者との対立スタンスを強め、国際金融界からの孤立を深めていった。
- ② これらの点に関しては、現在のギリシャの方が問題は軽い。ユーロから離脱しない限りは自国通貨減価による対外債務、政府債務負担の増加はない。ギリシャ国債の保有主体は、そのほとんどが欧州である。EUやIMFとの関係などを勘案すれば、債務再編の交渉が行われたとしても、アルゼンチンの債務再編の場合のように債権者との対立が決定的になって、ギリシャが国際金融界から孤立するような事態になることは考えにくい。
- ③ その一方で、財政収支赤字や経常収支赤字については現在のギリシャは当時のアルゼンチンの水準を上回っており、対GDP比の政府債務残高や対外債務残高についても、アルゼンチンとの比較でも高い水準にある。また、ギリシャはユーロから離脱しない限り、アルゼンチンでみられた自国通貨下落に

よる輸出・景気拡大が債務返済負担を和らげる経路が働きにくい。このようにギリシャは必ずしもすべての点においてアルゼンチンより状況がよいというわけではない点には留意が必要だろう。

<本文>

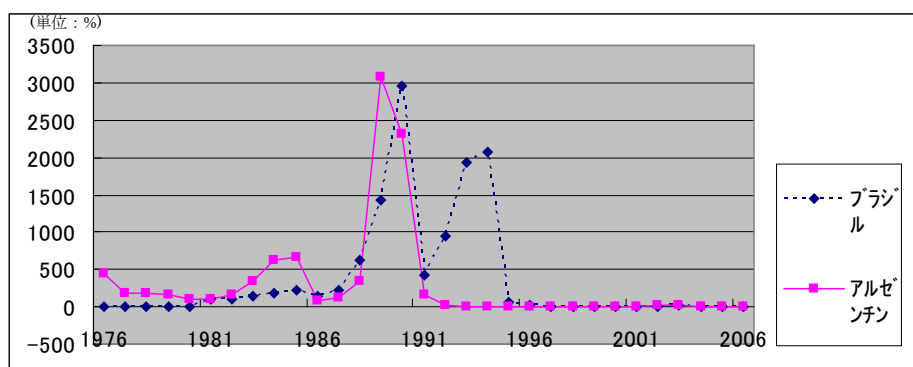
ギリシャの財政危機に端を発した問題は、その影響がユーロ圏全体に、さらには、世界の金融・資本市場に波及し、世界経済のリスク要因として強く認識されるようになってきた。本稿では、2000年代初頭に国際金融界を大きく揺るがしたアルゼンチン債務危機の経験を改めて振り返りながら、今後のギリシャ問題を考える視点・教訓を整理したい。

1. アルゼンチン債務危機の概要

最初に、アルゼンチン債務危機の経緯を振り返ってみたい。

同国では、1980年代は累積債務問題の発生とその後の混乱の中でハイパーインフレが続いた。1980年代のハイパーインフレへの教訓から、1991年にはドルとペソの交換レートを1対1で固定し、ペソの発行量をドルの外貨準備高の範囲に抑える通貨制度（カレンシーボード制）が導入された。この制度の下では通貨供給量が保有するドルによって制約されるので金融政策の独立性を事実上放棄するデメリットと引きかえに、通貨価値安定の大きなメリットがあり、カレンシーボード制の導入後は、同国のハイパーインフレは収束した。ブラジルでも、1994年に同国通貨のリアルとドルをリンクするリアルプランの導入によってハイパーインフレが収束し（図表1）、1990年代前半における南米の2大国での通貨制度の成功は地域全体の対外的な信認の回復に大きく貢献した。

図表1 アルゼンチンとブラジルのインフレ率の推移

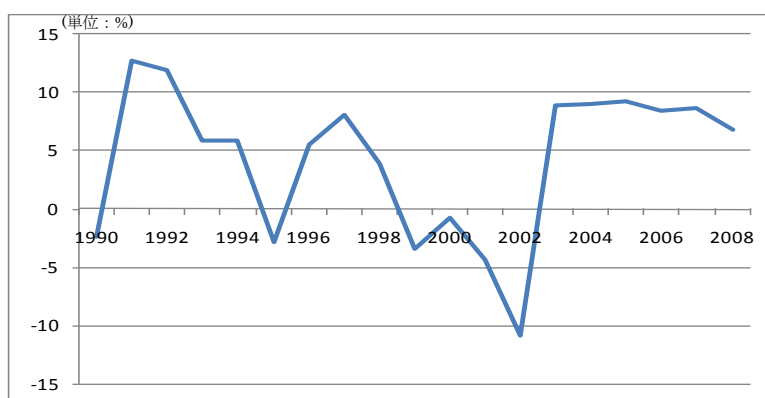


(出所) IMF(IFS)データより作成

しかし、1990年代後半になると同国のカレンシーボード制を巡る状況は大きく変化した。1998年夏には、アジア通貨危機に端を発する新興国市場の通貨危機が隣国のブラジルに波及し、ブラジルは1999年初にはレアルとドルのリンクを放棄して変動相場制への移行を余儀なくされた。ブラジルの通貨切り下げに対してアルゼンチンは切り下げが出来ないため国際競争力が大きく低下し、また不景気の下でも機動的な金融緩和政策が採れずに景気後退が長引いた(図表2)。このような状況で、2000年代初頭には、カレンシーボード制の下での経済政策の自由度の低さが問題視されるようになってきた。

政府は、2001年に入ってから、カレンシーボード制を導入した当時の財務大臣であったカバロ氏を再度登用する一方、各種の規制を強化しながら制度の維持を図ろうとした。しかし、2001年後半にはペソ切り下げ懸念の高まりを背景とした銀行預金の流出が外貨準備の減少を加速、政府は銀行からの預金引出制限措置を発動して事態收拾を図ったが、これが一般市民の不満に火をつけることとなった。このような混乱の中で、政府が2001年末に對外債務の支払い一時停止を宣言することで、同国の債務危機が表面化することとなった。

図表 2 アルゼンチンの GDP 成長率の推移



(出所) IMF(WEO)データより作成

2. アルゼンチン危機の特徴

アルゼンチン債務危機の特徴的な点を整理すると以下の通りである。

(1) カレンシーボード制の崩壊とそれに伴う混乱の深刻さ

カレンシーボード制の崩壊とそれに伴う混乱が非常に大きかった。

カレンシーボード制は、1990年代前半の同国への信認の回復の柱となってきたが、1990年代末頃には、経済状態が悪化するなかで機動的な経済政策を制約するデメリットの方が強く認識されるようになってきた。こうした経済悪化に

よるカレンシーボード制への信認の揺らぎを立て直す打開策として、ドル化（本国通貨を廃止してドルのみを法定通貨とする）の選択肢も模索された。2000年には、エクアドルとエルサルバドルがドル化政策の採用を決定したが、アルゼンチンもカレンシーボード制度を更に強化した制度であるドル化政策を取ることによって信認を回復すべきという主張も当時は多く見られた。政府は、2001年末の債務危機の表面化後も、果たせなかったとはいえカレンシーボード制維持を志向したが、この背景には制度崩壊に伴う為替差損を回避したいという意向が大きく影響していた。

新興市場国の通貨危機において通貨が大きく切り下がった場合には経済の混乱による実体経済へのマイナスの影響に加えて、本国通貨建てに換算した外貨建ての債務が急激に膨らんで企業等が大きく為替損失を被る状況が一般的に見られる。同国では、企業だけでなく一般市民の間でもドル建て住宅ローンの利用などドルの利用が浸透していた。このような中で、変動相場制度に移行してペソがドルに対して大幅に切り下がった場合に、一般個人にも切り下げによる債務負担増加の影響が及んで、大きな社会問題になることが予想された。

同国は2001年末の債務不履行宣言後、カレンシーボード制の立て直しを模索したが、2002年の2月には結局、変動相場制への移行を余儀なくされた。政府はこれに対処するために、非対称なレートでのドルからペソへの強制転換措置を採った。具体的には、ドルとペソの交換レートを銀行側に不利（銀行の債務者にとっては有利）な形で非対称に設定する（図表3）の例では銀行の資産に対しては1ドル=1.4ペソを適用するのに対して、銀行の負債に対しては実勢レート（例えば、1ドル=3ペソを適用する）というものであり、これによって金融機関は巨額の為替差損を被った。

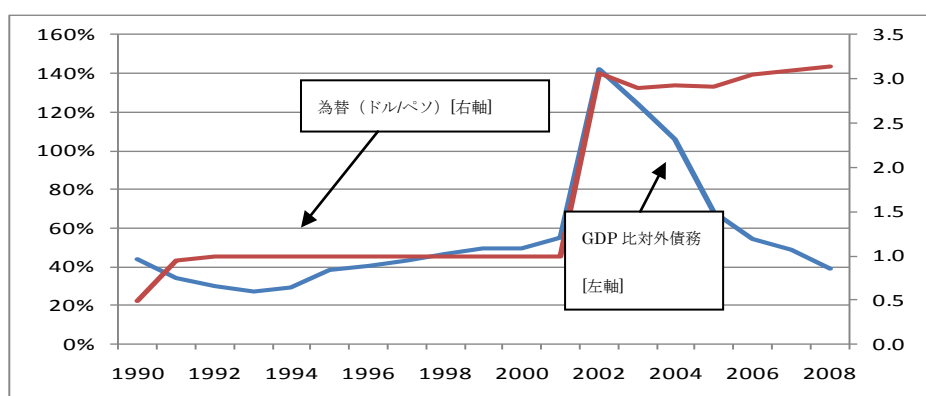
図表 3 2002年の非対称的な強制ペソ化の例

ペソ化前の銀行の B/S		ペソ化後の銀行の B/S	
ドル建資産 100	ドル建負債 100	ペソ建て資産 140	ペソ建て負債 300 (1ドル=3ペソの 実勢レート)

(出所) 筆者作成

その後、対ドルの為替相場は大きく切り下がる中で、自国通貨建てで見た対外債務負担は一気に増加することとなった。具体的には、為替レートが2002年以降は1ドル=約3ペソ（2002年の後半に3ペソ台の後半で推移した時期もあるが、年間の平均レートで見ると債務危機後は概ね1ドル=約3ペソの水準で推移）が、これは切下げ前の1ドル=1ペソ（カレンシーボード制度の下での交換レートの固定）から通貨価値が3分の1に切り下がったことになる。これに伴って、GDP比の対外債務の水準は、2001年には55%であったが、2002年には142%と一気に3倍程度に急増することとなった（図表4）。

図表4 対外債務/GDP比と為替の推移



(出所) IMF(IFS)データより作成

(2) 債権者の拡散の問題

第2は、債権者が個人投資家を含めて海外に拡散していたために、債務危機への対応・解決がより複雑なものになった点である。

同国は、1980年代の債務危機時の教訓（銀行借り入れへの安易な依存）も踏まえて、1990年代以降は市場からの調達（国債発行）へシフトしていった。カレンシーボード制の成功を背景としたハイパーインフレの鎮静や1990年代前半の同国の高い成長などにより、信認が大きく回復して国債消化が容易となったことが、海外からのファイナンス急増の背景にあった。特にアルゼンチンは、ソブリン銘柄として知名度が高かったこともあり、海外にも多数の個人投資家が存在した。例えば、アルゼンチン債務危機が2001年末に表面化した時点でイタリアでは50万人を上回る個人投資家が、日本では3万人以上の個人投資家（円建てのアルゼンチン国債であるサムライ債保有者）が存在したと言われている。

このようなアルゼンチンの問題は、債務危機の対応におけるソブリン債務再編（SDRM）の問題や債券発行における集団行動条項（CAC）の問題に係る議論

を大きく活発化させる契機となったが、その前提になっているのは民間部門関与（PSI）の議論である。

民間部門関与（PSI：Private Sector Involvement）の議論は、1990年代に相次いだ新興市場国の通貨危機の教訓も踏まえて、国際金融システムの安定のために民間部門も危機時に応分の損失負担をすべきとの主張である。この議論の背景としては、資本移動の自由化に伴い新興市場国に対する民間資本フローが1990年代初頭から急増したことが挙げられる。それまでの中長期を主体とする銀行のシンジケートローンが急減して短期融資が増加する一方で、国際資本市場における債券の発行が増加することで、金融商品の多様化や投資家の分散が促進された。このような状況で、ある国が債務不履行に陥った場合には、IMFが支援を行うことで危機を収拾することが一般的に行われてきた。

このように新興市場国での通貨危機の際には、IMFからの金融支援によって債務者が救済されることが、先進国の金融機関・投資家を中心とする債権者にとっても暗黙の前提となってきた。これは一種のモラル・ハザードとなっているが、これを防ぐために民間部門を危機対応に責任を持って関与させようとするのが民間部門関与の議論の考え方であり、SDRMやCACはこの考えを踏まえた議論であるとも言える。

ソブリン債務再編メカニズム（SDRM：Sovereign Debt Restructuring Mechanism）提案は、ソブリン債務の再編を法的枠組みを通じて行うという提案であり、国内の企業倒産法制を国家債務の再編のための国際的な枠組みに適用するものである。IMFのクルーガー副専務理事が2001年11月に検討を提唱したことから、クルーガー提案とも呼ばれる。

SDRMは、米国の破産法を念頭に置いていると言われるが、国内の倒産法の考え方をソブリンと多数の債権者が対峙する国際金融の債務再編に適用するのは現実的でない等、民間市場参加者等から強い批判が行われた。また、実務的にも種々の問題点を抱えているため、具体的な枠組み作りには至らなかったが、問題提起としては大きな意味を持った。

SDRMが提案された背景としてソブリン債券を保有する投資家数の増大があったが、ソブリン債務が再編される場合、どのような形で債券保有者がこの案に対して意思表示をして、またそれに拘束されるかが実務的に問題となってくる。新興市場国等が発行する債券において、多数決により債務の返済条件を迅速に変更することを可能にするのが、債券発行契約の際に設けられる集団行動条項（CAC：Collective Action Clause）である。アルゼンチンの債務危機はこの問題の重要性を改めてクローズアップすることとなり、新興市場国での通貨・

債務危機の解決への現実的な対応の一つとして、その後は G7・IMF 等もその採用を奨励するようになった。

このように、アルゼンチンの債務危機は、債権者と債務者の交渉が膠着状況に陥った場合でも国内の破産処理に準じたような強制的な解決が難しいことや、債権者が個人投資家を含めて全世界に拡散している場合の対応の難しさを国際金融界に改めて問題提起した点でも大きな意義があったと言える。

(3) IMF や債権者との対立と国際金融界からの孤立

第 3 は、アルゼンチンが IMF や債権者との対立姿勢を強く打ち出した点である。

1990 年代の中南米諸国は市場メカニズムを重視する新自由主義的な政策を軒並み積極的に推進し、同国はメキシコ・ブラジルと並んで成功例として高く評価されてきた。2001 年の債務危機直前まで IMF は大型の支援パッケージを打ち出すなど、支援の側に回ってきた。しかしながら、債務危機が発生すると、その後は危機対応の中で同国の政策運営は、1990 年代の新自由主義的な政策から 180 度転換することとなった。

債務危機後の混乱の中でアルゼンチン政府はポピュリスティックな志向を強め、IMF や債権者に対して敵対的なスタンスを打ち出すようになった。銀行や個人投資家以外の債権者にも様々な形で負担の転嫁が行われたが、その典型的な例が公共料金の引き上げ凍結策である。

1990 年代の新自由主義政策の時代に、同国では公共企業の大規模な民営化と欧米の外資の流入が見られたが、外資の進出にあたっては公共料金のインフレスライドが前提になっている。カレンシーボード制の時代にはインフレは抑制されていたが、制度が崩壊して通貨が大きく切り下がる中でインフレ抑制は困難となった。このような中で、政府は国民の反発を恐れて、ガス・水道などの公共料金の引き上げ凍結を強制したが、これはインフレスライド条項を政府が強制的に止めるといった典型的なポピュリスティックな政策と言える。

2003 年に誕生したキルチネル政権は政治的に支持を集めるための人気取り政策（いわゆるポピュリスティックな政策）を追求する傾向が強く、2005 年には約 7 割の元本削減という債権者に大きく皺寄せをする形での債務再編を強行した。このような一連の政策によって、同国は国際金融界からの孤立を深めていくこととなった。

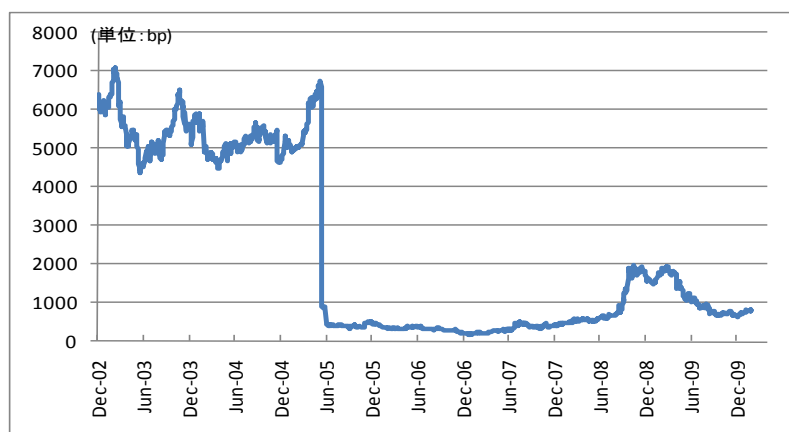
更に、通貨金融危機によるペソ相場の大幅な下落や食糧価格の高騰の追い風もあって外貨準備高が大きく積み上がる中で、2006 年 1 月に同国は、IMF への

融資を全額返済したことによって IMF の介入を排除して政策の独立性を高めた。政府は景気回復の中で高まるインフレ圧力を抑制するために、国内の主要な生産部門と協約を交わして価格引き上げを抑制するという国家管理的な手法で対応するなど、国家の経済活動への介入を強めてきた。

2008 年 10 月のグローバル金融危機の際には、年金受給者を世界的な金融混乱から守るという名目で年金基金国有化の案を発表した。これは 1994 年に行われた業務の民間開放（民営化）の逆戻りの政策だが、政府は目先の市場の動きにとらわれない長期的な視点で投資するため、民間ではなく国が管理する方が適切であることを政策の大義名分としていた。しかしながら、野党や反対派は年金資産運用を国債に固定化させたり、年金の資産を対外債務の返済の原資に充てる意図があるとして強く反対した。海外投資家の不安感増幅を背景にクレジットスプレッドも一時的に大きく上昇した（図表 5）が、最終的には年金基金の国営化は実施された。

同国の場合には IMF からの支援を受けることに根強い抵抗感があり、IMF 支援を回避するために、政策に歪みが生じてきたという言い方もできる。一方で債権者の側から見ると、債務危機後に見られた一方的な対応が年金基金の国営化という形で再び行われたとも言える。同国の経済状況が大幅に改善したにもかかわらず、クレジットスプレッドがメキシコやブラジルなどと比較しても依然として高い水準にあるのは、同国への投資家側の根強い不信感が大きく影響していると言える。

図表 5 アルゼンチンのクレジットスプレッド推移



(出所) JP Morgan データより作成

2007 年に成立したフェルナンデス政権は、大豆への輸出税の引き上げの試みや企業再建への介入等の政策で国家の市場介入を更に強めていったが、2009 年

6月の総選挙で政権与党が敗北する中で、政府の手詰まり感が強まっていた。このような状況で、同国は2002年から7年近く続けてきた国際金融界からの孤立路線を大きく修正して、昨年の夏以降は国際金融界への復帰の模索を始めている。同国がこのような長い期間、孤立を続けてきた背景にはIMFへの強い反発と不信があるが、このような路線が概ね国民の強い支持を得てきた点には改めて留意する必要がある。

3. ギリシャ問題との比較

以上で述べたように、アルゼンチンの債務危機(2001~2002年)の場合には、自国通貨の大幅下落による対外債務残高の急増、債権者の拡散、IMF・債権者との対立と国際金融界からの孤立といった要因があり、問題の解決が複雑なものとなった。

これに対して、ギリシャの場合は、ユーロから離脱しない限りは自国通貨減価による対外債務・政府債務負担の増加が発生せず、ギリシャ国債の保有主体のほとんどが欧州であり、またEUやIMFとの今までの関係を勘案すれば、債務再編の交渉が行われたとしても債権者との強い敵対は考えにくいといった状況にある。しかしながら、現在のギリシャの置かれた状況を、マクロ経済指標でアルゼンチンの当時の状況と比較すると、決して楽観視できるものではない。

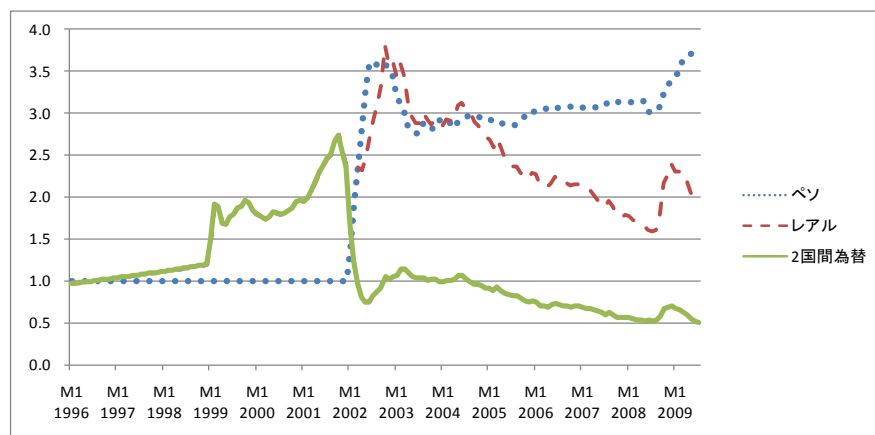
確かに、自国通貨下落による債務負担急増の懸念が格段に小さいという点では、ギリシャが当時のアルゼンチンよりも有利である。

ドル建て対外債務が多かったアルゼンチンの場合には、債務危機の際にカレンシーボード制度が崩壊して通貨が一気に切り下がったため、債務負担が自国通貨建てで3倍に増加した。一方、ギリシャの政府債務の残高はGDP比で115%の高い水準(2009年末)となっているが、ギリシャがユーロから離脱する事態が発生しない限り債務はユーロ建てのため、通貨切り下げによる債務負担増加は発生しない。

しかし、ギリシャがアルゼンチンよりも深刻と思われる側面は少なくない。

第1は、上記と裏腹の関係にあるが、通貨下落の輸出部門等への恩恵がギリシャの方が小さいことである。アルゼンチンの場合には、通貨の大幅な切り下げは、特に隣国のブラジルとの比較での国際競争力の回復に大きく貢献した(次ページ図表6)。

図表 6 ペソ、レアルの対ドルレートとペソ・レアル交換レートの推移



(注) ペソ・レアル交換レートは1ペソ当たりのレアルの値を使用した。またペソの切り下げ前までは二国間為替とレアルの対ドルレートはほぼ同様の動きを示しているため、表中では二国間為替のみ表示した。

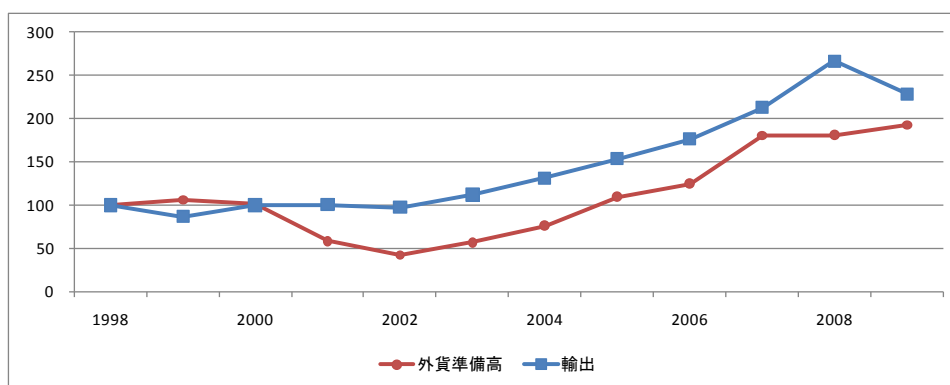
(出所) IMF(DOT)データより作成

このような通貨切り下げによる競争力回復を背景に、輸出・外貨準備高も着実に増加していった(図表7)。また外貨準備高の増加を背景に、2006年1月にはIMFからの借入を全額一括前倒しで返済するに至っている。

これに加えて、債務再編による対外債務の大幅な減少や、2003年以降の7~9%の高い成長率の維持(前掲図表2)もあり、クレジットスプレッドも、2006年以降は大きく改善に向かった。(前掲図表5)。

ギリシャの場合は、輸出がGDPの約1割でその約4割がユーロ圏向けであり、この部分はユーロ安の恩恵を受けない。また、ユーロ圏以外の輸出が恩恵を受けるとしても、それはユーロ安によるものであるので、通貨の下落率は自ずと限定される。

図表 7 アルゼンチンの輸出・外貨準備高の推移(1998年を100とした指数)

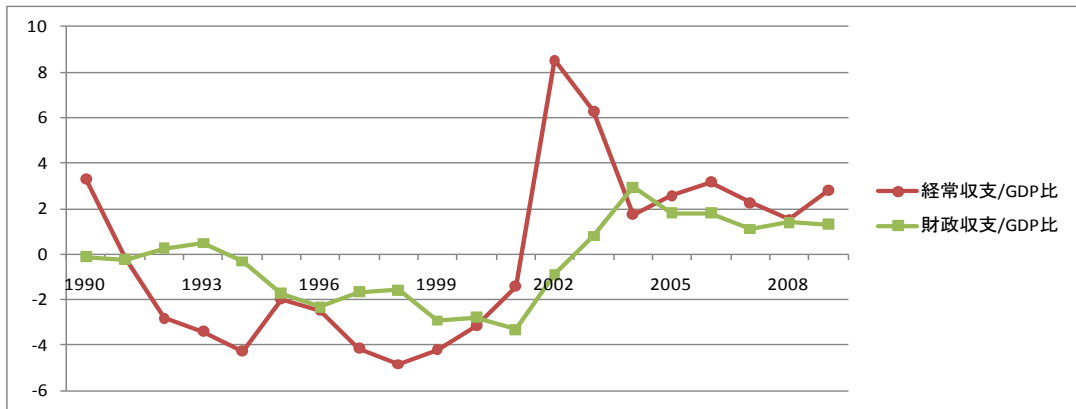


(出所) IMF(IFS, DOT)データより作成

第2は財政の状況は、総じてギリシャの方が深刻であると言える。

フローベースでの比較では、アルゼンチンの場合は、為替の切下げによる債務負担増の影響は深刻なものであったが、財政赤字の方はそれ程深刻なものではなく、2003年以降は国内景気の急激な回復による税収増加の追い風要因もあって財政黒字に転換している（図表8）。

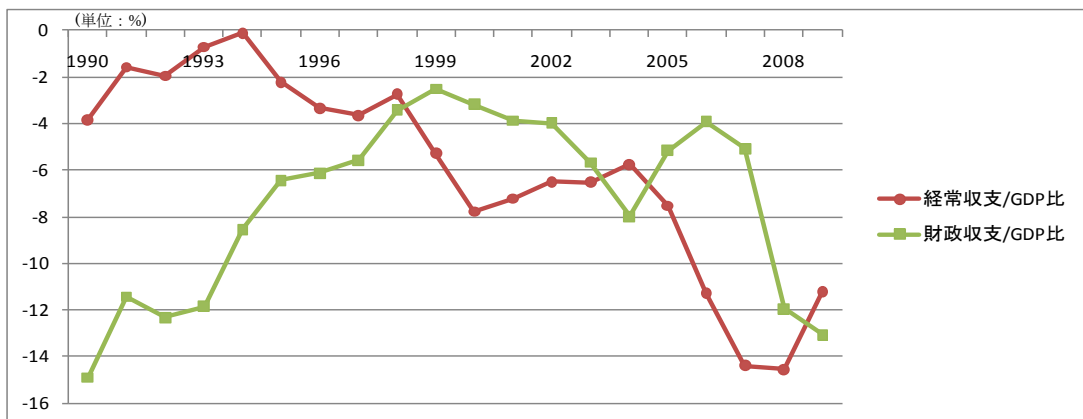
図表8 アルゼンチンの経常・財政収支（GDP比）



（出所）IMF(WEO)データより作成

これに対し、ギリシャの場合は、1990年代後半はユーロ加盟に向けて財政赤字を急速に縮小していったが、2000年代後半に財政赤字は大きく拡大していった（図表9）。同国は、今後数年間に財政赤字を急激に削減する計画を打ち出しているが、実現には大きな痛みを伴うことが予想される。

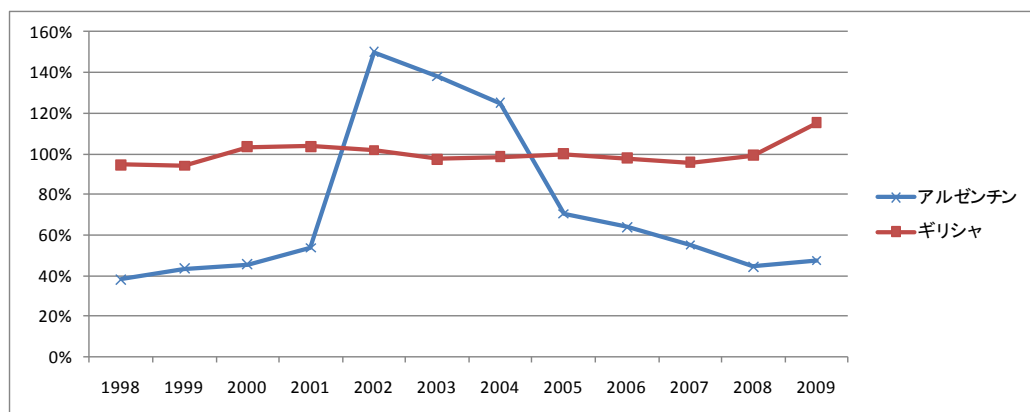
図表9 ギリシャの経常・財政収支（GDP比）



（出所）IMF(WEO)データより作成

ストックベースでも、アルゼンチンの場合には債務危機の際に為替の切下げで、GDP比で見た公的債務の残高は一時的に急増した（約150%）が、その後は債務再編の効果などもあり、現在は50%を切る水準にまで低下しており、債務危機前の水準にほぼ戻っている（図表10）。

図表 10 両国の公的債務残高（GDP比）の推移



（出所）アルゼンチン財務省、Eurostat のデータより作成

一方、ギリシャの場合は、GDP比の公的債務残高は2011年以降の数年間には140%台の水準での推移が見込まれるなど、フローベースでの財政削減が実現しても、ストックベースでの公的債務残高の削減は容易には進まないことが予想される。さらにギリシャのGDP比の公的債務残高の水準は、債務危機前のアルゼンチンの水準（2001年は54%）を大きく上回っており、今後数年間で140%の水準まで上昇すると予想されている。この水準は債務危機直後のアルゼンチンの水準（2002年は150%）にほぼ匹敵する水準となっている。

また、GDP比の対外債務については、アルゼンチンの場合には債務危機における通貨下落で約3倍に増加（2001年の55%→2002年の142%）した。これに対して、ギリシャの場合は、ユーロ下落による通貨切り下げが発生しないということを前提とした上でも、今後数年間は100%程度の水準で推移することが見込まれており、アルゼンチンとの比較でも決して楽観視できる水準ではない。

第3は、世界経済への影響の広がりについてである。今回のギリシャ問題は、経済構造が類似しており、財政状況に不安要因を抱えるポルトガル、イタリア、アイルランド、スペインなどのいわゆるPIIGS諸国に、信用不安の連鎖という形での伝播が見られた。また、ユーロ圏としてもドイツ・フランスなどの主要国の足並みの乱れといった要因もあり、危機への初期対応が遅れる中で、混乱

が増幅された。これに対して、アルゼンチン債務危機の際には相互依存度の強い中南米やスペインなどに波及が懸念され、影響があったことは事実だが、管理可能な混乱にとどまり、世界的な広がりもみられなかったという意味で、影響は限定的であったと言える。

以上で比較してきた両国の状況は、以下（図表 11）のように要約できる。

図表 11 アルゼンチンとギリシャの状況の比較

	アルゼンチン	ギリシャ
自国通貨減価の債務負担拡大効果	深刻(対外債務が自国通貨建てで一気に3倍に増加)	(ユーロから離脱しない限り、自国通貨建て債務の増加は発生しない)
自国通貨減価の輸出刺激効果	効果大、輸出は大きく回復(5年間で、輸出倍増)	ユーロ自体が下落傾向にあるが、ユーロ圏以外向け輸出は、GDPの数%程度であり、効果は限定的
政府債務問題 (フローベースの収支、ストックベースの負担の大きさ)の深刻度	大幅な債務再編の効果もあり、大幅に改善 ・危機後に財政収支は黒字に転換 ・危機後の債務再編によってストックベースの残高も大きく減少	深刻 ・今後短期間でフローベースでの大幅な財政赤字削減が必要であり、大きな痛みを伴うことが予想される ・今後数年間でストックベースでの債務残高はほぼ横這いに推移、長期的にも減少は容易に進まない見込み
世界経済への影響	伝播は限定的(ブラジル、スペイン等)	PIIGS 諸国だけでなく、ユーロ全体への信認にも大きく影響
債権者との関係	債務危機発生後大きく悪化、国際金融界から孤立	EU・IMF との関係は基本的には良好(但し、厳しい財政再建の中で今後ギリシャとEU・IMF との対立が強まる可能性有り)

(出所) 筆者作成

4. アルゼンチンの債務危機の教訓

このように、アルゼンチンの比較でも、ギリシャの先行きは決して楽観できない。ユーロ圏にはインフレ抑制型の独立した ECB、財政規律、救済禁止を3つの柱とした規律があったが、財政規律と救済禁止は事実上崩壊している。これらを如何にして立て直すかが、今後の課題であることは言うまでもないが、事態が改善しない場合の解決策として将来的にギリシャの債務削減が行われる可能性はある。このような場合を想定して、アルゼンチン債務危機から得られる教訓を最後にまとめてみた。

1990年代末以降の新興国での債務削減の事例（図表12）を見ると、アルゼンチンが金額面で圧倒的に大きいことに加えて、債務削減率も最大となっており、債務再編の過程で債権者と債務者との間での対立が顕著に目立った事例の典型とされている。一方で、アルゼンチン債務危機の波及で債務危機に陥った隣国ウルグアイの事例では、債務削減率が26%に留まっており、債権者と債務者の間で比較的スムーズに協力が進んだ事例とされている。

図表 12 最近10年間の新興市場国での債務削減（対外債務）の事例

国	債務削減対象	債務削減時期	金額	債務削減率
パキスタン	国債	1999年	6億ドル	30%
ウクライナ	国債	2000年	26億ドル	40%
エクアドル	国債	2000年	65億ドル	60%
ウルグアイ	国債	2003年	37億ドル	26%
アルゼンチン	国債	2005年	797億ドル	67%

(出所) IMF Working Paper No.05137 を参考に筆者作成

アルゼンチンの場合には、通貨の急激な切り下げによる債務負担の大幅な増加の中で政府がポピュリスティックな傾向を強めていった。この結果、債権者に敵寄せを多くする一方、債権者も同国に対して対立姿勢を強めるといった形での悪循環が見られた。アルゼンチンの場合には、債権者の側からすればドル建て債務の3分の2の大幅なカットになる債務再編は、債務者にとって見れば、自国通貨建てで約3倍に債務が急増したため、単純計算をすれば債務削減後の自国通貨建てでの債務負担は削減前と不変であるという考え方もできる。

同国が7年近くの長い期間、国際金融界からの孤立を続けてきた背景には IMF への強い反発と不信があるが、このような路線は概ね国民の高い支持を得て行われてきた。IMF や債権者が過度に厳しい条件を債務者側に押しつけることは、

債務者の IMF や債権者への反発や不信感を強めて、問題の解決をより難しくするという悪循環に陥るリスクがある。

2008 年のグローバル金融危機の際に、同国が行った年金基金の国営化は、IMF への支援を受けないため強引に行った政策とも言えるが、この背景には IMF への強い不信感があった。このような歪んだ政策は、回復しかけていた投資家の信認を再び悪化させるという悪循環を招き、同国と国際金融界との関係の正常化を遅らせることにも繋がっている。

このように、現実の債務再編では、債権者と債務者双方間での信頼関係を維持しながら、合意を図り易くするのが不可欠であることをアルゼンチンの事例は示していると言える。

ギリシャに対しては、既に EU や IMF の大型支援の枠組みが決定され、3 年程度の中期的なスパンでは同国の財政の資金繰りに対する支援体制も担保されている状況にある。また、EU や IMF との関係を考えて、アルゼンチンが行ったような債権者に一方的に皺寄せをする政策を取ることは考えにくい状況ではある。さらに、ギリシャ国債保有者の殆どは欧州諸国内に存在する主体であることから、将来的にギリシャ国債の保有者との債務再編が行われたとしても、債務再編交渉の膠着や債権者・債務者の強い敵対の可能性は、債権者が全世界に拡散していたアルゼンチンとの比較では少ないように思われる。

しかしながら、ギリシャ政府は短期間で急激に財政赤字を削減する政策を打ち出しており、目標達成のための痛みは避けられず、国民の反発が今後更に激化することが予想される。このような中で、ギリシャでも政府が国民に大きな痛みを伴う財政削減策を回避して、債権者に負担を皺寄せするというポピュリスト的な志向を強めていく可能性もある。

長期的には同国の債務削減を含む債務再編の潜在的な可能性は依然として残っていると見られるが、そうなった場合でも、対応の仕方次第で債権者と債務者の対立・不信感の深まり方には、様々な段階がありうる。ギリシャは、欧州連合という経済システム以外でも共有する価値観の多い枠組みの中にある長所を最大限生かし、アルゼンチンのケースのように、債権者とのコミュニケーションのパイプが絶たれて相互に不信感を深めていった轍を踏まないことを期待したい。

以上

(参考文献)

浅見唯弘「官民対話の進展が望まれる国家債務再編メカニズム (SDRM)」、国際通貨研究所、News letter No.2、2003年2月

小川英治『国際金融入門』、日経文庫、2002年

松井謙一郎「世界同時不況の影響が鮮明になる中南米経済と政策対応 ～主要国間で対照的な国と民間部門との関係～」、国際通貨研究所、2009年6月

_____「アルゼンチンの通貨制度の変遷 ～ドルとの関係の模索の歴史～」、『国際金融』、1204号、2009年9月

_____「メルコスールの通貨制度 ～ブラジルとアルゼンチンの関係の観点から～」、『国際金融』、1210号、2010年3月

Inter-American Development Bank, “ Living with Debt – How to Limit the Risks of Sovereign Finance – ” , Economic and Social Progress Report, Inter-American Development Bank, 2007.

Reinhart , Carmen M. and Kenneth Rogoff, “ This Time is Different Eight Centuries of Financial Folly ” , Princeton University Press, 2009.

Roubini, Noriel, and Brad Setser, “ Bailout s or Bail-ins ? Responding to Financial Crises in Emerging Economies ” , Institute for International Economics, 2004.

Sturzenegger , Federico, and Jeromin Zettelmeyer, “ Haircuts :Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restrctrurings,1998-2005 ” , IMF Working Paper 05/137, 2005. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05137.pdf>

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2010 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihonbashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>