

2011年危機が起こるとすれば、震源地は米国か、欧州か？

竹森俊平

2ヶ月前までは、中間選挙の結果、内政がマヒ状態になる米国が震源地で、ドイツがリーダーシップを取り出した欧州はマシと考えていた。しかし状況は変化した。

1. 米国では、レームダック議会で、ブッシュ減税の延長、プラス、失業保険延長、プラス、給与税減税が可決した。新年からの議会で、ティーパーティー派が入ってくると何も決まらなくなるので、景気関係の対策に年内にキリをつけ、新年からはオバマ・ケア（医療保険）を対決の主戦場にしようと、共和党執行部が判断したためと思われる。
2. 欧州ではアイルランド救済策が決まってから、周辺国のソブリン危機は激化している。

ブッシュ減税が延長されても、来年の米国経済が好調とはいえない。

オバマ政権が発足直後に決めた景気対策プログラム（ARRA）の財源が尽きるからだ。

ARRA 予算の消化で、2011年以降は GDP 比で1.7パーセント程度の刺激策落ち込みがある。これに対して、年末の同意で新たに実施される給与税減税等の追加策もあるが、ARRA に含まれる公共事業と比べて乗数効果が低い。

さらに重要な問題は、金融システム安定化のための TARP が解散されたこと。

今後、金融危機が再発した場合、米国には備えがない。しかも共和党内のティーパーティー派は新たな仕組みの創設を容易に飲むと思われぬ。

だから、景気対策についても、金融システム対策についても、連銀の金融政策だけが頼りの綱という状態が続く。

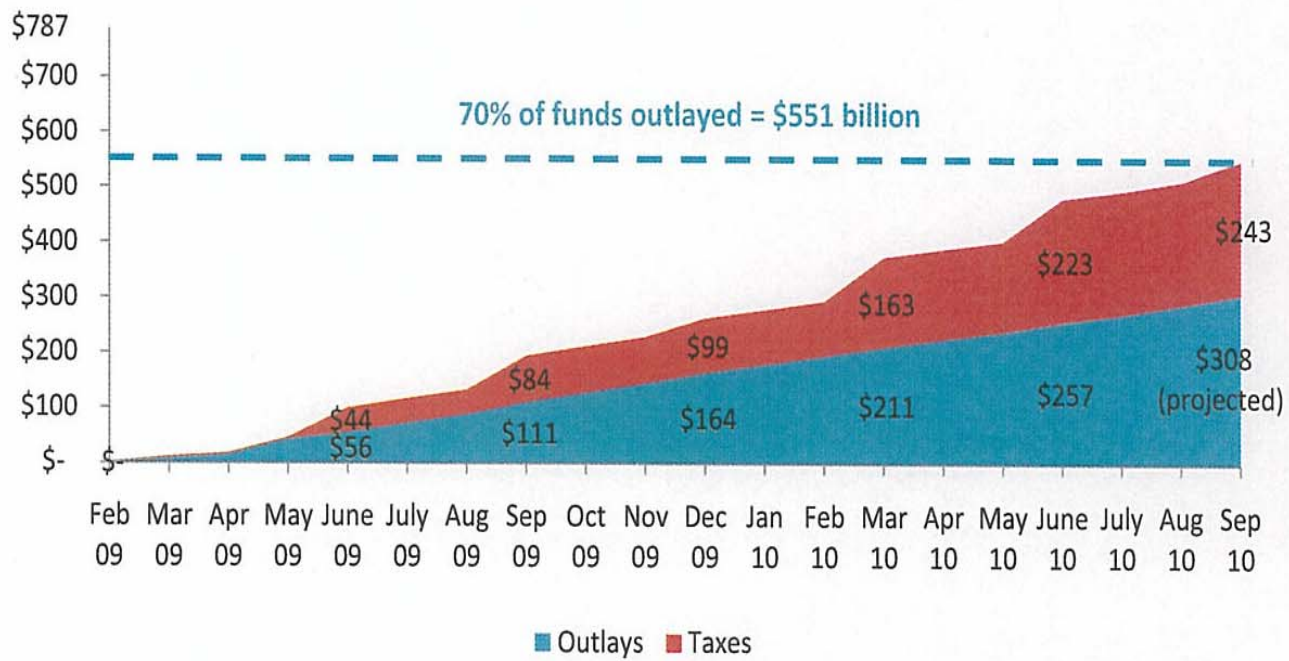


Figure 7: Recovery Act Outlays and Tax Relief over Time (dollars in billions)

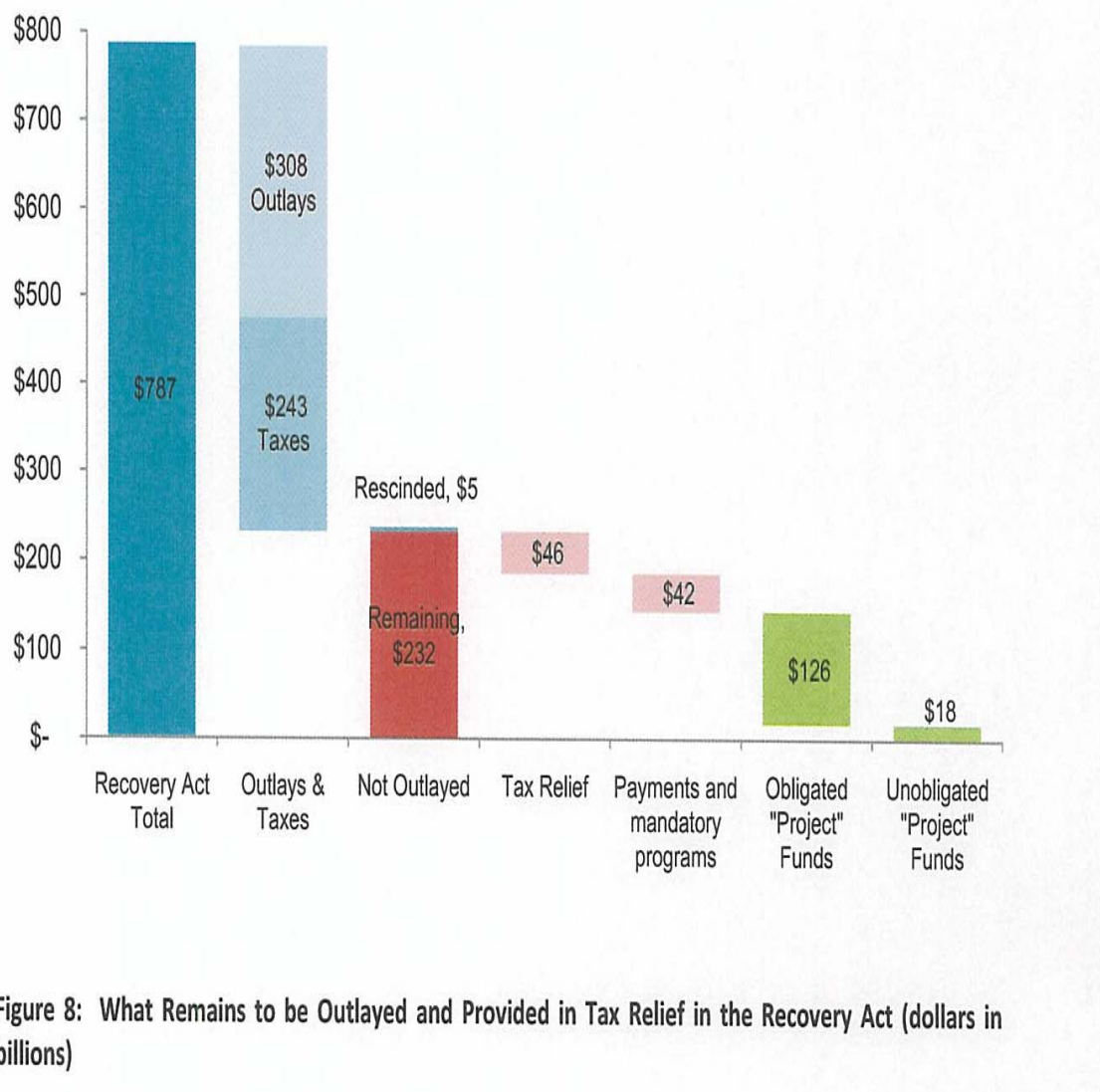


Figure 8: What Remains to be Outlaid and Provided in Tax Relief in the Recovery Act (dollars in billions)

The New Lombard Street という新著で、経済学説史家の Perry Mehring は20

07年にサブプライム危機が発生して以来の連銀の行動の性格を、

「The Lender of Last Resort」ではなく、「The Broker of Last Resort」

であったと表現している。

たとえば証券会社(ブローカー1)が MBS への長期の投資を行い、そのためのファイ

ナンスを投資信託(ブローカー2)から、MBS を担保にした超短期融資の Repo(現

先)によって得ていたとする。

預金者と最終的な借り手(たとえばデベロッパー)の間を銀行が仲介する古典的な銀

行システムの代わりに、ここではブローカー同士の貸借によるシャドウ・バンキング・

システムが成立している。

古典的銀行業に Liquidity Risk(取り付け騒ぎ)が存在することはよく知られている

が、同様にシャドウ・バンキング・システムにも Liquidity Risk が存在する。

MBS の評価が下がった場合に、ブローカー2はその MBS を Repo の担保として受

け付けるのを拒んだり、ヘアカットの増額を要求したりするからだ。

長期の投資を超短期の融資によってファイナンスしているブローカー1は、そのため資金繰りに詰まる。(Liquidity Risk) このような時、ブローカー1の取れる自己防衛のための行動は、保有している Shiftable(換金の容易な＝流動性の高い)な証券を売却することだ。それゆえ資産の Shiftability が減少した時、危機が発生する。

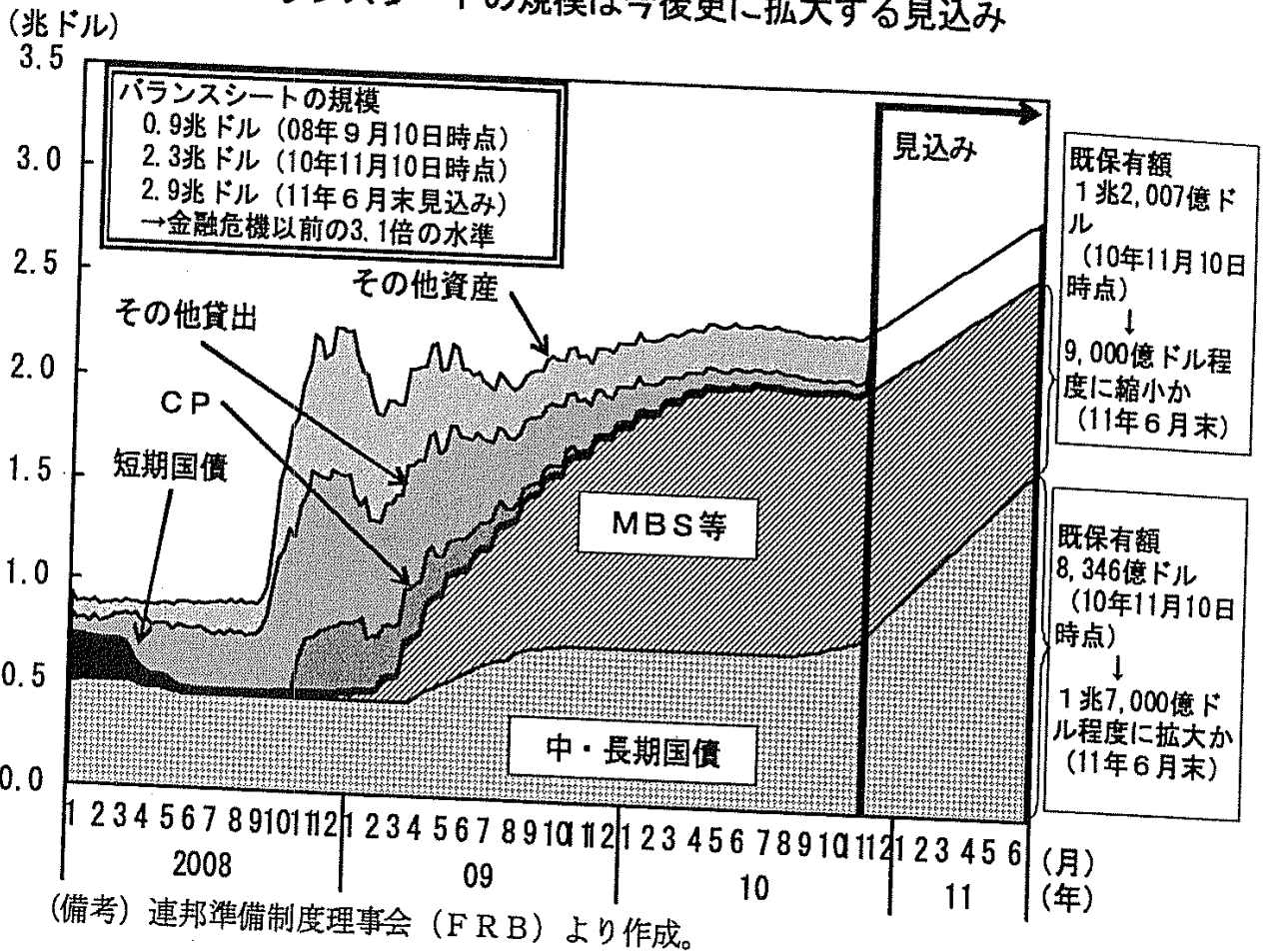
サブプライム危機の発生前、多くのブローカーは保有資産に CDS の保険を掛けることで、Shiftability を確保していた。だが、危機が発生してから CDS そのものの信用も減少する。これを受けて、連銀は次の4つの方法で Liquidity Crisis に対応した。

- A. ブローカー2に代わって、ブローカー1への貸し出しを行う。(TALF)
- B. ブローカー1の保有証券をより Shiftable な証券(国債)とスワップする。(TSLF)
- C. MBS の市場価値を上げて、ヘアカットの上昇を食い止める。(MBS の直接購入)
- D. CDS を大量に売っていた AIG が危機に陥った際に実質国化を実行する。

2010年以降は、連銀は「The Broker of Last Resort」という役割から、マクロ経済の安定と言う「本来」の役割に戻っている。現在、実行中の長期国債の買いオペ(量的緩和)は Wicksell 的な政策といえる。

第1-3-38図 FRBのバランスシート（資産サイド）：

バランスシートの規模は今後更に拡大する見込み



連銀が The Broker of Last Resort として行動できたのは、直面している危機の性格が「Liquidity Crisis」であって、「Solvency Crisis」ではないという自己の行動を正当化する根拠があったからだ。

しかるに、2008年9月15日のリーマン・ブラザーズの経営危機の時には、もはや「Liquidity Crisis」ではなく、「Solvency Crisis」に問題が発展したことが明らかだった。それゆえ救済を実行することができなかった。(リーマン・ショック)

その後、「Solvency Crisis」にも対応できるように、米国政府が金融システム安定のための仕組みを作った。それがすなわち今年解散した TARP である。

これに比べ、欧州政府の行動は遅れている。ギリシャ危機の連鎖を避けるために今年5月に設けられた ESFS は、基本的には「つなぎ資金」を供給する「Liquidity Crisis 対応型」の仕組みである。こう解釈すると、10月末の独仏首脳による「ドーヴィル会談」のあとで、恒久的な救済メカニズムを創設する条件として「ヘアカット」に両国首脳が言及した際に、トリシェ ECB 総裁がそれに強く反発した理由が分かる。

Trichet warns on bail-out system dangers

By Peter Spiegel in Brussels

Published: October 29 2010

The European Central Bank chief warned the heads of Europe's governments that ***a new rescue system they are designing for future Greece-style bail-outs could inadvertently drive up short-term borrowing costs, imperilling struggling eurozone debtor nations.***

The warning by Jean-Claude Trichet, ECB president, came at a two-day summit where ***European leaders reluctantly agreed to a Franco-German push to reopen the EU's treaties to set up the new, permanent bail-out mechanism, which would replace the current €440bn (\$612bn) fund expiring in three years.***

Germany and France have said they want the new rescue system to put more of a burden on private bondholders and investors so they shoulder more of the costs of future sovereign bail-outs. The Greek bail-out was largely backed by European taxpayers.

But according to EU officials, ***Mr Trichet on Thursday told the summit that signalling to markets that private investors would be more at risk in restructurings could spook the bond market, driving up interest rates for countries such as Ireland and Greece, both of which are struggling to regain investor confidence.***

The EU officials said Mr Trichet's warning was met with bitterness by Nicolas Sarkozy, the French president, who complained he did not understand the challenges facing heads of state.

Mr Sarkozy was supported by Angela Merkel, the German chancellor, who has counted on Mr Trichet as a close ally during the euro crisis. ***She also publicly broke with Mr Trichet, saying it was essential German taxpayers did not pay for any future eurozone bail-outs.***

その後、PIIGS のソブリン債の金利が上昇し、アイルランド危機が発生したから、この時のトリシェ総裁の警告は正しく、メルケル首相は「失言」をしたというのが、現在の一般的な解釈となっている。

実際、メルケル首相は、「ヘアカット」が実施されるのは、2013年以降の新発債に限られるといった訂正発言をしている。

しかし、メルケル首相は本当に「失言」をしたのか？

前 ECB チーフエコノミストの Otmar Issing は、債務リストラクチャリングの際に、ヘアカットを実行するのは「常識」で、しかも「ヘアカット」の条項を含めた恒常的な仕組み (ESM) の議論をいま始めるのは、時期尚早ではないという反論を FT に掲載している。

Germany is right: bondholders must pay

By Otmar Issing

Published: December 1 2010

Miscommunication has accompanied Europe's monetary union since the start. Now, most observers would apparently want to put at the top of the list of mistakes the announcement that holders of government bonds issued after 2013 should take losses in the event of a sovereign debt crisis.

As a consequence, the argument goes, uncertainty was increased and the bonds of Ireland, Portugal and Spain fell. Not everyone had the same opinion, but there seemed virtual unanimity that such a statement should not have been made until the crisis was over.

I would not suggest that the announcement deserves a Nobel prize in communication. ***But I think the timing and core message were appropriate.***

First, it seems to me of crucial importance at this stage in the monetary union's development that if a permanent rescue mechanism is established ***we should also have a restructuring regime for sovereign debt that involves losses for private investors.*** Why should taxpayers be taken hostage endlessly by investors who enjoy the benefits of high interest rates and who can rely on being bailed out once an indebted country gets into trouble?

Second, ***what about the argument that any announcement of a sovereign debt mechanism should have been delayed until the crisis was over? I would argue it was hardly premature.*** As long as investors can reasonably hope for a bail-out, investment decisions will be distorted by speculation about politically motivated intervention.

公平に見て、Issing の主張は正当である。

メルケル首相は失言をしたのではない。それがマーケットを揺さぶって、アイルランド危機をもたらしたのは、ヨーロッパの政治家が始めて、

「現在、周辺国で起こっていることは Liquidity Crisis ではなく、債務のリストラクチャリングが不可避となる Solvency Crisis である」

ことを明言したからだ。

つまり、メルケル首相はヨーロッパの政治家の中で最初に「本当のこと」を述べたために危機が深刻化したのである。

だからといってメルケル首相の言動に問題がないわけではない。問題の緊急性からして、「2013年の新発国債から」という措置は悠長すぎる。現時点で既存の国債にも「ヘアカット」を実施して、周辺国の債務リストラクチャリングを実行しなければ、周辺国の経済が立ち行かなくなる。

AEI のエコノミスト、Desmond Lachman の論説を見よ。

Europe Fiddles as Its Periphery Burns

By Desmond Lachman Intereconomics Monday, December 6, 2010

European policymakers remain in denial about the severity and the immediacy of the eurozone periphery's sovereign debt crisis. ***At a time when recent economic and financial market developments underline the intractability of the periphery's solvency problem, European policymakers mainly confine themselves to addressing the liquidity aspects of the crisis. And at a time when the periphery's excessive budget deficit train has long since left the station, European policymakers vainly wrestle with proposals to reform the eurozone's architecture in a manner that will prevent the future recurrence of budget profligacy.*** By so doing, they only delay facing up to the reality that the euro is presently well on its way to unraveling.

Markets appear to have grasped that ***the periphery's problems are more those of solvency than those of liquidity.*** In particular, unlike the European policymakers, markets seem to understand that ***the extraordinarily large budget deficit adjustments being required of the periphery cannot be achieved within the straitjacket of continued euro membership without provoking the deepest of economic recessions.***

More disturbing yet is the mounting evidence that ***the Greek economy is already contracting at a much more rapid rate than was contemplated in its IMF three-year stand-by arrangement.*** It is doing so largely as a result of the brutal fiscal adjustment that the IMF has imposed on the country. It might be recalled that ***the IMF programme required of Greece ten full percentage points of GDP in fiscal measures in 2010 alone, an amount of fiscal adjustment that the IMF has never before imposed on a country within a fixed exchange rate system.*** It is little wonder then that already ***by the second quarter of 2010, Greece's economy was contracting at an annualised rate of 7.2 per cent.***

「インソルベンシー」といっても、民間企業の債務と、ソブリン債の場合では事情が異なる。民間企業の場合には、時価で評価して資産が負債を下回る「債務超過」になった場合にインソルベント。ソブリンの場合は別。2002年のアルゼンチンのデフォルトでも、対外債務はストックで GDP の50パーセントほどであった。

ソブリンがインソルベントになるのは、負債の支払いを完遂した場合、経済と社会への打撃があまりに大きな場合。インソルベントの場合、早めに債務リストラクチャリングをすることにはいくつかメリットがある。

1. 過剰な債務で GDP が急減し、それが債務負担を大きくするスパイラルを防げる。
2. 80年代のラテン・アメリカ危機の際に議論されたように、**デッド・オーバーハング**の問題を軽減できる。つまり、その国が「新規借り入れ」をすれば、かならずプラスの「利益」が得られる「投資プロジェクト」をもっていたとしても、その「利益」が「投資プロジェクト」の資金の貸し手への返済に向かう代わりに、「既存債務」の貸し手への返済に向かうと予想されるならば、経済的に有意義な「投資プロジェクト」は結局、実行されない。こういう時には、「投資プロジェクト」のための債務に優先弁済権をつけるか、「既存債務」の減免を行うことによって、「投資プロジェクト」が実行でき、結果的には「既存債務」の貸し手も利益を受ける。例：チャプター11による企業再生の場合には、企業行動に必要な借り入れに優先弁済権がつく。

ギリシャ危機の際には、危機が深刻化した1月から4月まで、4ヶ月にわたって問題が店晒しにされた結果、危機が深刻化したことを反省したためか、ユーロ圏政府のアイランド危機への対応は早かった。アイランド政府自身が救済の申請を渋っている段階から、ECBなどは救済の必要を論じていた。

しかし、アイランドの救済が行われてから、ポルトガル、スペイン、さらにはイタリアの国債金利が跳ね上がったと言う点で、アイランド救済は、ギリシャ救済以上の「大失敗」であった。

Lachman はこう評価する。

More ominously yet for Ireland's future public finance outlook, ***at the end of September 2008 the government announced a blanket guarantee on all of the liabilities of the main Irish-controlled banks.*** It did so in response to the inability of Anglo-Irish Bank, a major Irish bank, to roll over its debt and to fears of a contagious reaction affecting the other banks. Since ***the gross bank liabilities guaranteed by the government amounted to well over twice Ireland's GDP,*** the open-ended nature of the possible bank losses constituted a very large potential charge on the Irish government's finances.

The market was particularly taken aback by ***S&P's estimate that Ireland's blanket guarantee could in the end cost the Irish government a staggering €80-€90 billion, or the equivalent of between 50 and 58 per cent of Ireland's GDP.*** The market was also shocked by S&P's estimate that Ireland's banking sector problem could raise ***the country's public debt level to 130 per cent of GDP by 2012.*** Further compounding Ireland's economic problems is the fact that ***deflation has now taken hold in the Irish economy,*** which both increases the real cost of borrowing and aggravates Ireland's real debt burden.

アイルランド危機の深刻化の理由は、経営破綻が明確な銀行の完全な保護をアイルランド政府が明言したことである。ユーロ圏政府は、自国の銀行に危機が波及することを恐れ、アイルランド政府に銀行保護を実行するような圧力を掛け、その交換条件に金融支援を約束したという観測もある。

ケネス・ロゴフはアイルランドの銀行問題を、ソブリン問題に置き換えた方針自体が失敗であったと述べている。損失を抱えたアイルランドの銀行については、即時に債務リストラクチャリングを実行し、それで痛手を受ける欧州の金融機関があれば、その損失を明確にし、さらに必要があれば資本注入をすれば問題解決が容易であったと彼は評価する。

The Germans have been widely castigated for pointing out that Europe has no clear mechanism for sorting out sovereign (government) defaults, and that surely it needs one. *Many pundits would have one believe that Ireland would have pulled through unscathed absent Germany's blundering statements. That is nonsense. With huge private debts, falling house prices, and external claims on Ireland amounting to more than 10 times national income, there was never going to be an easy way out.*

Indeed, only last July the eurozone made a big show of its financial “stress tests” of its banks, giving almost all of them, including in Ireland, a clean bill of health. Denial is a not a useful policy for dealing with a financial crisis. *Europe's debt problems should, in fact, still be quite manageable – provided the requisite write-downs and debt restructurings are implemented.* Here is where the latest Irish bailout is particularly disconcerting. *What Europe and the IMF have essentially done is to convert a private-debt problem into a sovereign-debt problem. Private bondholders, people and entities who lent money to banks, are being allowed to pull out their money en masse and have it replaced by public debt. Have the Europeans decided that sovereign default is easier, or are they just dreaming that it won't happen?*

ギリシャでも、アイルランドでも、政府の負っている債務の多くは、「対外債務」で、両国の問題はかつてケインズがドイツの賠償金について述べた「トランスファー問題」の性質を持つ。

つまり、両国がソブリン問題を解決するには、大幅な貿易黒字を生むことが必要だ。

しかるに、ユーロのような仕組みでは、「自国通貨安」を作り出して、貿易黒字の創造を容易にすることは難しい。アイルランドが対外債務を負っている相手と同じユーロ圏の国だとすると、「自国通貨安」のルートは一切、実行不可能になる。

これに変わる政策は、デフレ策の実施で、賃金と製品価格の引き下げを通じ、実質為替レートで「通貨安」を生む（これをアイケングリーンは Interior Devaluation と呼んでいる）という方法だ。しかし、デフレが進めば進むほど、債務の実質価値は高くなる。かつてアービング・フィッシャーが述べたデッド・デフレーションのメカニズムが働くわけである。

結局、債務のリストラクチャリングに一切、振れずにアイルランドの債務問題に対応したことが失敗だった。バリー・アイケングリーンはアイルランド救済策をこの点で厳しく批判する。

The Irish "rescue package" finalized over the weekend is a disaster. You can say one thing for the European Commission, the ECB and the German government: they never miss an opportunity to make things worse.

The Irish "program" solves exactly nothing – it simply kicks the can down the road. A public debt that will now top out at around 130 per cent of GDP has not been reduced by a single cent. The interest payments that the Irish sovereign will have to make have not been reduced by a single cent, given the rate of 5.8% on the international loan. After a couple of years, not just interest but also principal is supposed to begin to be repaid. Ireland will be transferring nearly 10 per cent of its national income as reparations to the bondholders, year after painful year.

Nor is the situation economically sustainable. *Ireland is told to reduce wages and costs. It must engage in "internal devaluation" because the traditional option of external devaluation is not available to a country that lacks its own national currency. But the more successful it is at reducing wages and costs, the heavier its inherited debt load becomes. This is the phenomenon of "debt deflation" about which the Yale economist Irving Fisher wrote in a famous article at the nadir of the Great Depression.*

ここで2011年に欧州が陥る可能性がある危機の性質を可能性が大きい順に書く。

1. 深刻な景気の落ち込み

現在は PIIGS の債務問題が「ユーロ安」を呼んで、輸出主導のドイツ経済の好調が続くという奇妙な状態が続いている。しかし、ドイツの輸出の5分の2はユーロ圏向け(対中国輸出の9倍)であるから、危機がスペイン、イタリアに及ぶようなら景気の減速は避けられない。加えて、欧州諸国は軒並み来年から財政大幅引き締めを実行する。

2. 深刻な銀行危機

次ページに見るように、ユーロ圏の銀行の PIGS (イタリアを抜いた) のソブリン債保有額は大きく、債務リストラクチャリングとヘアカットが不可避となった場合の損失は大きい。だが、危機の原因はソブリン債のキャピタルロスだけではない。現在のところ、国債はもっとも Shiftable な証券で、シャドウ・バンキング・システムは国債を売却したり、担保にしたりすることでブローカー活動の資金繰りをつなげている。国債が Shiftable でなくなった途端、シャドウ・バンキング・システムそのものが壊滅する。

3. ユーロ崩壊

以前はドイツが離脱というシナリオが議論されたが、いまはむしろ PIIGS の離脱のほうがより説得力の強いシナリオになっている。

Desmond Lachman

European policymakers fully understand that a default in any peripheral eurozone country would likely trigger contagion to the other countries in the periphery. They also understand that ***a series of defaults in the eurozone's periphery would have devastating consequences for the European banking system.*** After all, **the combined sovereign debt of Greece, Spain, Portugal, and Ireland is around US\$2 trillion**, and a major part of that debt sits on the European banks' balance sheets. The Bank for International Settlements estimates that ***French banks are particularly exposed to the troubles in the peripheral countries, since they have lent the equivalent of 37 per cent of France's GDP to those countries.*** Realising the potential threat to Europe's banking system from a significant write-down in the periphery's sovereign debt, ***European policymakers have chosen to mask the periphery's solvency problem with a massive dose of liquidity.*** They have done so by putting in place a €750 billion support system for the eurozone's periphery in an attempt to convince markets that there is little risk of a sovereign-debt default anytime soon.

先ほど述べた PIIGS 自身の選択によるユーロの崩壊というシナリオは、PIIGS がソブリン債の Default を宣言したと同時、もしくはすぐ後に実現するだろう。

常識的な見解は、たとえ Default が宣言されるとしても、**それは当該国がプライマリー・バランスの赤字を解消した後**ということになる。たとえば、ギリシャは現在、プライマリー・バランスの赤字を、GDP の9パーセントほど持っているが、いま、Default して、市場で国債を消化する手段がなくなれば、GDP の9パーセント分だけ、歳出を即座に削減しなければならず、国家機能が果たせない。それゆえ Default するとしても、プライマリー・バランスを均衡させてからということになる。

だが、不況が本当に深刻になれば、Default はプライマリー・バランス均衡の前に起こるかもしれない。次の政策の組み合わせを考えてもらいたい。

1. ユーロを離脱して自国通貨(たとえばドラクマ)を復活させる。

2. ユーロ建てのソブリン債について Default を宣言する。

3. 以降の国債の消化は中央銀行の直接引き受けに依存する。

1. 2. 3の政策の組み合わせは、通常の状態では間違いなくハイパー・インフレーションを招くが、深刻な不況(おそらくは深刻なデフレも同時発生)の状態では別である。

実際、1930年代にナチスが実行したのは、1. 2. 3の組み合わせに近い。

ユーロ崩壊はともかくとしても、銀行危機が発生する危険は少なくない考える。

ソブリン・リスクに加えて、欧州に銀行危機が起こってもおかしくない理由がもう一つある。それは**政府による銀行のバランスシートの監査がまことに杜撰**という事実である。

Comity of European Banking Supervisors (CEBS)は今年の7月にストレス・テストを実施したが、**今年の10月にアイルランド政府がGDPの3分の1もの公的資金を注入してようやく救済したAllied Irish Bankはそのストレス・テストにパスしている。**

Template for bank specific publication of the stress test outputs

Name of bank: ALLIED IRISH BANKS

| Actual results | |
|---|---------|
| At December 31, 2009 | min EUR |
| Total Tier 1 capital | 8,542 |
| Total regulatory capital | 12,316 |
| Total risk weighted assets | 121,605 |
| Pre-impairment income (Including operating expenses) | 2,294 |
| Impairment losses on financial assets in the banking book | -5,380 |
| 1 yr Loss rate on Corporate exposures (%) ¹ | 4.6% |
| 1 yr Loss rate on Retail exposures (%) ² | 0.7% |
| Tier 1 ratio (%) | 7.0 % |

Outcomes of stress test scenarios

The stress test was carried out under a number of key common simplifying assumptions (e.g. constant balance sheet, uniform treatment of securitisation exposures). Therefore, the information relative to the benchmark scenarios is provided only for comparison purposes and should in no way be construed as a forecast.

| Benchmark scenario at December 31, 2011 ² | min EUR |
|---|---------|
| Total Tier 1 capital after the benchmark scenario | 6,838 |
| Total regulatory capital after the benchmark scenario | 11,175 |
| Total risk weighted assets after the benchmark scenario | 72,313 |
| Tier 1 ratio (%) after the benchmark scenario | 9.5 % |

| Adverse scenario at December 31, 2011 ² | min EUR |
|---|---------|
| Total Tier 1 capital after the adverse scenario | 5,305 |
| Total regulatory capital after the adverse scenario | 9,642 |
| Total risk weighted assets after the adverse scenario | 73,771 |
| 2 yr cumulative pre-impairment income after the adverse scenario (including operating expenses) ³ | 901 |
| 2 yr cumulative impairment losses on financial assets in the banking book after the adverse scenario ³ | -9,829 |
| 2 yr cumulative losses on the trading book after the adverse scenario ³ | -20 |
| 2 yr Loss rate on Corporate exposures (%) after the adverse scenario ^{1, 2} | 6.11% |
| 2 yr Loss rate on Retail exposures (%) after the adverse scenario ^{1, 2} | 4.31% |
| Tier 1 ratio (%) after the adverse scenario | 7.2 % |

| Additional sovereign shock on the adverse scenario at December 31, 2011 | min EUR |
|---|---------|
| Additional impairment losses on the banking book after the sovereign shock ² | -606 |
| Additional losses on sovereign exposures in the trading book after the sovereign shock ² | -36 |
| 2 yr Loss rate on Corporate exposures (%) after the adverse scenario and sovereign shock ^{1, 2, 3} | 6.38% |
| 2 yr Loss rate on Retail exposures (%) after the adverse scenario and sovereign shock ^{1, 2, 3} | 4.94% |
| Tier 1 ratio (%) after the adverse scenario and sovereign shock | 6.5 % |
| Additional capital needed to reach a 6 % Tier 1 ratio under the adverse scenario + additional sovereign shock, at the end of 2011 | - |

¹: Impairment losses as a % of corporate/retail exposures in AFS, HTM, and loans and receivables portfolios

²: Cumulative for 2010 and 2011

³: On the basis of losses estimated under both the adverse scenario and the additional sovereign shock

Allied Irish がストレス・テストをパスしたのは、想定される Adverse Scenario が実際にはさほど Adverse ではないため。

アイルランド政府は Adverse Scenario での不動産価格の下落を17パーセントと見ていたが、今年の第一四半期だけで住宅価格は19パーセント下落している。

もう一つのより一般的な問題は、CEBS のソブリン・リスクの評価法。つまり、

トレーディング・ブック上のソブリン債のイールド上昇だけが見積もりされ、バンキング・ブック上のソブリン債(大部分のソブリン債はここに載っている)のキャピタルロスは一切、見積もられていない。

ソブリン債を満期まで持てば全額返済されるというのが、この評価法を正当化する理由なのだろう。ECB がソブリン・リスクをあくまでも「Liquidity Risk」の問題として評価し、「Solvency Risk」の問題として考慮するつもりがないのと方針的に一貫している。しかし、ソブリン債のリスケジュールリングが実行され、ヘアカットが行われるようになれば、それでは済まなくなる。バンキング・ブックの損失まで勘定すれば、欧州の金融機関は相当深刻な状態にいるのではないか。

Doubts return on stress tests' credibility

By Patrick Jenkins, Banking Editor Published: November 23 2010

Back in July, Allied Irish came through the stress test with a 6.5 per cent tier one capital ratio, comfortably above the 6 per cent pass mark set by the Committee of European Banking Supervisors, while Bank of Ireland achieved 7.1 per cent.

Under the CEBS exercise, each country applied its own stresses to their banks, modeling both for a “benchmark scenario” and an “adverse scenario”. But how adverse was adverse? The short answer is, “not very”, say analysts. The Irish regulator’s projected “adverse” development in property prices of 17 per cent this year, both for commercial and residential property, was hardly bearish. In the first quarter of the year, house prices had fallen nearly 19 per cent, according to analysts at Capital Economics. For next year, the test projected only a 5 per cent fall under the “adverse” scenario – less than Sweden, Belgium, the Netherlands and Germany, none of which is known for its property boom-and-bust. Capital Economics believes further falls of at least 20 per cent in Irish residential property prices are perfectly possible over the next year or two.

A test cynically calibrated to fix the result

By Wolfgang Münchau Published: July 25 2010

The third problem is the most severe, and knocks the credibility of the entire exercise. ***There was no provision for the possibility of sovereign default.***

Banks hold most of their bonds on their banking books – where they usually keep them until maturity – and a small minority on their trading books. The stress tests assumed some further loss only on the value of those bonds in the trading books. Yet the pricing of Greek bonds already implies a non-trivial probability of a default – and that would affect both books.

Certainly, the stress tests should be based on what one might call a plausible worst-case scenario, not one that represents the absolute worst. Nobody is asking the bank supervisors to stress-test the impact of an alien attack. ***But sovereign default in the case of Greece is not such a far-fetched scenario – even if you believe it to be unlikely. It is irresponsible for the stress testers to ignore that sort of event.*** That is like a car crash tester failing to consider the possibility of an oncoming vehicle.

10月のドゥーヴェル独仏会談後のメルケル独首相とトリシェECB 総裁の意見対立の理由を今一度述べれば、「Naked Lie」で押し通そうとするトリシェ総裁と、「Half Truth」を語ったメルケル首相の考え方の違いということになる。

しかし、「Complete Truth」ではない、「Half Truth」が「Naked Lie」よりもベターであるかは定かではない。

だが、来年には嘘を貫き通すことを困難にする一つの要因がある。

ユーロ圏諸国は、**ユーロ発足以来最大額の国債借り換えの必要性**に迫られているということだ。

Euro crisis fears grow amid debt moves

By David Oakley in London Published: December 12 2010

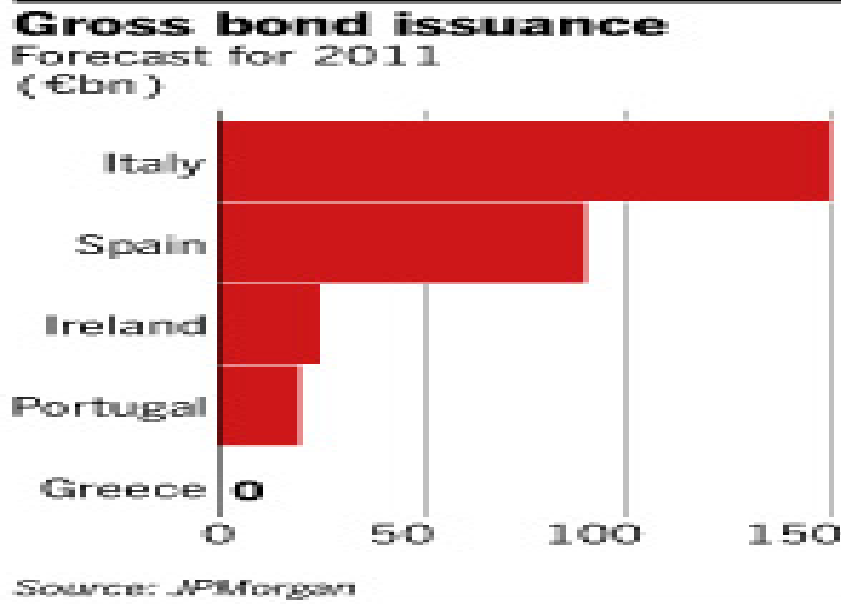
Eurozone countries have to refinance more debt next year than at any time

since the launch of the euro amid investors' warnings that the debt crisis in the region will intensify in the new year.

Eurozone nations will have to refinance or repay €560bn (\$740bn) in 2011,

€45bn more than 2010 and the highest amount since the launch of the

single currency in January 1999, says UniCredit, the Italian bank.



Italy, which has Europe's biggest debt market, is expected to issue up to €50bn of bonds in the first quarter of 2011, with a large amount expected in January.

*Portugal, which is of greater concern to markets, will also face growing pressures from the markets as worries mount that the country **will not be able to refinance €9.5bn of debt coming due in the middle of the year.***

欧州の政治家の目論見は、ここは周辺国の危機の性質をあくまでも「**Liquidity Crisis**」だとする嘘を貫き通し、その間に銀行にバランスシート改善努力をさせて、準備が整ったところで、「**Solvency Risk**」の存在を認めて、債務リストラクチャリングを実行するということなのかもしれない。

実際、経済史家 Harold James は、1980年代のラテン・アメリカ危機の際には、1982年にメキシコで危機が発生してから、1989年に Brady Bond が導入されるまで、アメリカ政府は「**Solvency Crisis**」の存在を認めず、つなぎ資金の供給で、真の問題の発覚を引き伸ばしてきたが、その時間稼ぎがあったおかげで、アメリカの銀行は体力をつける余裕が生まれ、1989年の債務リストラクチャリングがさほど打撃にならなかったと述べている。欧州は今、同じことをやろうとしているというのが James の評価だ。

Lachman の評価も同じだが、彼はそううまく行かないと考えている。

Desmond Lachman

European policymakers understand full well that a default in any peripheral country is almost certain to trigger contagion to the rest of the periphery. ***They are also highly cognisant of the fact that a wave of defaults in the periphery would more than likely precipitate a fullblown banking crisis in West Europe.*** These considerations would make one think that European policymakers in the north will not lightly turn off the financing spigot that presently keeps the periphery, and thereby the European banking system, afloat. Rather, one must expect that ***European policymakers will continue to kick the can forward in the forlorn hope that something might turn up to rescue the periphery. They might also do so in the hope that time might allow the West European banks to strengthen their balance sheets in a manner that would allow them to more easily absorb the shock of a sovereign debt default in the periphery.***

There was no institutionalized write-down of Latin American debt until five years after the crisis, when a haircut no longer threatened banks' stability. It was only at this moment that real lending for new projects could really begin. In the meantime, Latin America remained mired in what became widely known as “the lost decade.”

The contemporary European solution seems to be repeating the same time-buying tactics of the lost decade of the 1980's in the developing world. There is the same combination of international support, highly unpopular domestic austerity measures (which are bound to set off major protests), and the apparent absolution of banks from financial responsibility for problems that they produced.

Major European banks – in the United Kingdom, Germany, and France – have, like their 1980's predecessors, *built up a gigantic exposure to what they erroneously thought was safe debt. A substantial immediate haircut on the sovereign debt of the vulnerable eurozone countries would be so destructive that it would set off a new round of bank panics.* Recognizing this problem, banks can hold their host governments to ransom. That is why the crisis has become a challenge for the UK, Germany, and France.

結論として、今後の欧州の選択肢としてもっとも賢明だと思われるのは次のどちらかである。

1. **危機対応の焦点をソブリンから銀行に転換する。**(ロゴフがこれを指摘していたが、最近、ジョージ・ソロスも FT でそれに近いことを述べている)
2. あくまでも欧州の統合を重視し、ユーロの存続を是とするなら、**今後はユーロ圏の名義で国債を発行する。**(これはドイツの他のメンバー国への支援を恒久的、組織的なものにする試みに他ならないが、最近、ドイツの SPD のリーダーは、多くの留保条件をつけた上で、そのような方針を提唱している)

他方で、今後、実現しそうな選択肢は次のものである。

3. **ギリシャへの支援策と EFSF が続く 2013 年までは「Liquidity Crisis」への対応で押し通し、危機が拡大すれば、仕方なく、EFSF の資金枠と ECB の国債買い入れを増加させていく。**

それでも、万が一、欧州で銀行危機が発生した場合は、世界全体への波及が予想される。**アメリカが TARP を解散させたのが誤りだ**と考えるのはこのためだ。

日本政府は今後、**邦銀の EXPOSURE**に十分な注意を払うべきである。

Europe should rescue banks before states

By George Soros Published: December 15 2010

The authorities are making at least two mistakes. **One is that they are determined to avoid defaults or haircuts on currently outstanding sovereign debt for fear of provoking a banking crisis.** The bondholders of insolvent banks are being protected at the expense of taxpayers. This is politically unacceptable. **A new Irish government to be elected next spring is bound to repudiate the current arrangements. Markets recognise this and that is why the Irish rescue brought no relief.** Second, high interest rates on rescue packages make it impossible for the weaker countries to improve their competitiveness vis-à-vis the stronger ones. Resentment between creditors and debtors is liable to grow and there is a real danger that the euro may destroy the political and social cohesion of the EU.

Both mistakes can be corrected. **With regard to the first, emergency funds ought to be used to recapitalise banking systems as well as to provide loans to states.** The former would be more efficient than the latter.

Germany must lead fightback

Frank-Walter Steinmeier and Peer Steinbrück Published: December 14 2010

The required solution is a combination of ***a haircut for debt holders***, debt guarantees for stable countries and ***the limited introduction of***

European-wide bonds in the medium term, accompanied by more aligned fiscal policies. How would these three measures work? First, Greece, Ireland and Portugal urgently need to be released from a substantial part of their debt.

Painful spending cuts and structural reforms alone – of an extent unheard of in modern economic history – will not allow them to escape their debt

trap. In the interest of all of Europe, we need to restructure their debt. Debt

restructuring also has to be accompanied by measures to avoid contagion,

making it obvious that the eurozone is indeed our common destiny. Here,

Germany should be in the driving seat for more, not less European integration.

Financial markets expect an unambiguous political signal of the

irreversibility of economic and monetary union, and they expect it now.

And such a signal could be sent by introducing, in the medium term, new

European bonds – although to avoid any moral hazard they should cover only a

limited share of public debt.