国際経済学会関東部会発表論文（2014.12.20）

**ユーロ加盟と中東欧小国におけるカジノ資本主義の破綻－ラトヴィアとスロヴェニアの事例を中心に－**

小山　洋司

**I.　はじめに**

1990年7月、金融市場での資本移動がEU域内で完全に自由化された。1999年1月1日、EMU発足による単一通貨の誕生と2002年の現金のユーロの流通はヨーロッパの銀行業界を一変させた。西欧の銀行は旧東欧を含めてヨーロッパ全域で国境を越えてビジネスを展開するようになった（星野、2009、24-25頁）。この前後から、EU諸国の銀行の間の競争が激化した。ヨーロッパ規模でのグループ再編がなされ、そして、これらは中東欧に進出し、現地の企業や家計に積極的に融資した。

本論文は、クロス・ボーダーの資本移動の恩恵を受け、そしてまたそれに翻弄された中東欧の小国、ラトヴィアとスロヴェニアを取り上げる。どちらも人口200万人あまりの小国であるが、少し性格が異なる。堀林（2014）は、ボーレ/グレシコヴィチの研究に依拠しながら、ラトヴィアを含むバルト諸国を「国家が作り出した純粋な新自由主義」、スロヴェニアを「国家が作り出したネオ・コーポラティズム」と性格付けしている[[1]](#footnote-1)（63頁）。彼によると、「バルト三国の資本主義化国家戦略を規定した最も強い動機は、独立の維持、このことと関連して、過去とのラディカルな断絶であった。そのため当該諸国は、旧ソ連の経済システムとは最も遠い、そして米国の影響の強い、IMF・世界銀行などの国際機関が強く推奨するモデルを選択した」（138頁）。他方、「自主管理社会主義の伝統を有するスロヴェニアの国家戦略は、経路依存的な漸進的資本主義化であり、同国は、協調的労使関係を形を変えて存続させ、社会的包摂度の高い政策を選択した」（138頁）。

バルト諸国は2000年代の半ばに2桁の成長率で高度成長を遂げた。旧ユーゴを構成したスロヴェニアは90年代半ば以来、着実な成長を続けてきたが、2005年から2008年にかけて成長を加速した。どちらもバブル、一種のカジノ経済を経験した。EUに加盟して、多くの国民はEU-phoria[[2]](#footnote-2)（EUに加盟して幸せいっぱいの気分）に浸っていたようだ。このカジノ経済化には外資が大きく作用していた。両国とも2008年のリーマン・ショックで足をすくわれた。両国の事例には共通点と同時に違いも存在する。本稿[[3]](#footnote-3)の目的は、それらを検討し、中東欧小国にとってユーロの登場とEU加盟がもつ意味を考察し、両国の苦い経験から教訓を引き出し、EUの金融監督体制の今後の在り方を考える材料を提供することである。

**II.　ラトヴィア経済**

　この国の産業構造の概略は次のとおりである。農林業がGDPの約5％、製造業が約25％を占めている。主たる輸出品目は木材および家具などの木製品、鋳鉄・鉄鋼などのいわゆるローテク・中テク製品である。GDPの70％近くを占めるのが、サービス・セクターである。この中には商業、金融、運輸、海運業、保管、不動産、IT産業などが含まれる。

　ラトヴィアは1990年代初めに深刻な転換不況を経験したが、経済は1995年前後から上向きに転じた。1998年8月のロシア金融危機の影響を受け、翌1999年に停滞した（GDP成長率はラトヴィアでは3.3%、エストニアでは－0.1%、リトアニアでは－1.5%へと低下）ものの、2000年以降高度経済成長を遂げた。ラトヴィアは2005年から連続3年、2桁の経済成長を遂げ、エストニアは2005年から連続2年、2桁の経済成長を遂げた。こうした高度経済成長は、一つには積極的な外資導入策のおかげであった。EU加盟以前からすでにFDI流入額は非常に多かった。3国とも積極的なFDI誘致策（法人税率の引き下げ、等）をとってきた。21世紀に入っていったん落ち込んだものの、2004年のEU加盟頃からFDI流入は再び増加した。エストニアではFDI流入額の対GDP比は2005年には何と20.5%に達し、2007年まで2桁を記録した。ラトヴィアとリトアニアはエストニアほどではないが、いずれも巨額のFDIを誘致してきた。2006年までにEU-15（2004年以前にすでにEUに加盟していたEUコア諸国）に対して、購買力平価で見た１人当たりの所得は16ポイントも上昇し、所得面で急速な収斂を実現した。表面上うまくいっているように見えたが、インフレ率の上昇、賃金の上昇、経常収支赤字の拡大に見られるように、2005年頃には経済は過熱の兆候を見せていた[[4]](#footnote-4)。

**経済過熱の構図**

ラトヴィア経済の過熱の構図（図3）は次のように説明できる。90年代半ば以降、外国資本がラトヴィア経済に流入し、これが経済発展に大いに寄与した。対内FDIストックは2007年の時点で、72億2610万ユーロにのぼった。分野別の内訳を見ると、金融仲介が最も大きな割合（28.3%）を占め、ついで不動産・ビジネス活動（18.3%）、分類不能（13.1%）、商業・自動車修理（12.4%）、製造業（8.8%）、運輸・保管・通信（7.9%）、電気・ガス・水道（5.3%）が続く。このように製造業の割合は非常に小さい（Hunya, 2008, pp. 85-87）。FDIは近年主として小売り商業、不動産、金融サービスのような非貿易財セクターに流入した。



|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **表1　ラトヴィアの主要経済指標** | 　 | 　 | 　 | 　 | 　 |
| 　 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009\* |
| GDP成長率（前年比） | 8.0  | 6.5  | 7.2  | 8.5  | 10.6  | 12.2  | 10.3  | -10.3  | -17.7  |
| 工業生産成長率（前年比） | 6.9  | 5.8  | 6.5  | 6.0  | 5.6  | 4.8  | 0.5  | -6.7  | -18.1  |
| インフレ率（消費者物価、期末） | 3.2  | 1.4  | 3.6  | 7.3  | 6.7  | 6.5  | 10.1  | 15.4  | 3.5  |
| 一般政府財政収支 (対GDP比) | -2.1  | -2.3  | -1.6  | -1.0  | -0.4  | -0.5  | -0.4  | -4.2  | -9.7  |
| 粗賃金(期間平均、ユーロ) | 282  | 297  | 298  | 314  | 350  | 430  | 566  | 682  | 654  |
| 失業率 (期末) | 12.9  | 11.6  | 10.3  | 10.3  | 8.7  | 6.8  | 5.4  | 9.9  | 16.0  |
| 輸出 (100万ユーロ、当該年度価格) | 2,232  | 2,416  | 2,559  | 3,204  | 4,085  | 4,594  | 5,727  | 6,202  | 5,552  |
| 輸入 (100万ユーロ、当該年度価格) | 3,910  | 4,284  | 4,634  | 5,671  | 6,879  | 8,828  | 10,986  | 10,534  | 5,597  |
| 輸出/輸入比率 | 57.1  | 56.4  | 55.2  | 56.5  | 59.4  | 52.0  | 52.1  | 58.9  | 99.2  |
| FDI流入（対GDP比） \*\* | 2.1  | 2.7  | 2.3  | 4.4  | 3.1  | 8.3  | 7.8  | 4.0  | 0.4  |
| 経常収支 (対GDP比) | -7.6  | -6.6  | -8.1  | -12.9  | -12.3  | -21.1  | -22.8  | -12.6  | 8.6  |
| 出所： *Baltic Rim Economies*, No.4, 2009,p. 2. | 　 | 　 | 　 | 　 | 　 | 　 |

2001年には、バルト3国はいずれにおいても失業率は2桁を記録していた。失業率は徐々に低下していたが、2004年5月のEU加盟後、高い賃金水準に惹きつけられて、EU-15 、とくにイギリスへの労働移住が活発になった（図2）。失業者、低技能労働者および建設労働者が主にアイルランドとイギリスに移住（約11万人で人口の5%）。失業率は急速に低下し、2006年初めまでの2年間に失業率は2.5％下がって、7.75％になり、労働市場はかなり逼迫した。その結果、事実上の賃金インデクセーションと一緒に、名目賃金は2年間に加速的に上昇し、2006年第1四半期には対前年比19％以上の伸びを記録した。これは、生産性の伸びを大幅に上回るものであった（IMF, 2006a, pp. 9-11）。



金融サービスの自由化により、北欧、とりわけスウェーデンの銀行がバルト3国に進出し、それぞれが市場シェアの拡大競争を行った（図1）。対内FDIは比較的大きいが、毎年の経常収支はそれを大幅に上回った。国際収支表を見ると、ラトヴィアへのポートフォリオ投資（証券投資）の流入は小さい（2007年はマイナスを記録）。実は、金融勘定の中の「他の投資」（その実態は、圧倒的部分が外資系銀行の外国の親銀行からの借入れである）が対内FDIをはるかに上回っており、これが毎年の経常収支赤字の大部分をカバーしてきたのである（Banincova, 2010）。近年、ヨーロッパの大手銀行は、資金源としての一般顧客の預金への依存度が低下したので、ますますホールセール市場で資金を調達するようになっている（星野、2009年）。スウェーデンの銀行も国際金融市場（たとえばロンドンの）でスウェーデン・クローナと引き換えにユーロを取り入れ、それでラトヴィアの顧客に（ラトヴィアの子銀行を通じて）融資した[[5]](#footnote-5)。スウェーデンの銀行の対バルト3国戦略について、エストニアの学者は次のように述べている。「攻勢的なビジネス戦略を選択し、名目金利やその他のローン条件を自分の本国市場におけるそれときわめて似たレベルに設定した」（Hanson and Randveer, 2013）。こうして、ラトヴィアの家計と企業は比較的低い金利を享受できるようになった。民間セクター居住者への信用は2005年に65％近く増加し、ローンの対GDP比は70％になった。これは2000年のレベルの3倍で、EU-8の中で最高になった。家計の住宅ローンはますますユーロ建てになっていった（IMF, 2006a, p. 11）。不動産セクターがローン総額の半分近くを占めるに至った[[6]](#footnote-6)。UniCreditグループの調査班は、「高い消費の浮かれ騒ぎ」（*CEE Quarterly*, 03/2007）と表現していた。2007年4月に訪問したIMFの使節団は、「いま買い、後で払う」という思考様式が定着し、システミック・リスクを高めているとラトヴィア政府に警告した。バルト海の対岸で見ていたスウェーデン人は次のように指摘した。「市場シェアをめぐる彼らの闘争はバルト諸国での前例のないほどの信用膨張を煽り、住宅等の資産価格が爆発したが、それだけでなく、贅沢な車のような大きな財の目だった消費の極端な急増－すべて安易な融資によって賄われた－を伴った」[[7]](#footnote-7)。

この国の財政政策は拡張的であった。加えて、毎年GDPの3～4%に相当するEUのグラントの流入があった。この国の財政策はprocyclicalでもあった。当時、ラトヴィア好景気により税収は自然増を記録したが、この自然増の部分を貯蓄せず、秋の補正予算で追加的な支出で消化することが常態化していた。

2006年の経済成長率は12.2％であった。UniCreditグループの調査班は次のように見ていた[[8]](#footnote-8)。需要サイドでは、民間消費と資本形成が成長の主要なエンジンであった。他方、供給サイドでは、消費のニーズに奉仕するセクター、すなわち、商業、金融、ホテル・レストランおよび建設業が成長を主導した。製造業は平均よりも低い成長率で成長した。輸入は、輸出の2倍の速さで成長した（*CEE Quarterly*, 01/2007）。

消費ブームと住宅バブルを反映して、インフレ率は上昇した。インフレ率は2003年までは1.4%～3.6％の間を推移していたが、2004年には7.3％に跳ね上がり、2005年に7.0％、2006年に6.8%を記録。2006年11月に中央銀行は再割引率を50ベーシス・ポイント引き上げて5％にしたが、それでもインフレ率よりも低く（実質的にはマイナスの利子率）、経済の過熱を抑えるにはまったく不十分であった。2004年にEUに加盟した頃、ラトヴィアは2008年にユーロ導入の目標を掲げており、欧州中央銀行（ECB）の利子率と大きくかけ離れた利子率を採用しにくかったという事情はあった。それに加えて、国民が低金利の外貨建てローンを自由に組めるとき、ラットでの借入れの金利を上げたとしてもまったく効果はないであろう。



**引締め政策への転換**

　政府は楽天的であっても、外部の者はラトヴィア経済を大いに懸念していた。ユーロ採用の見通しが遠のいたのに、大幅な経常収支赤字とGDPの100％を超える対外債務を放置していたので、2007年2月、格付け会社S&Pは、ラトヴィアの信用格付けをstableからnegativeへと引き下げた。同年2月末から3月初めにかけて、通貨市場でラットは切り下げ圧力に晒され、中央銀行は数年ぶりに市場に介入せざるを得なかった。政府も重い腰を上げて、ようやく同年3月に総需要管理に積極的姿勢を見せ、大急ぎで次のようなインフレ抑制措置を打ち出した。（ⅰ）財政支出の抑制、（ⅱ）保有して3年未満の不動産の売却に対してキャピタル・ゲイン税を課すと共に不動産登録税を引き上げる、（ⅲ）借り手の合法的に申告した所得に基づいてローンを審査する、（ⅳ）不動産購入価格に占める借入金の割合の上限（max loan to value ratio）を設定する（EEM, May 2007）。ただし、議会の承認を得たのは7月のことであった。中央銀行は同年3月から5月にかけて2回の金利引き上げを行い、再割引率は5.0％から6.0％になった。それにより、住宅ローンの金利は2005年以来100ベーシス・ポイント上昇して、ユーロ建てで5.7％、ラット建てで7％になった（*EEM*, July 2007）。

　7月に導入された政府の措置は秋になって徐々に効きだした。資産価格低下し始め、10月には同年1月と比べて約12％低下した。第2次市場での住宅販売の数は低下し始め、負の資産効果を強め、消費者のムードに影響し始めた（EEM, January 2008）。2007年8月に起きたBNPパリバ・ショックも銀行間市場での資金調達コストを高め、銀行の融資活動を慎重にさせた（田中、2009）。2007年第4四半期には、実質GDPの成長率は9.6％へと低下し、加熱した経済は勢いを失い始めた。同年12月には小売売上高の増加率は前年比1.7％という6年ぶりの低さに落ち込み、工業生産は3カ月連続でマイナス成長を記録した（EEM, April 2008）。

　こうして、ラトヴィア経済はハード・ランディングした。住宅市場バブルは破裂した。首都のリガでは、2008年6月までの1年間にアパート価格は約25％も低下した。不動産セクターの減速は、今度は資産効果を通じて消費に、そして投資に否定的な影響を与えた（CEE Quarterly, 3/2008）。新規登録自動車の数は同年3月には対前年同期比49％も減少した。建設業も低調であった。経済成長率は2006年の12.2％から2007年には10.3％へ、そして2008年第2四半期には‐1.9％へと急激に減速した。対照的にインフレ率は2008年に15.5％へと上昇した。まさにスタグフレーションであった。

　ラトヴィア経済は2007年12月に不況に陥ったところに、2008年9月のリーマン・ショックが付け加わった。同年10月、ラトヴィア第2位の銀行パレックス銀行Parex Bankが非居住者の預金の突然の流出に見舞われた。ラトヴィアの上位の銀行の内訳を見ると、国内の（土着の）銀行が4行入っており、マーケット・シェアは29.5％であった。残りの70.5％は外資系の銀行6行が占めており、うち3行はスウェーデンの銀行（Hansabankaがマーケット・シェア21.7％で第1位、SEB Unibankaが14.1％で第3位、Nordeaが8.3％で第5位）であった（CEE Quarterly, July 2008）。エストニアとリトアニアでは外資系銀行が圧倒的に支配している（2007年には、それぞれ銀行セクターの資産の98.7％と85.3％を占めていた）。それが幸いして、両国は危機に対応することができた。パレックス銀行[[9]](#footnote-9)は非居住者（ロシアおよびCIS諸国）の預金を獲得して急成長した土着の銀行であるが、外資系銀行の後ろ盾がなかったので、グローバル金融危機に対応することができなかった。同年11月初め、政府は同銀行を接収した。

　同年12月にスウェーデンとデンマークの中央銀行がラトヴィアの救援に駆けつけ、ラトヴィア中央銀行とスワップ協定を締結した。その後まとまった救済パッケージは、IMFの約17億ユーロのローンのほかに、EU、世銀および北欧など数ヵ国からのローンからなり、総額75億ユーロになったが、この額はラトヴィアの2008年のGDPの3分の1に等しかった。こうした支援により、ラトヴィアの金融市場は何とか持ちこたえたが、国際的にはハイリスク国と見られ、国際的信用市場からの借入れが困難となった。

ところで、EUとIMFからの支援には厳しい条件が付いていた。ラトヴィア政府は政府支出を抑制し、財政赤字をGDPの5％にまで減らすことを約束させられた。ところが、2009年4月までに、政府収入の減少が予想以上に劇的だということが判明し、そのため、2009年度の財政赤字は少なくともGDPの9％にのぼる、と財務省は発表した。緊縮的財政政策を守るという点では、EUとIMFの態度は非常に厳格であった。EUとIMFは、5月末に想定された約17億ユーロ相当の救済パッケージの第2トランシュの引き渡しを拒否した。

2009年5月末までに、ラトヴィア中央銀行の外貨準備は対前年同期比で約40％も減少し、に日に日に減少しつつあった。それで、6月第1週、当局が公債オークションで財務証券の買い手を見つけることができなくなり、ソヴリン・デフォルトが迫った。翌週、overnightのRigibor（リガのインターバンク市場の金利）が20％以上に跳ね上がったが、これは銀行間貸付けが枯渇しつつあることを示していた。先物市場ではラトヴィア・ラットが名目額の50％で取引された（Leitner, 2009, p. 60）。

この頃、ラトヴィアの外でも中でも（政府内部でも）ラットの切り下げの可能性がささやかれた。しかし、通貨切り下げは一面ではラトヴィアの輸出製品の国際競争力を強めるが、他面、外貨建てローン返済の負担が重くなる。そこで、ラトヴィア政府は名目的な切り下げをあきらめ、「国内的切り下げ（実体経済の調整）」を選択した。主として賃金の切り下げ、年金の切り下げ等を通じて国内物価の引き下げを実現し、輸出の競争力強化を目指す道を選んだ。政府は、公共セクターの賃金総額を名目で20％削減することに加えて、働いていない年金生活者に対しては年金の10％、まだ働いている年金生活者のための年金の70％削減、老齢年金と家族手当の10％削減を含む提案と共に、2010年予算の公共支出から5億ラット削減の大なたを振るう計画を打ち出した。医療費と教育費は厳しく削減され、この国の73ある入院患者の病院の3分の2および12の学校が閉鎖されると発表した。苛酷な措置のほんの2、3を挙げると、個人所得の非課税最低限は60％引き下げられ、児童手当は10％削減された（Leitner, 2009, p. 60）。

　筆者は2010年当時、耐乏政策を余儀なくされたラトヴィアかなり長期にわたって停滞するだろうと考えた（小山、2010）。ところが、筆者の予想に反して、ラトヴィアは隣国のエストニアやリトアニアと同様、その後V字回復を遂げた[[10]](#footnote-10)。その理由は、第1に、内部的切り下げ（賃金や年金の削減等を通じた）によって国際競争力を高めようとする人びとの涙ぐましい努力、第2に、ロシアへの輸出の急速な増加であった（Astrov, et al., 2013, p. iii）。

**Ⅲ.　スロヴェニアの事例**

**サクセス・ストーリー**

スロヴェニアはユニークなポスト社会主義国である。この国は1990年代初めに二重の移行を実施した。すなわち、自主管理社会主義経済から資本主義的市場経済への、そして地域経済から国民経済への移行である。1991年には独自の通貨トラルを採用した。旧ユーゴから分離独立は平和的には実現できなかった。対外的に比較的保護されてきた旧ユーゴ市場を喪失した。以前から西側との経済交流は強かったが、失った旧ユーゴ市場を埋め合わせるため、いっそう西側市場に食い込む努力をせざるを得なかった。

移行に際してIMFや世界銀行のような国際金融機関のアドバイスには必ずしも忠実ではなかった。旧社会主義諸国は市場経済への転換に際して、いずれも転換不況を経験したが、この国では転換不況は比較的軽く、国家財政や経常収支の状況も深刻ではなかった。それゆえ、IMFからの圧力にはそれほど影響を受けることはなく、漸進主義的アプローチをとることができた（Crowley and Stanojevic, 2011, p. 8）。

　この国は「ネオ・コーポラティスト的」で「調整された市場経済」と呼ばれる。そう呼ばれるのは、ポスト共産主義国でEUに加盟した10カ国の中で、スロヴェニアだけである。このような特徴をもつ資本主義国が登場した事情をクロウリーとスタノエヴィチは次のように説明する[[11]](#footnote-11)。自主管理社会主義の伝統を受け継ぎ、労働組合の組織率が比較的高く、組合の動員力は強かった。1992年、年率200%近いインフレを克服するために、中道右派政権（Demos）は賃金を凍結し、団体協定を停止し、社会的安定に関する協定草案を一方的に発表した。これに憤慨したスロヴェニア自由労働組合連盟は1992年3月18日に大規模な警告ストを組織した。以後、ストライキの波が続いた。その結果、政府は賃金凍結を解除し、1か月後退陣に追い込まれ、中道左派のスロヴェニア自由党（党首はヤネズ・ドルノフシェク）を中心とする連立の暫定政権が登場した。1992年3月のゼネストは、インフレの問題は労働組合の事前の同意なしには解決できないだろうというシグナルを将来のすべて政府に送った。政府は、労働組合や経営者と一緒に中央レベルでの交渉で賃金制約を設ける政策を追求し、1994年の最初の社会協約で、その年の所得政策のためのパラメーターを設定しただけでなく、社会的対話のプロセスを制度化する経済社会評議会を設置した。企業の経営者は法律で経済会議所に加盟することが義務づけられていたので、組織率はほぼ100%であった。彼らは中央での交渉による賃金レベルの決定という方式を次善のオプションとして受け入れた。コーポラティスト的メカニズムの制度化は、中道左派が12年間も権力にとどまるのを助けた（Crowley and Stanojevic, 2011, p.14）。これは、当事者が穏やかな賃金上昇に合意し、インフレ率の引き下げを可能にした。これにより、その後スロヴェニアはいち早くマーストリヒト収斂基準を満たすことができ、早期のEMU加盟が可能になった。

この国の技術レベルは比較的高く、国際競争力も比較的高い。生産的資産の外国への売却には慎重であった。FDIの誘致にはそれほど熱心ではなく、実際、対内FDIの額は比較的少ない。むしろ対外FDIに積極的であった。とくに1999年のコソボ戦争終了後西バルカンが安定する兆しを見せると、この地域へ積極的に直接投資。この国では概して、対内FDIに対しては比較的警戒心が強かった。2002年には例外的に多額のFDIが流入したが、この年を別とすれば、2007年までは対外FDIが対内FDIを上回る。多くの人々が銀行や企業のR&D部門は自国の手中に維持することの重要性を認識していた。

人口200万の小国であるので当然のことだが、貿易依存度は高い。貿易相手国は大半がEU諸国である。2010年には、輸出総額の70.9％はEU-27向けであり、輸入総額の76.8％はEU-27から来たものであった。この国は工業国である。2006年のデータでは、農林漁業はGDPの2.0%しか生み出していない。工業が24.0％、建設業が5.4%を生み出している。残りは、商業、金融、運輸・通信を含むサービス・セクターによって生み出されたが、貿易財の生産では圧倒的に工業が優位であり、それは、対EU諸国貿易の輸出品目の上位10位をすべてを製造業製品が占めていることから分かるであろう。

1990年代半ばに、現地銀行の買収という形で西欧の銀行がスロヴェニアにも進出した。他の中東欧諸国では銀行セクターに占める外資の割合は90％前後であるのに、この国では銀行セクターに占める外資の割合は低くて約40％である。2012年12月末の時点で銀行が17行（うち7行が外国銀行現地法人）、外国銀行の支店が3店舗および貯蓄銀行が3行営業している。欧州大陸の他の国々と同様、この国ではユニバーサル・バンキング制度がとられている。政府が所有する株式の割合はそれほど高くないように見えるが、大手の銀行新リュブリアナ銀行（NLB）と新マリボール信用銀行（NKBM）の過半数株を所有している点を見落としてはならない（Bank of Slovenia, 2006, 2012）。

**ブーム期（2005-2008年）**

　1993年から2004年にかけて比較的釣り合いのとれた社会経済発展が続いた。経常収支の赤字や財政赤字は小さく、毎年平均4％という穏やかな成長率ではあったが、GDPは着実に成長した。2004年10月の総選挙で自由民主党を中心とした連立与党（中道左派）が敗北し、野党であった民主党が勝利し、中道右派の連立政権（首相はヤネズ・ヤンシャ）が発足した。中道右派政権は新自由主義的な改革に乗り出した。政府は2006年にコーポラティスト的調整ネットワークを意図的に解体しようと企てた、法改正して、大企業を代表していた主要な商業会議所への加盟を義務制から任意性に変えた。政府は、保有する大企業の株式の売却を示唆して経営者たちの同意を取り付けたのである。これにより経済社会評議会は事実上機能を停止した。

|  |
| --- |
| **表2　スロヴェニアのマクロ経済指標** |
| 　 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
| GDP成長率 | 2.5  | 4.3  | 4.5  | 5.8  | 6.8  | 3.5  | -7.8  | 1.2  | -0.2  | -2.0  |
| 家計消費（前年比） | n.a. | 3.0  | 2.8  | 2.8  | 5.3  | 2.5  | 0.2  | 1.4  | 1.0  | -2.0  |
| 総固定資本形成（前年比） | 6.3  | 7.3  | 2.5  | 10.3  | 11.9  | 7.1  | -23.2  | -13.7  | -8.1  | -9.5  |
| 工業生産（前年比） | 1.4  | 4.9  | 3.5  | 5.7  | 7.1  | 2.4  | -17.3  | 6.2  | 2.1  | 0.0  |
| 建設業生産（前年比） | -1.7  | 2.5  | 3.0  | 15.3  | 18.4  | 15.5  | -20.9  | -16.9  | -25.6  | -17.0  |
| 失業率 | 6.7  | 6.3  | 6.5  | 6.0  | 4.8  | 4.4  | 5.9  | 7.3  | 8.2  | 8.9  |
| 消費者物価上昇率 | 5.6  | 3.6  | 2.5  | 2.5  | 3.8  | 5.5  | 0.9  | 2.1  | 2.1  | 2.8  |
| 利子率（政策金利） | 5.0  | 3.3  | 3.8  | 3.8  | 4.0  | 2.5  | 1.0  | 1.0  | 1.0  | 0.75  |
| 財政収支（対GDP比） | -1.4  | -1.3  | -1.4  | -1.3  | 0.5  | -1.9  | -6.0  | -5.7  | -6.4  | -3.7  |
| 政府債務（対GDP比） | 26.5 | 25.8 | 25.3  | 24.7  | 23.4  | 22.0  | 35.0  | 38.6  | 46.9  | 54.1  |
| グロスの対外債務（対GDP比） | 54.5 | 58.6　 | 71.4 | 77.6 | 100.8 | 105.3 | 113.3 | 114.4 | 111.2 | 111.5 |

出所：Bank of Slovenia, Annual Report, various issues.

このあたりで、スロヴェニアは従来の発展のルートから外れた。ヨーロッパの普通の国と変わらなくなる。メンツィンガー（Mencinger, 2013）は、2005年から2008年にかけての4年間は「ギャンブルの時期」と呼んでいる。彼は皮肉を込めて、「時代遅れの」（土着の）メンタリティは「モダンな」考え方に置き換えられたと言う。つまり、富は、金融的深化、企業買収、および本国や外国でのさまざまなファンドによる高い利回りの証券によって生み出すものだ、という考え方[[12]](#footnote-12)が広まったというのである。

GDP成長率は2006年に5.8％、2007年には6.8％を記録した。総固定資本投資も2005年には対前年比の伸び率が2.5％であったのに、2006年と2007年には2桁の伸び率を記録した（表）。2007年に急速に成長したセクターは、建設業（18.4％）と金融仲介業（12.1％）であり、次いで製造業（8.3％）と小売商業（7.6％）であった。建設業は2005年には3.0％の成長であったのに、2006年から3年連続2桁成長を記録した。とくに2008年の第1四半期には前年同期比32.5％を記録した。GDPに占める建設業の割合は5.8％から8.5％へと高まった。リュブリアナ証券取引所指数（SBI指数）はそれまでの名目GDP成長率の動きとだいたい一致していた。ところが、2006年の初めにおける約4,300から2007年秋には12,000超（ピーク）へと2年もしないうちに3倍近くも急上昇した（Mencinger 2013）。

**ERM IIへの参加と「金融政策の真空状態」**

2004年6月、スロヴェニアはEMU加盟（＝ユーロ導入）の前段階としてERM II（Exchange Rate Mechanism II）に参加した。スロヴェニア通貨のトラルはユーロに対して非常に小幅でしか変動しなくなった。これは金融仲介セクターに重要な変化をもたらした。ソヴリン・リスク・プレミアムが低下し、トラルの名目金利がユーロ圏の金利へと収斂、つまり低下した。家計の預金のかなりの部分が外国の証券の購入に向かい、純ポートフォリオの流出が増加した[[13]](#footnote-13)。これは国際収支表でも確認できる。同時に、安価な資金が豊富に外国から流入した。まだユーロ圏には正式に加盟していないものの、金融の分野では、ユーロ圏の経済とスロヴェニア経済との間の垣根は事実上なくなった。もちろん中央銀行が存在するものの、独自の金融政策は事実上もてなくなり、「金融政策の真空状態」（Bole, et al, 2013, p.5）が作り出された。

資本市場が形成されてから歴史も浅く、スロヴェニアの企業は主として負債による資金調達（debt financing）に依存していた。1990年代には銀行間の競争は激しくなかった（World Bank, 1999, p. 65）。ところが、冒頭でも述べたように、単一通貨ユーロの誕生と2002年の現金のユーロの流通はヨーロッパの銀行業界を一変させた。そのため、スロヴェニアでも銀行間の競争が激化した。国家のコントロール下にある銀行もこの動きから逃れることができなかった。くわえて、銀行のトップ・マネジメントのための報酬スキームが存在。「投げ売り価格」（Bole, et al, 2013, p. 6）とさえ呼ばれるような低金利で、銀行は融資を増やした。融資の担保は多くの場合、不動産であるが、それだけには限らない（有価証券もある）。当時、資産価格が急上昇していたので、利用可能な担保は豊富にあった。

 **図4　非金融企業に対する100万ユーロ超のローンの金利**



出所：Bank of Slovenia, Annual Report 2007, p. 35.

Boleらは、企業の債務が累積するプロセスではfinancial acceleratorが作用したと指摘する。つまり、融資の際の担保は、好況期においては、資産価値が上昇するので、銀行は追加的に企業に融資することが可能になる。非金融法人への信用は2005-2008年に2倍になり、非金融法人の債務はGDPのほぼ90%に達した（Bole, et al, 2012）。

**リーマン・ショック**

2008年9月のリーマン・ショックにより、まずインターバンク市場が逼迫したので、スロヴェニアの銀行は追加的資金を獲得することができなくなった。国際ホールセール金融市場も逼迫し、ここで資金を取り入れることも難しくなった。そのうえ、外国の銀行はスロヴェニアの銀行への信用供与を減らし始めた。したがって、国内の銀行は経済（企業・家計）への融資を減らさざるを得なかった。そのため、企業に提供される融資は激減した。企業相互間のキャッシュ・フローが減少した。2009年に入ると、外部の需要、とくにEU市場での需要が顕著に低下し、輸出が減少した。それに伴い生産活動も減退した（図）。



経済が不況に見舞われると、前述のfinancial accelerator が逆の作用をした。つまり、担保の資産価値が低下したので、担保を積み増す必要が生じた。銀行の顧客政策も信用供与に際して、時価評価（“mark to market”）からリスクを織り込んだ評価（“mark to risk”）へと顧客へのアプローチを変えた。以前とは対照的に、銀行は信用供与に慎重になり、担保の要件を引き上げた。2008年から2011年にかけて平均のcollateral coverageは0.87から1.2へと高まる。銀行は、借り手側の需要を満たすのに十分な融資可能な資金を欠いていたので、銀行は信用割当（credit rationing）を始め、融資の伸びは大幅に落ち込んだ。危機以前と比べると、企業のキャッシュ・フローは大幅に減少したので、買い手－供給者の間での支払遅延が広まったが、これは不況をいっそう強めた（Vole, et al, 2011）。

企業はそれぞれ経済危機を生き延びるために努力したが、破産に追い込まれる企業も多かった。とくに深刻であったのは建設業である。グローバル危機勃発後、住宅需要が減少した[[14]](#footnote-14)。過去3年間毎年実質で2桁の成長をしてきた建設セクターでは、2008年第4四半期には販売されたアパートの数が前年比で50％も減少した（CEE Quarterly, 02/2009）。いくつかの公共施設の建設[[15]](#footnote-15)はグローバル金融危機以前に完了していたが、政府や自治体は財政赤字削減のため計画されていた公共事業を縮小した。そのため、建設セクターにおける投資額は2011年においては危機以前のわずか50％へと低下した。こうして、建設業の産出高は劇的な落ち込みを記録し、きわめて多くの建設会社が破産に追い込まれた。

**国際的な資金循環**

　経常収支赤字の対GDP比は2003年、2004年、2005年、2006年にはそれぞれ-0.8％、-2.6％、-1.7％、-2.5％であり、比較的小さかった。経常収支赤字は2007年に-4.8％、2008年に-6.2％と拡大した。この間の財政赤字は比較的小さかった。2003年から2006年にかけて財政赤字の対GDP比は1％台であり、2007年には0.5％の黒字を記録した。2008年には財政収支は

|  |
| --- |
| 　**表3 スロヴェニアの国際収支表 (100万ユーロ)** |
| 　 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
| 経常収支 | -195.7  | -719.7  | -497.6  | -771.0  | -1,646.2  | -2,294.9  | -246.1  |
| 財の貿易収支 | -542.8  | -1,008.8  | -1,025.8  | -1,151.0  | -1,665.9  | -2,385.4  | -497.9  |
| 　　　　輸出 | 11,417.1  | 12,932.8  | 14,599.2  | 17,028.3  | 19,798.5  | 20,295.0  | 16,410.4  |
| 　　　　輸入 | -11,959.9  | -13,941.6  | -15,625.0  | -18,179.3  | -21,464.4  | -22,680.4  | -16,908.3  |
| 　サービス貿易収支 | 540.2  | 687.6  | 920.0  | 992.7  | 1,047.0  | 1,423.7  | 1,165.1  |
| 　　　　輸出 | 2,464.9  | 2,782.6  | 3,213.5  | 3,572.4  | 4,145.2  | 4,956.5  | 4,347.0  |
| 　　　　輸入 | -1,924.7  | -2,095.0  | -2,293.5  | -2,579.7  | -3,097.9  | -3,532.8  | -3,181.9  |
| 　所得勘定 | -218.7  | -322.1  | -295.2  | -439.8  | -788.5  | -1,029.9  | -754.1  |
| 　経常移転 | 25.7  | -76.5  | -96.6  | -172.8  | -239.1  | -303.3  | -159.2  |
| 資本・金融勘定 | 45.7  | 697.6  | 970.4  | 1,091.5  | 1,919.7  | 2,597.1  | 174.6  |
|  資本勘定 | -165.5  | -96.1  | -113.9  | -131.5  | -51.9  | -25.4  | 14.0  |
|  金融勘定 | 211.2  | 793.7  | 1,084.3  | 1,223.0  | 1,971.5  | 2,622.5  | 160.6  |
|  直接投資（対外） | -421.3  | -441.0  | -515.6  | -687.0  | -1,362.3  | -1,002.1  | -186.9  |
|  直接投資（対内） | 270.5  | 665.2  | 472.5  | 513.3  | 1,106.4  | 1,329.5  | -469.7  |
|  ポートフォリオ投資 | -223.0  | -637.1  | -1,313.4  | -1,442.5  | -2,255.4  | 572.2  | 4,627.6  |
|  その他投資 | 849.2  | 944.9  | 2,639.5  | 1,570.9  | 4,358.4  | 1,655.9  | -3,975.5  |
|  資産 | -730.3  | -1,307.9  | -1,458.8  | -1,939.2  | -4,695.5  | -322.1  | -267.3  |
|  ローン | -223.4  | -281.0  | -339.8  | -733.2  | -1,895.1  | -324.6  | -0.7  |
|  商業銀行 | -128.3  | -205.3  | -234.6  | -476.1  | -1,706.7  | -231.4  | -30.4  |
|  その他のセクター | -95.1  | -75.6  | -105.2  | -257.1  | -188.4  | -93.2  | 29.7  |
|  預金 | -322.8  | -720.4  | -871.8  | -743.0  | -2,408.0  | 140.5  | -602.9  |
|  商業銀行 | 303.9  | -0.8  | -447.3  | 37.1  | -870.5  | 308.8  | -623.2  |
|  その他のセクター | -526.7  | -719.6  | -424.5  | -780.1  | -664.2  | -652.0  | -760.1  |
|  負債 | 1,579.5  | 2,252.5  | 4,098.3  | 3,510.1  | 9,053.9  | 1,977.9  | -3,708.3  |
|  ローン | 1,123.2  | 1.671.1 | 2.731.4 | 2.063.6 | 3.841.1 | 1,868.6  | -2,910.8  |
|  商業銀行 | 659.7  | 961.3  | 2,465.3  | 1,442.6  | 3,354.5  | 1,227.8  | -2,962.9  |
|  その他のセクター | 529.4  | 705.1  | 292.9  | 735.9  | 529.4  | 669.6  | 72.2  |
|  預金 | 428.2  | 335.1  | 1,052.6  | 998.2  | 4,726.7  | 189.8  | -318.8  |
|  商業銀行 | 428.2  | 236.3  | 1,050.9  | 991.2  | 1,182.1  | 146.8  | -74.6  |
|  その他のセクター | -31.1  | 32.5  | 23.0  | -30.3  | -13.2  | -7.5  | -27.1  |
| 準備資産 | -264.2  | -255.9  | -188.8  | 1,280.8  | 139.6  | 21.0  | 167.2  |
| 誤差脱漏 | 150.0  | 22.2  | -472.8  | -320.5  | -273.5  | -302.2  | 71.5  |
| 出所： Bank of Slovenia, *Monthly Bulletin*, February 2013, pp. 50-59. |

再び赤字になり、対GDP比1.9％を記録した。ところが、グロスの対外債務はそれを上回る速さで増加した。グロスの対外債務の対GDPは2003年における54.5%から2008年には105.3%に達した。これは一見謎だが、それを解く鍵は金融勘定にある。対外債権も増えていると同時にそれ以上に急速に対外債務が増加したのである。

前述のように、スロヴェニア経済とユーロ圏経済との間の垣根は事実上なくなった。2007年には居住者による外国証券の購入や外国での預金という形での資金の流出が増えた。同時に、スロヴェニアの銀行国際ホールセール金融市場やユーロシステムで資金を取り入れた。国内の資金だけでは不足していたし、国内の民間セクターの強まる資金需要を満たすためでもあった。中央銀行の2008年度の年次報告書は次のように言う。「企業はほぼ全面的に銀行ローンを経由して資金調達するのに、家計の貯蓄のような国内貯蓄は一部しか銀行に行かない。銀行に向かわなかった貯蓄は外国のノン・バンク金融機関に向かい、それから銀行による外国での借入という形で戻る」（Bank of Slovenia, 2008, p. 7）。

金融勘定のうち「その他投資」の負債の部を見ると、銀行の負債は2003年末における6億5970万ユーロから2007年末には33億5450万ユーロへと4年間に5倍強も増加した。同じく「その他の投資」の負債の部で、銀行の預金は2003年末における4億2820万ユーロから2007年末には11億8210万ユーロへと2.8倍も増加した。外国からのローンと非居住者の預金は合わせて2006年には約24億ユーロ、2007年には約45億ユーロにのぼった。国内の民間セクターへの銀行の信用供与は2006年には約42億ユーロ、2007年には約68億ユーロであったので、2006年には銀行はそれの半分以上を、そして2007年には3分の2を外国からの借入れでまかなったことになる（Bank of Slovenia, 2007, p. 35）。銀行の外国からの借り入れは2007年にはGDPの12%にのぼった（Mencinger, 2013）。

2008年のリーマン・ショック以後は、国際的な資金の流れは逆転する。国際収支表の金融勘定のうち「その他投資」の負債の部では、商業銀行へのローンは、2008年をトータルして見ると、プラスであるが、2007年と比べると激減。商業銀行によるローンの返済はその後も続き、外国への還流の額は2009年には29億6000万ユーロ、2010年には7億3000万ユーロ、2011年には14億6000万ユーロ、2012年には12億9000万ユーロであった。商業銀行への非居住者による預金も2008年には激減し、2009年にはマイナスに転じ、この年の減少額は7500万ユーロ、2010年には7億2000万ユーロ、2011年には8億ユーロ、2012年位は6億7000万ユーロであった。IMFのカントリー・レポートは、グローバル危機が始まって以来2012年末までの約4年間に、外国の銀行はスロヴェニアの銀行への純エクスポージャー（貸付け）を約96億ドル（2012年のGDPの約21%に相当）減らしてきたと指摘している（IMF, 2012）。

**危機への対応**

　2008年9月のリーマン・ショックの直前に総選挙が行われ、中道右派政権は敗北し、中道左派の連立政権（首相は社会民主党の党首ボルート・ポハール）が発足した。新政権はグローバル金融危機への対応に遅れ、その後も国内で深まる危機への対応に苦慮した。『新興ヨーロッパ・モニター』は、「スロヴェニアは、銀行システム防衛のために介入する国々が増える中で介入する最後の国になった」（*EEM*, December 2008）と指摘している。

**二番底の不況**

2010年のユーロ圏平均のGDP成長率は1.7％であった。ユーロ圏への輸出が幾分増加したおかげで、ようやく2010年第2四半期になって経済は上向き、この年のGDP成長率はプラスの1.2%を記録。ところが、2011年には経済活動は再び弱まった。3年連続マイナス成長。二番底の不況に陥った。全体的に調子が悪い中で、輸出志向の製造業は健闘した。EU市場はこの国の輸出の70％を占めているので重要である。2011年にギリシャを始めユーロ圏周縁部の債務危機の影響でユーロ圏への輸出が減少したときも非ユーロ圏（旧ソ連諸国など）への輸出に力を入れ、2012年まではわずかながらも輸出は増加し続けた。

むしろ二番底不況の最大の要因は国内にあった。①大量の不良債権の発生。とくに多いのは建設セクターと金融持ち株会社である。これらの企業に積極的に融資したのは国家が過半数株を保有する3大銀行であった。これらの銀行の危機対応も遅れた。当初、「自分のバランス・シートに大量の不良債権を抱えることになったが、損失を認めたがらず、根底にある本当の問題を隠すために、銀行は状況の好転を願って、不良資産を自分のポートフォリオに維持した」[[16]](#footnote-16)。しかし、結果的には大量の不良債権を抱えることになり、銀行は不良債権処理に追われた。銀行は債務の圧縮を続けた。つまり、外国の銀行へ債務を返済すると同時に、国内では非金融企業と家計への貸付けを年々減らし続けた。②破産を免れた企業も債務圧縮の努力を続けたし、銀行からの融資も減少したので、企業による投資も年々減少した。③政府の財政再建がスタートした。長年、この国は健全財政（小幅の赤字）を維持してきたが、グローバル金融危機以後、不況のため税収が減少すると同時に、社会的な支出が増えた。それに加えて、政府は銀行システムを守るために、たびたび資本注入を行わざるをえず、財政赤字が拡大した。欧州委員会からの強い指示もあり、財政再建が急務となった。政府は耐乏措置をとり、政府消費を減らした。④失業率が上昇し、賃金も減少し、将来の展望も見えない中で、家計の消費は伸び悩み、2012年には減少した。これらの要因が相乗的に作用して、不況を深めた。

**銀行システムの危機**

　以上の要因は、他の国にも多かれ少なかれ同様に存在する。スロヴェニアではとりわけ銀行システムが深刻な問題を抱えるに至った。銀行システムの債権総額に占める不良債権の割合は2011年末の11.2%から2012年には14.4%へと高まった。とくに3大銀行は、その比率が同じ期間に15.6%から20.5%へと高まる。中でも企業へのローン総額の約3分の1は不良債権であった（IMF, 2013）。

|  |
| --- |
| **表4　スロヴェニア銀行システムの損益計算書** |
| 　 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 |
| 純利子所得 | 939.6  | 65.2% | 1,047.3  | 70.2% | 1,017.0  | 70.3% | 886.2  | 56.6% |
| 純非利子所得 | 500.5  | 34.8% | 443.7  | 29.8% | 429.3  | 29.7% | 679.7  | 43.4% |
| 総所得 | 1,440.2  | 100.0% | 1,491.0  | 100.0% | 1,446.8  | 100.0% | 1,565.9  | 100.0% |
| 営業費用 | 770.0  | 54.0% | 778.7  | 52.2% | 776.6  | 53.4% | 742.7  | 47.1% |
| 人件費 | 422.3  | 29.3% | 420.5  | 28.2% | 416.4  | 28.8% | 399.6  | 25.5% |
| 純所得 | 663.2  | 46.0% | 712.4  | 47.8% | 670.2  | 46.3% | 823.2  | 52.6% |
| 引当金および減損処理 | 501.0  | 34.8% | 811.3  | 54.4% | 1,206.8  | 83.4% | 1,592.0  | 101.7% |
| 税引き前の利益 | 162.1  | 11.3% | -98.9  | -6.6% | -536.5  | -37.1% | -768.7  | -49.1% |
| 租税 | -39.1  | -2.7% | 2.6  | 0.2% | 94.5  | 6.5% | 22.1  | 1.4% |
| 純利益 | 123.0  | 8.5% | -96.3  | -6.5% | -442.0  | -30.5% | -746.6  | -47.7% |
| 備考：単位は100万ユーロ。右の欄は構成比。 |
| 出所：Bank of Slovenia, *Annual Report 2012*, p. 22. |  |  |  |  |

中央銀行の年次報告書は、スロヴェニアの銀行システム全体の損益計算書（表4）を発表しているが、それによると、引当金および減損処理は毎年増加し、2010年には税引き前利益は赤字に転じた。以後、3年連続で税引き前の損失を記録した。2012年にはその額は総所得を上回った。政府が銀行システムの支援に乗り出してからは、銀行の信用問題が政府の債務問題に変わりつつある。2010年秋以来、格付け機関はスロヴェニアの格付けをたびたび引き下げた。国際金融市場で非常に高い利回りを約束しないと、国債を引き受けてもらえなくなるし、民間の銀行の借入れに際して高い金利を要求されるようになった。

**国民の負担による銀行システム救出**

2013年5月、政府は2013-14年国家改革プログラムを発表した。このプログラムは、2012年ヨーロッパ・セメスターの内部でスロヴェニアに対してなされた国特有の勧告の大部分を反映している。このプログラムは、民営化手続きと並行して、対内FDIの形で新鮮な資本を民間セクターに確保すべきだと強調している。同年6月、議会は、15企業（航空会社、空港、港湾、道路、電話会社、等）において政府が保有する株式を売却するという政府の計画を承認した。

2012年10月、バッド・バンク（銀行資産管理会社BAMC）を創設する金融安定法が制定された。BAMCは、最高監査機関と議会の監視に従う。最高40兆ユーロ（GDPの約11%）の政府保証債を発行することができる。BAMCは、毀損した資産を銀行から買い取るが、それの速やかに解決するための手段と権限をもつことになる。BAMCが関与する破産手続きは6カ月以内に完了することになる。銀行のストレス・テストの結果が2013年12月12日に発表：3大銀行の資本を増強するために30億1200万ユーロ（GDPの8.6％）が必要。同年12月18日に欧州委員会の承認を得て、3行の不良債権のBAMCへの移管およびスロヴェニア政府による資本注入が実施された（その結果、2013年度の財政赤字はGDPの14.7％に達した）。ひとまずトロイカの支援を受けることなく、自力解決の道を歩む。

2008年には4.4％であった失業率は2014年には11.0％にまで高まった。長引く深刻な経済危機は政治危機を招いている[[17]](#footnote-17)。政府が推進しようとしていたインフラ関連企業の民営化に対して、連立政権の最大与党「積極的なスロヴェニア」の内部で不満が高まり、2014年5月に党が分裂し、首相は辞任した。前倒しの総選挙が同年7月13日に実施された。国民の間での既成政党への批判は強く、新たに結成された政党が勝利したが、その前途は容易ではない。

**Ⅳ.　結論**

1999年の単一通貨の誕生と2002年の現金のユーロの流通はヨーロッパの銀行業界を一変させ、西欧の銀行は旧東欧を含めてヨーロッパ全域で国境を越えてビジネスを展開するようになった。中東欧の8ヵ国は2004年にEUに加盟した。これらの国々の次の課題は、EMUに加盟し、ユーロを導入することであった。ユーロを最初に（2007年）導入したのはスロヴェニアであった。ところが、すでにユーロ圏への正式加盟以前に国内の金利は下がりだした。EUに加盟したことでリスク・プレミアムが低下した。バルト3国では、北欧、とくにスウェーデンの銀行が進出し、激しいシェア競争を行い、本国市場とほぼ同じ条件でローンを提供した。スロヴェニアでは外資系銀行のウェートは小さい。しかし、国家のコントロール下にある銀行もヨーロッパの銀行間の競争から逃れることができなかった。土着の銀行が国際的ホールセール金融市場で積極的に短期資金を取り入れ、国内の企業に融資した。

いずれの場合も、経済を加熱させ、一種のカジノ経済を生み出した。ラトヴィアはすでに2007年末に景気後退局面に入っていたが、2008年9月のリーマン・ショックはそれにさらに追い打ちをかけ、経済に大きな打撃を与えた。2009年1月にラトヴィアほか、ハンガリー、ルーマニア、セルビア、ボスニア・ヘルツェゴヴィナを対象として、ウィーン・イニシャティヴが開始された。これはEBRDが1997年の東アジアの金融危機のときのような資金の大量流出を避けるために、中東欧にクロス・ボーダーの貸付けをしているヨーロッパの大銀行グループに呼びかけて実施されたものであるが、その効果は限定的であった。スロヴェニアでも、リーマン・ショックは資金の流れを逆転させ、バブルがはじけた。

バルト3国では外国の親銀行が何とか支えた。ラトヴィアは涙ぐましい努力（「内部的切り下げ」）と対ロシア輸出の増加によりV字回復を遂げた。EMUに加盟すれば、金融政策の自由を失うにもかかわらず、ラトヴィアは2014年1月1日にユーロを導入した。「より安全な避難所」としてユーロ圏入りを選択したのである。リトアニアにも2015年1月1日にユーロ導入する（エストニアはすでに2009年1月1日にユーロを導入している）。外資系銀行のウェートが小さいスロヴェニアでは、銀行システムを守るために政府が資本注入をせざるを得なくなり、多額の財政負担でいま苦しんでいる。

スロヴェニアの危機は、ギリシャ危機やキプロス危機ともタイプが異なる。2008年まで財政は健全であった。観光立国を目指さず、比較的強い製造業を持ち、貿易収支赤字も経常収支赤字もともに小さく、ほぼ均衡していた。この国は地道なモノ作りに励み、2000年代半ばまでネオ・コーポラティズムの下で着実な経済発展を遂げた。しかし、2004年秋の総選挙後成立した中道右派政権は新自由主義的な改革に乗り出し、「ギャンブルの時代」が始まった。中央銀行は、2005年から2008年にかけて国内の銀行が国際ホールセール金融市場で低金利で多額の借入れをし、企業に積極的に貸付けるというモデルに対して用心深くはなく、国境を越えた資金の流れを規制しなかった（または、できなかった）。むしろ、中央銀行は金融統合に関しては非常に楽天的であったとさえ言える。さらに、第2次民営化がMBO方式で行われ、時期的にリーマン・ショックと重なったこともこの国にとって不運であったる。あと知恵ではあるが、中央銀行は、外資系銀行には直接の監督権限が及ばないにしても、国内資本の銀行には、外国からの資金の流入が前年に比べて急激に増えた2007年に何らかの警告を与えていれば、スロヴェニア経済はグローバル金融危機によってこれほどのダメージを受けなくて済んだかもしれない。

2000年代半ばの時点では、EUの金融監督の体制は非常に不十分であった。当時、EUでは銀行の母国が監督責任を持つことになっていた。ラトヴィアの場合、主としてスウェーデンの当局に監督責任があったが、ラトヴィア国内ではスウェーデン系の銀行に対して十分な規制をしなかった。スロヴェニアの場合、主として自国の中央銀行に監督責任があったが、上述のように、外国からの資金の急激な増加について中央銀行自身がまったく警戒心を持たなかった。EUが「マクロ経済不均衡是正手続」を設けたのはようやく2010年になってからであった。

**参考文献**

Andersen, Camila (2009), Latvia Caught in Vicious Economic Downturn, IMF Survey Magazine: Countries & Region, http://www.imf.org/external.pubs/ft/survey/so/2008/CAR080108B.htm (Accessed on August 20, 2009).

Astrov, Vasily, et al (2013), Double-dip Recession over, yet no Boom in Sight, *Current Analyses and Forecasts* 11, Vienna: wiiw.

Banincova, Eva (2010), Baltic Economies and Financial Crisis in the EU, EU Studies in Japan, 2010 (30): 178-198.

Cusack, Thomas R., Torben Iversen and David Soskice (2007), Economic Interests and the Origins of Electoral Systems, American Political Science Review, 101 (3): 373-391.

Gligorov, Vladimir, Josef Poeschl, Sandor Richter, et al. (2009), *Where Have All the Shooting Stars Gone?, Current Analyses and Forecasts 4*, July 2009, Vienna: wiiw (The Vienna Institute for International Economic Studies).

Hansson, Ardo and Martti Randeveer (2013), Economic Adjustment in the Baltic Countries, Eesti Pank, *Working Paper Series*, 1/2013.

IMF (2006a), Republic of Latvia: 2006 Article IV Consultation – Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for the Republic of Latvia. http://www.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=19983.0 [accessed on August 20, 2009]

IMF (2006b), IMF Executive Board Concludes 2006 Article IV Consultation with the Republic of Latvia, Public Information Notice, No.113.

http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2006/pn06113.htm [accessed on August 20, 2009]

IMF (2006c), Republic of Latvia: Selected Issues, IMF Country Reports No.06/354.

 https://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=19984.0 [accessed on August 20, 2009]

IMF (2007), Statement by IMF Mission to Latvia on 2007 Article IV Consultation Discussion, Press Release No.07/87. http://www.imf.org/external/nep/sec/pr/2007/pr0787.htm [accessed on August 20, 2009]

IMF (2009b), Latvia Caught in Vicious Economic Downturn, *IMF Survey Magazine: Countries & Region, May 28, 2009*. http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/CAR052809A.htm

IMF (2009c), Transcript of Conference Call on Staff-Level Agreement on First Review of Latvia’s Stand-By Agreement, July 27, 2009. http://www.imf.org/external/np/tr/2009/tr072709a.htm

IMF (2010),　Republic of Croatia: 2010 Article IV Consultation – Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for the Republic of Croatia, June 2010, IMF Country Report No. 10/179.

IMF (2011a), Republic of Slovenia: 2011 Article IV Consultation – Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; Staff Statement; and Statement by the Executive Director for Slovenia, IMF Country Report N. 11/121.

 http://www.inf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=24885.0（accessed on July 11, 2012）

IMF (2011b), Republic of Serbia: Request for Stand-By Arrangement, IMF Country Report No. 11/311.

IMF(2012a), Republic of Slovenia: 2012 Article IV Consultation – Staff Report; Informational Annex; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for the Republic of Slovenia, Country Report No.12/319.

IMF (2012b), Republic of Slovenia: Financial System Stability Assessment.

IMF (2013), Slovenia 2013 Staff Visit – Concluding Statement of the Mission.

Iversen, Torben and John D. Stephens (2008), Partisan Politics, the Welfare State, and Three Worlds of Human Capital Formation, *Comparative Political Studies*, 41(4-5): 600-637.

Koyama, Yoji (2015), *The EU’s Eastward Enlargement: Central and Eastern Europe’s Strategies for Development*, Singapore: World Scientific.

Leitner, Sebastian (2009), Baltic States: squashed hopes in the realm of depression, in Gligorov, et al (2009).

OECD (2013), *OECD Economic Survey: Slovenia 2013*, OECD Publishing.

http://dx.doi.org/10.1787/eco\_survey-sun-2013-en

Mencinger, Joze (2003), Does Foreign Direct Investment Always Enhance Economic Growth?, *Kyklos*, Vol. 56.

Mencinger, Joze (2004), Transition to a National and a Market Economy: A Gradual Approach, in Mrak, Mojmir et al.(eds.)(2004).

Mencinger, Joze (2008?), The “Addiction” to FDI and the Current Account Balance – The Experience of Transition Countries.

Mencinger, Joze (2013), The Rise and Decline of a Country: Experience of Slovenia, in Prunk and Dezelan (eds.), *Dvajest let slovenske drzave*, Ljubljana: Fakultet za druzbene vede.

Rahman, Jasmin (2008), Current Account Developments in New Member States of the European Union: Equilibrium, Excess and EU-phoria, IMF Working Paper, No.08/92, http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres/cfm?sk=21882.0 (Accessed on August 20, 2009）

Rosenberg, Christoph (2008), Foreign Currency Borrowing More Risky for Eastern Europe, IMF Survey Magazine: Countries & Regions, October 28, 2008, http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so2008/CAR102808A.htm (Accessed on August 20, 2009)

Sendi, Richard (2010), Housing bubble burst or credit crunch effect?: Slovenia’s housing market, *Urbani izziv*, volume 21, no. 2, 2010. pp. 96-105.

Stanojevic, Miroslav (2012), The Rise and Decline of Slovenian Corporatism: Local and European Factors, *Europe-Asia Studies*, No. X.

Stanojevic, Miroslav and Matej Klaric (2013), The impact of socio-economic shocks on social dialogue in Slovenia, *Transfer: European Review of Labour and Research*, 19 (2) 217-226.

Svetlicic, Marjan (1997), Small Country in a Globalized World: Their Honey Moon or Twilight?, Paper prepared for ECPR Workshop on Small States in the Transforming European System.

Svetlicic, Marjan (2008), Reversed internationalization path: the case of Slovenia, AIB Insights, Vol. 8, No. 1, 2008.

Svetlicic, Marjan and Andreja Jaklic (2013), Slovene Multinational Enterprises’ Reaction to the Crises.

World Bank (2005), EU Accession – One Year After, http://siteresources.worldbank.org/INTECA/

Resources/eu8-jul05.part2.pdf (accessed on December 29, 2006)

堀林巧（2014）『自由市場資本主義の再形成と動揺－現代比較社会経済分析－』世界思想社。

小山洋司（2010）「中東欧新規EU加盟国の経済危機：バルト3国を中心に」『比較経済研究』第47巻第2号。

小山洋司（2014a）「スロヴェニアのサクセス・ストーリーとその落し穴」『ロシア・東欧学会年報』第42号。

小山洋司（2014b）「中東欧EU新規加盟国とユーロ－スロベニアの事例を中心に－」『日本EU学会年報－』第34号。

小山洋司（2014c）「ビジネス・システムの視点から見たスロヴェニア社会の変化」（未発表論文）

小山洋司（2015）「スロヴェニアの経済危機と政治危機」『ロシア・ユーラシアの経済と社会』2015年2月号（掲載予定）。

田中素香・長部重康・久保広正・岩田健治（2011）『現代ヨーロッパ経済』第3版、有斐閣。

（定期刊行物）

Pan-European Institute (Turku, Finland), *Baltic Rim Economies*の各号。

Bank of Slovenia, *Annual Report*の各号。

Business Monitor International, *Emerging Europe Monitor: South Eastern Europe (EEM)*の各号。

UniCredit Group, *CEE Quarterly*の各号。

1. 堀林（2014）はこれらのほかに、ヴィシェグラード諸国（ポーランド、ハンガリー、チェコ、スロヴァキア）を「国家が作り出した埋め込まれた新自由主義」、そしてロシア、カザフスタン、アゼルバイジャンなどを「市場によって形成された純粋な新自由主義」と呼んでいる。 [↑](#footnote-ref-1)
2. この表現はRahman (2008)の表題から得た。 [↑](#footnote-ref-2)
3. 本稿は小山（2010）と小山（2014a）をまとめて、再構成したものである。 [↑](#footnote-ref-3)
4. 2009年5月末のインタビューでIMFスタッフは、「2005年にはわれわれはこの経済が過熱の危険にあると公に警告した」（Andersen, 2009）と述べたと言われる。『新興欧州経済モニター』やUniCreditグループのCEE Quarterlyは2007年に、穏やかな経済成長へのソフト・ランディングの必要性をしきりに説いていた。 [↑](#footnote-ref-4)
5. IMFの中欧・バルト地域担当上級代表のクリストファー・ローゼンバーグ氏は、「銀行は外国で自分自身にリファイナンスし、通貨リスクを自分たちの顧客に移した」と述べている（Rosenberg, 2009）。 [↑](#footnote-ref-5)
6. 銀行は非常に安易に貸付けをし、「若干の銀行は100％を超えるLoan to Value ratioで住宅ローンを提供」したという。IMF (2006c, Chapter III, Box 1)。 [↑](#footnote-ref-6)
7. ストックホルム証券取引所理事長Leif Videvag氏からのe-mail（2009年8月13日）。 [↑](#footnote-ref-7)
8. IMFも同様の指摘をしている（IMF, 2006b）。 [↑](#footnote-ref-8)
9. パレックス銀行は1990年代初め、ロシア系ラトヴィア人が両替商から初めて銀行にしたものである。 [↑](#footnote-ref-9)
10. Bank of Latvia (2010)によると、2009年の経常収支は前年の対GDP比12.6％の赤字から一転して黒字（GDPの8.6％）に転じた。見たところ、これは驚くべき数字である。だが、2009年にFDI流入が劇的に減少し、ポートフォリオ投資がほんのわずかしか増加しなかったのに、貿易赤字が対GDP比-0.3％へと劇的に減少し、所得収支と経常移転がそれぞれ対GDP比6.3％と3.4％を記録した（p. 27）ことを考慮に入れると、それは説明がつく。なお、Bank of Latvia (2010)は、利益の再投資を除いた2009年の経常収支も挙げており、それはGDPの0.6％であった。 [↑](#footnote-ref-10)
11. クロウリーとスタノエヴィチは、ネオ・コーポラティスト的経済（または調整された市場経済）がどのようにして生まれるかについての「さまざまな資本主義」論（VoC）と権力資源論の論争を紹介し、スロヴェニアの事例では、労働者の動員を重視する権力資源論の方がより説得力があると述べている。彼らは、VoC論と権力資源論の総合を提唱し、経済発展の歴史的経路を重視するIversenら（Iversen and Stephens, 2008; Cusack, Iversen and Soskice, 2007）の主張に共感を示しながらも、第二次大戦後のユーゴの自主管理社会主義の経験をもっと重視すべきだと論じている。 [↑](#footnote-ref-11)
12. カトリック教会でさえ「ギャンブルの時代」の熱気に感染した。あるカトリックの司祭は投資ファンドを設立し、資金を運用していたが、リーマン・ショック後それは破綻した。バチカンは枢機卿を派遣し、この司祭を解任したという。アンドレイ・ベルギンツ氏（Mr. Andrej Berginc駐日スロヴェニア大使館公使）とのインタビュー。2013年8月9日。 [↑](#footnote-ref-12)
13. 流出したのは主に富裕層の貯蓄である。その理由は、第1に租税回避であり、第2に、スロヴェニアの銀行システムに対する不信であった。預金保証の上限は10万ユーロであった。ボグダン・カフチッチ教授（スロヴェニア、プリモールスカ大学）の情報。 [↑](#footnote-ref-13)
14. スロヴェニアの住宅研究所のSendi (2010)は、スロヴェニアの住宅セクターで起こった現象は住宅バブルとその破綻ではなく、信用収縮による住宅需要の減退だと主張する。その理由として彼は次の2点を挙げている。住宅供給は1990年代初め以来つねに需要に立ち遅れたので住宅価格は着実に上昇したが、住宅建設の過度の増加や住宅価格の過度の上昇はなく、また2000年代半ばにアイルランドで記録したような規模での住宅価格のその後の低下はなかった。第2に、MBS（抵当ｘｘ証券）モデルはスロヴェニアの場合には当てはまらない。この国はかなり保守的な銀行制度を維持しており、サブプライム住宅ローン証書の発行を阻止するようなメカニズムが組み込まれている。この国には、住宅ローン専門の金融機関はない。住宅金融のためのすべてのローンは伝統的な商業銀行によって提供されている。スロヴェニアの銀行規制は、永続的な職を持つ申請者かもしくはその他の形態の永続的な所得を持つ申請者（たとえば、年金生活者）にしかローンを提供しないよう求めている。くわえて、1ヵ月の返済額は申請者の月収の3分の1を超えてはならない。それゆえ、アメリカのサブプライム住宅ローンのような安易なローンは個人には提供されなかった。だが、Sendi (2010)は、この議論は個人（自然人）にはあてはまるが、法人への貸付けには当てはまらない、と付け加えている。銀行は建設会社に多額のローンを積極的に提供した。主に過度の借入れで操業していた多くの建設会社（典型的な例はVegrad）がグローバル金融危機の後、破産した。 [↑](#footnote-ref-14)
15. スロヴェニアを北東から南西へ、そして北西から東へ横断する2本の高速道路建設という大事業がちょうどグローバル金融危機が勃発する前に完了した。これらは政府が費用負担した者であった。ボグダン・カフチッチ教授の情報。 [↑](#footnote-ref-15)
16. スヴェトリチッチ教授のe-mailによる情報。 [↑](#footnote-ref-16)
17. スロヴェニアの政治危機については、小山（2015）を参照されたい。 [↑](#footnote-ref-17)