

目次

謝辞

iv

一九九九年以降のドル、ユーロの推移

xii

序文

.....

1

第一章 ユーロ関係者を告発する

.....

17

略式起訴

21

第二章 ユーロ・バブルの始まり

.....

97

オトマール・イツシングの歴史的考察

98

最初の大きな金融政策決定は大きな誤りであった（一九九八―一九九九年）

100

インフレがあまりにも低すぎるといふ恐れが最初からECBの政策に影響した

102

一九九九―二〇〇〇年におけるユーロの急落に関して通貨面での原因を否定するECB

105

一九九九―二〇〇〇年における政策の誤りが二〇〇一―二〇〇二年の不況に対する

ECBの政策対応を制約した

110

二〇〇三年春における金融の狂気への長い旅路

112

イッティング教授の悪名高きスライド・ショー	115
IMFはまたもや誤っていた！ 二〇〇三年にユーロ圏のデフレについて警告	121
イッティング教授への質問…なぜわざわざそんなことをしたのですか？	123
金融不均衡に関する警告サインは二〇〇三―二〇〇四年にすでに明らかになっていた	126
ECB高官――とバーナンキ教授――は欧州の銀行業ブームに声援を送った	127
ユーロ・バンキングの帝国建設	131
ユーロ導入に伴う金融統合が信用バブルをカモフラージュしていた	134
ECBはヨーロッパの銀行によるドル融資の激増を無視した	136
EMUの欠陥が金融に関する警告発令を阻害した	138
トリシェはアジアのドル圏を攻撃することでフランスの外交政策を追求した	139
二〇〇三年半ばから二〇〇五年末までECB金利はなぜ不変だったのか？	141
二〇〇五年に、もし金利が二〇〇b高ければ信用バブルを阻止できただろうか？	145
二〇〇六年―二〇〇七年上半期に金融緩和を撤回	147
買収の熱狂…ABN・AMRO銀行を巡る買収闘争	148
第三章 バブルの崩壊	155
米国や欧州では金融面で進歩はないのか？	157
二〇〇七年夏における信用地震	161

- 二〇〇七年八月九日の金融市場の膠着状態に対するECBのパニッ的な対応
ECB(とFED)は支払い不能の速やかな診断に失敗した 166
- ECB(とFED)は素晴らしい危機対応を無視 168
- 二〇〇七年秋ー〇八年の反事実的な金融史 173
- 信用の地震に対するECBの対応における三つの悪しき前提 177
- 計量経済学と統計で盲目的になっていた 178
- ECBは二〇〇八年にみずからのことを一九七三年当時のブンスバンクの生まれ
変わりであると信じていた 183
- 石油価格高騰に伴うインフレの危険というECBの分析には大きな欠陥があった
にせものの分離原則がECBの呪文になる 192
- 二〇〇七年の激震を受けた危機介入策からの脱出プランがない 194
- リーマンの破綻を受けてフランクフルトの金利設定者はいよいよ立てこもる 196
- 二〇〇八年後半、ヨーロッパの銀行の支払い能力にかかわる危機は深刻化
弱いEMU参加国政府はデフォルトを起こすだろうか? 199
- 不況の深刻化に伴いECBの金融政策は的外れとなった 205
- ECBは危機の際に過ちを犯したと認めることは拒否 207
- 二〇〇九年春、フランス外交が大成功を収めてユーロ生存の危機は解消 215

	ECBは大勢に従うことをついに拒否した・量的な緩和を拒否	219
	第四章 審理
	審理の計画	228
	EMU弁護論についての最初の記載——存続した！	229
	第二の主張・ユーロは価値保存手段としてこれまでの通貨と同じく適切 存続し技術的な障害はなかったという主張の問題点	232
	第三の主張・ECBは最高水準の予測方法を開発した	234
	第四の主張・ECBは汎欧州的で各国の利益を無視した	236
	第五の主張・EMUは物価の安定と経済の安定を達成した！	239
	安定性の主張にかかわる問題	240
	反事実の危険性——古きBUBAならもつとうまくやっただろう！	241
	第六の主張・EMU発足前後におけるインフレの誤った比較	246
	第七の主張・ECBは「骨の折れる状況下」でよくやった	247
	第八の主張・EMUは地域や金融の効率性を促進する	249
	第九の主張・ECBは二〇〇七年八月の地震への対応について賞賛に値する	250
	第十の主張・責任を転嫁する	252
	第十一の主張・懸命な努力にかかわる誇りと満足	255
		227

ジャン・クロード・トリシェ総裁の証言の序文	256
トリシェ氏の最もひどい主張	259
トリシェが発した警告と彼が無視した警告	261
トリシェ氏は擁護不可能な分離原則を擁護	266
二〇〇七年九月の驚くべき誤診に関するトリシェ氏の釈明	268
トリシェ氏は米国の金融の危険性を無視していた	269
トリシェ氏はフランス通貨外交官という古い帽子をかぶっている	272
ユルゲン・シュターク教授の証言	274
クリスティアン・ノワイエの証言	277
ECBとFEDはモンキー・レンチを投げ込んだのか？	278
アラン・グリーンズパンは、FED（あるいはECB）に責任があるという説を否定	279
信用バブルを生みだしたのが中央銀行ではないことについてベン・バーナンキは強硬	282
グリーンズパンとバーナンキの指摘した証拠に反論する	283
FEDに対する評決がユーロの審理にもつ意味	289
ECBはなぜ告発を免れ続けているのか？	294

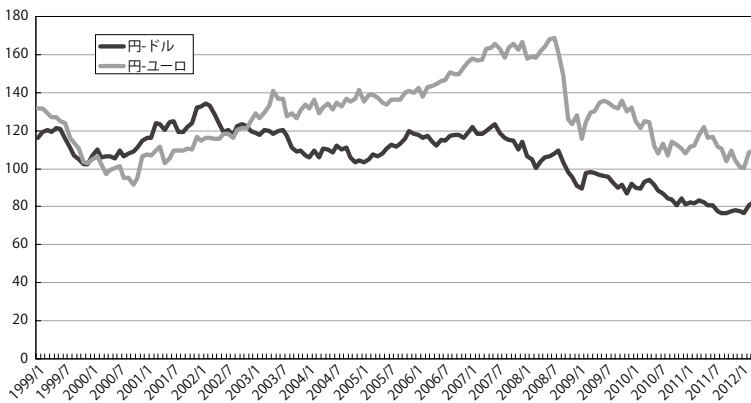
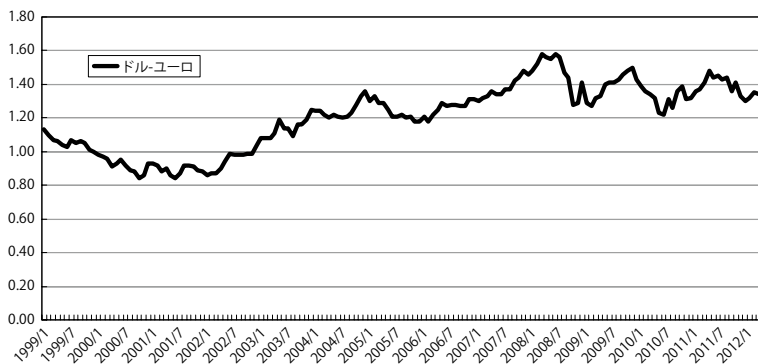
第五章 EMUは死んだ…EMUよ永遠なれ！ ……………

大胆な是正策…パリとベルリンが新しい通貨同盟（E M U - 2）を創設	303
E M U - 1よりもラテン貨幣同盟に近いE M U - 2	309
新しい欧州通貨条約	314
E M Uの全面的な解体と自由変動制への復帰	319
双子の脅威——米国の通貨戦争とフランスの金融ナシヨナリズム	327

参考文献

1

1999 年以降のドル、ユーロの推移 *



* 一灯舎編集部作成.

為替情報源：三菱東京UFJ銀行「外国為替相場一覧表」(http://www.bk.mufg.jp/gdocs/kinri/list_j/kinri/kawase.html)

序文

仏独友好条約が調印された一九六三年一月の歴史的な式典を、ジャック・フザンは素晴らしいマンガに描いている。そのなかでドゴール大統領は、アデナウアー首相（その時点でそれぞれ七〇歳代と八〇歳代になっている）に「コンラート、急いで下さい、あなただっぴつかは死ぬのですから」と言っている。アデナウアーが躊躇していたのは、ドゴールがドイツを米国との親密な同盟関係から引き離そうとしているのではないかという懸念があったからだ。本当に残念なその瞬間が、ほぼ五〇年後の今、再び出現している。その当時、二人の国家元首が仏独間で通貨同盟に関して合意しておけば良かったのに！ 両国はドル本位制を採用していたため、つまり独マルクと仏フランの間の為替相場はずでに固定されていたため、通貨同盟の達成は極めて容易だっただろう。

ヴェルダンにおける第一次世界大戦記念式典（一九八四年）で、ミッテラン大統領とコール首相が手を握り合っているあの写真も、同じように歴史に残るような後悔という感情を呼び起こす。仏独間で二度と再び戦争が起らないようにと願っていた両国の元首が、仏独通貨同盟を速やかに決心していれば良かったのに！ そのような取り決めは両国の同数の理事からなる仏独中央銀行を含み、そしてそれはマネタリストの原理に基づいた金融ルールという憲法の下で運営されることになっただろう。

実際には、フランスの政治家はそうしなかった。フランスは一世代（一九七三―一九八八）にわたって欧州通貨同盟（EMU）のプロジェクトを推進することによって、欧州におけるドイツの金融覇権を終わらせ、多極主義を推進することに努めた。米国の地政学的な優勢を、中国、ロシア、米国、そしてもちろん「欧州随一のフランス」などを含む多極で置き換えるのだ。ミッテランはベルリンの壁の崩壊（一九八九年一月）とドイツの第二次再統一（一九九〇年）の瞬間をとらえて、グラント・バーゲンを交渉した。フランス側は、ドイツの政治的統一とEUを拡大して中欧を含めることを支持し、一方ドイツは、EMUに向かう急行列車の旅行では運転席に座り、ブンデスバンク（BUBA）が最終的に金融にかかわる権限を喪失することを承認した。

ミッテランは以前から、EMUプロジェクトをEUレベルで推進するには、EU各国の財務大臣を排除した方がスムーズに行くだろうということに気付いていた。ミッテランは一九八八年に、ジャック・ドロール（彼の政治的盟友で、当時は欧州委員会の委員長を務めていた）を長として中央銀行の役員で構成される委員会がEMUの青写真を作成することについて、コールの同意を得た。新しい通貨同盟は中央銀行トップが支配し、彼らは政治権力から実質的に完全な独立性を有するとともに膨大な裁量権をもつことになる。

ミルトン・フリードマンやフリードリヒ・フォン・ハイエクなら、新しい金融「秩序」の基盤を絶対主義的な中央銀行に置くという発想に仰天したことであろう。事実上だれも説明責任を負っていないし、金融の安定性を追求する軌道を外れないように誕生に先立って確立された一連の憲法上のルー

ルもないからである。そのルールは、マネタリー・ベースの重要な役割と、時とともにそれを拡大する方法という重要な決定を行うものだ。フリードマンは著作のなかで、連邦準備（FED）とその延長線上で中央銀行トップに対して断固として批判的であった。『米国金融史』（アンナ・シュワルツとの共著）のなかで分析しているように、あらゆる重要な段階でFEDは、何もしなかった場合と比較して、金融の不安定性をより増大させた。フリードマンとハイエクはともに金融の安定性は厳格な金融ルールの順守に依存すると主張した。仮に政治的な必要性あるいは歴史上の事故から中央銀行というものがなければならぬとすれば、厳格なルールを設定して、悪い結果につながるものがほとんど避けられないような裁量的な意思決定をする範囲を制限すべきである。

フリードマンは次のようなEMUであれば賛成したかもしれない。すなわち、中央銀行が一定率の通貨拡張に従うよう憲法上で指示されおり、すべての金利を市場の決定に委ねる一方、物価水準やインフレに関してはいかなる目標も回避する。ハイエクならもっと幅広い国際的な金への回帰という文脈のなかで、一種の金本位制を主張したかもしれない。フリードマンとハイエクはともに次のような中央銀行のビジョンに恐怖を覚えたことであろう。すなわち、独裁的な中央銀行が独自に金融の枠組みを設定し、設計図の段階で約束した「金融の柱」さえ構築せずに、一種の擬似インフレ目標方式を採用する。

EMUの最初の一〇年間が展開するにつれて、金融の安定性に関しては、ハイエクの理解の方がフリードマンの理解よりもずっと洞察に溢れていることが判明した。ハイエクはJ・S・ミルの伝統に

したがって、金融の安定という概念には資産や信用の市場における温度水準という重要な側面が含まれていると考えていた。金融の安定を「物価水準」の短中期的な安定として定義することについて、ハイエクは警告を発していた。ハイエクからすると、短中期的な物価の上下変動は長期的な金融の安定と完全に調和したものであり、それどころか資本主義経済が発展の長期軌道に沿って均衡を継続的に再発見していくためには必須であった。一方、金融の安定性に関するフリードマンの概念は現代のマクロ経済学という「時間のゆがみ」に属しており、健全な金融政策の双子の目標として、穏やかな景気循環と継続的に低いかあるいはゼロのインフレを強調していた。現実には、EMUにとって極めて致命的だったのは、一見すればマクロ経済の安定と二〇〇二年から二〇〇七年にかけての低インフレという状況のなかで、資産と信用市場で発生した温度の急騰である。

EMU発足以降の最初の一〇年間を通じて出現してきた金融不安を受けて、最終的には制度全体のかなかに大きな圧力が蓄積して増加し、破滅的な爆発を引き起こす懸念があった。通貨同盟内の資産及び信用市場では温度の上下変動パターンが国ごとに不均一であったため、この圧力はいつそう高まった。ブーム期に温度が特に高かったEMU参加メンバー諸国の周辺地帯は、温度が大幅に下がって破裂の局面を迎えたことによって、EMUとの結び付きが弱体化したことを見出した。特に（ブーム期には温度が高かった）周辺諸国では、銀行システムや国債市場を巡って支払い不能の暗雲が垂れ込めてきており、預金者が資金をEMUのコア諸国にシフトするという資本逃避の現象が発生した。欧州中央銀行（ECB）が大量の資金フローを出すことによって、あるいはユーロ圏コア諸国の政府が大

規模な救済資金を出すことによってそのような資本逃避が阻止されない限り、一つ二つの周辺諸国が同盟からの脱退を余儀なくされる懸念がある。事実、通貨同盟崩壊の潮流に抵抗するための両方の手段には、金融面で強い諸国が弱い諸国に対して援助を供与するという側面が含まれていた。

ECBは金融的に強いコアなメンバー諸国の政府による保証（あるいは実際の収入）を暗黙裡のうちにあてにするようになってきている。このことは、周辺国の支払い不能に陥りそうな銀行に対してリスクーな担保で大規模な融資を行うことによって行われており、時にはギリシャやアイルランドの場合のように、各国中央銀行が仲介者となって、自国の銀行が拠出した担保の名目金額に対して目一杯の「緊急流動性援助」を提供することによって、実質的にこの目的のためにユーロの印刷許可をECBから取得することもある。あるいは「証券市場プログラム」の一環として脆弱国の国債購入を累増させるという操作を預金や金融市場性証券の発行によってファイナンスすることによっても行われている。したがって、次のような奇妙な状況が展開している。すなわち、フランクフルトの中央銀行の役員は困難に陥った周辺国のEMU会員権を維持するために、堅調な諸国の納税者に対する条件付あるいは実際の請求権の発行を増やしている（実質的にはECBの債務の保証人になるという形で行われている）。

ブンデスバンク総裁のアクセル・ヴェーバー教授は、二〇一〇年春以来、資本流出の阻止ないし減速の抵抗作戦を試みていたが、ドイツ政府の強力な支持もなく、明らかに目立った成功を収めることはできなかつた。BUBA総裁として彼の後任となったイエンス・ヴァイトマンにもドイツ政府の後

る盾はなかったが、彼は周辺国の国債をさらに買い増しするという二〇一一年晩夏におけるECB理事会の決定には反対した。この買い増しは、イタリアやスペインの国債空売り筋に対して踏み上げ相場を操作することが目的だった。ECBはバッド・バンク操作は性格的に一時的なものであって、「金融政策波及メカニズムを正常化する」ために実施される（まったく無意味！）と説明した。また、そのローンが金融面で強い諸国の政府によって継承され、欧州金融安定基金EFSFを通じる可能性が最も高いという前提に立つと、この新しいEMUの救済基金は二〇一一年七月のサミットにおける決定によって相当大きな権限をもつことになっていた。しかし、そのような業務はECBに予め付与されていたわけではなかった。

ECBを通じた「緊急」措置ではなくEMU内の援助という移転は、EUの決定により政府間ベースで行われた。最初は一時しのぎの合意を通じて（ギリシャの場合）、次いで新設されたEFSFに関する決定を通じて実施された。ドイツ政府はそのような直接的な移転の規模を抑制しようと指導権を発揮した。IMFの関与と、EFSFの政府株主が全員一致方式でケース・バイ・ケースの検討実施を強硬に主張したのである。ただし、IMFを関与させると、金融的に強いEMU参加国の納税者が最終的な負担をすることになりかねない。というのは、IMFの請求権は他のすべての債務残高よりも上位にくるからである。

仮にドイツやフランスの国民が一九九〇年代初めに、EMUの創設は弱い参加国に対する巨額の援助移転という債務を負うことになる可能性があること、あるいはそれら諸国に対してローン残高を有

している投資家や銀行も同じ運命になり得ることを知らされていたとすれば、彼らはほぼ確実にプロジェクト全体を圧倒的な多数で拒否したのであろう。ドイツでは、いずれにせよ国民投票という形で投票する機会が与えられたことはなかったし、フランスでは一九九二年九月の国民投票は僅差でEMU支持という結果になった。フランスの国民投票運動では、巨額の救済という可能性はまったく表面化しなかった。もつと啓発された議論が行われて、その可能性が人々の意識のなかで前面に出てくるべきであった。また、フランス政府は世論の懸念を抑えるために、運動中にマーストリヒト条約のEMUパートナーに次のような公約を強要することもできたであろう。すなわち、救済はあり得ないという条項を強化し、それに対応して、同盟内で救済なしに生き残れない参加国については、明確で法的な脱退ルートを規定する方向で条約を改正するというものである。

振り返ってみて、同盟が財政移転や自国民（ドイツ）に対する他の関連負担を伴わない主権国の同盟にとどまることを確実なものにすることに關して、EMUのプロセスに關わるドイツの交渉者が非常に有能だったとしよう。もしそうならば、彼らはECBによる融資オペレーションの実施に關してはもつと厳格な条件に固執したのであろう。ECBが融資する際の担保適格条件をみずからの裁量によつて設定するのはとんでもないことであり、また、この担保にはいかなる国債も含まれるべきではない。さらに、いわゆる最後の貸し手機能は厳しく削減ないし廃止されるべきである。各国中央銀行が困難に陥った自国の銀行に貸し出すために、一定額の貨幣を発行する許可をECBから取得するという形による緊急流動性支援（ELA）は問題外となるだろう。仮に金融危機が勃発したとすれば、

ECBはそのような時に典型的なベース・マネー（銀行準備と現金）需要の増加に対応してその供給を増やすことができるだろう。しかし、傷付いた金融機関に対するいかなるローンも、乗り切らなければならぬのが流動性問題なのか、あるいは支払い不能の脅威なのかは問わず、当該政府及び支援提供を希望する他の政府が直接的なベースによつてのみ実施可能であるべきだろう。各国財務省はそのような状況に対処するために自由に使える即応部隊（資金）を準備しておくことになる。

もしそのようなルールが整備されていれば、ECBは欧州のバッド・バンクになることはできず、したがって、政府に救済操作を継承するように嘆願することによつて、グッド・バンクへの部分的な変身を追求できたであろう。もしある参加国が金融危機という嵐の中心にいることに気付いたとしても、銀行が資金調達面で（逃げ出している預金を補填できない）緊急事態に陥つていて、政府はこれを克服するために自己の名義で債券を発行できず、強い国の政府が支援に二の足を踏んでいけば、EMUから離脱する以外に道はないであろう。脱出国の蘇生した紙幣印刷機は、財政危機の解消を含む他の目的とともに、銀行の支払い能力を再確立する過程で爆発的な高インフレを生み出すだろう。これは銀行預金か債券かということとは無関係に、自分たちの請求権の実質価値の侵食に等しい徴税を債権者に賦課することを通じる形で行われるだろう。移転のない通貨同盟に主権国グループが参加しているのであるから、EMUの憲法にはこのような緊急事態の場合に、脱退して各国通貨を蘇生させ

1 危機下では両者の区別は不可能ではないが困難なことで悪名が高い。

ることをどのようにして起こすべきかを扱ったセクションがあるべきだ。それには存続しているEMUからの一時的なローン供与も含まれるだろう。

ECBがバッド・バンクに転換し、EMUが振替同盟になっていくのを禁止するこのようなルールは、マーストリヒト条約の中からは完全に脱落していた。また、信じられないことに、ドイツの納税者の犠牲において財政的に放漫な諸国がただ乗りする可能性が、それを最も懸念していたドイツの政治家によってさえ見過ごされていた。もう一つの欠落は、ECBが金融不安を作り出す道をたどることを抑制する金融の憲法の不在である。仮にEMUを創設した諸国の政府が金融の安定と長期的な物価の安定を達成するために、従うべき一連の金融ルールを設定していたとすれば、そしてその概念を真に包括的な形で定義していたとすれば、大規模な信用のバブル^{注2}とその破裂という歴史全体は確かにこれほど激しくはならなかっただろう。創設者は、EMU全体としての金融の安定性は、EMU全体のレベルでも、さらには最大の国であるドイツも含めて一部の参加国ではもつと頻繁に、通貨不足ではなく、生産性の急騰や循環的な景気下降などの要因による物価の低下という「良いデフレ」という現象を意味することを明確にしておくべきであった。

EMUのような大きな経済地域にとつては、金融の安定性が為替相場の安定性という目的よりも常

2 次のような側面を含む。例えば、コア国の国債との利回り格差が僅少であるにもかかわらず周辺国の国債や、ホットな不動産市場を背景とした不動産証券の爆発的な発行に裏付けられて周辺国で急拡大を遂げている銀行が発行する債券に対する投資家の食欲が旺盛である。

に優先されるべきである。まさに、二〇〇三―二〇〇五年という二〇〇〇年代半ばにグリーンズパンとバーナンキのFEDが始めた通貨戦争の時期に、ECBは、ユーロ圏経済という機械のなかに諺でいう金融面のモンキー・レンチを投げ込むことを許容するという犠牲を払ってユーロを一定に維持することを試みた。この試みは、EMUを創設した金融の憲法下では違法にすべきである。結局のところ、EMUの主導的な唱道者が述べている主目的によると、EMUというのは米国で繰り返し発生する金融混乱からできる限り隔離された通貨安定圏でなければならぬ。しかし、その野心を実現するために、ドル対ユーロの為替相場は、ECBがどのように金融政策を運営するかを決定するに当たっては、ドル対ユーロの為替相場は、ECBがどのように金融政策を運営するかを決定するに当たっての重要な要因にはなり得ない。仮にFEDが金融不安に傾いた時に、ECBがユーロの急騰を阻止しようとすれば、単にその不安定性を輸入することになるだろう。

読者は次のようなことを想像しているかもしれない。すなわち、バブルの生成とその破裂のプロセス、及びそのコストの膨大さが万人に明らかになって、納税者が「責任の分担」の矢面に立つことを求められた諸国の世論が、政治家及び政党の背後にまともって、当初のEMUの設計にみられる前述した欠陥を是正するための改革アジェンダを推進する。この「責任の分担」は、周辺諸国に無謀な貸出してきた国内銀行システムを救済するのが目的の場合もある。しかし一般的には、そのようなアジェンダは主流の政治討論には顔を出していない。個別の救済に関してそれに対応する論議が出てき

3 その兆候はおそらくは相当の時間を経て、資産ないし財の価格インフレのいずれか、またはその両方という形で現れる可能性が大である。

たことはあったが、条約改正を求め^{注4}る要求はなかった。また、ECB自体はすべての批判を免れている。ECB総裁のトリシェないしドラギに向かって、「あなたがシステムミック・リスクなのだ」と叫ぶようなバニング米上院議員、あるいは金融に関する無能さが原因だと言って憚らないポール米下院議員のような人はいないし、ECBが(FEDの場合と同じように) 税務署よりも人気が下がったことを示す世論調査もない。

金融の憲法に基づく包括的な改革アジェンダやECBによるバッド・バンク拡張の禁止、EMU離脱の規定などを提案する代わりに、ドイツ政府の要求は、各参加国における財政収支にかかわる長期的に厳格なルール、その無視に対する制裁の強化、広範な経済改革(例えば賃金の物価連動制禁止など)という形で提起されている。ドイツの政策立案者が通貨同盟創設にかかわる当初の誤りを正すための有効なプログラムをまだ決定していないことは明らかである。というよりも、そもそもドイツは通貨同盟の誤りを十分認識していない。移転を伴わない主権国家による通貨同盟、その根本的な目的が金融の安定である通貨同盟に、EMUを完全に転換するための青写真をベルリンはまだ作成していない。そのような欠陥の一部はビジョンの欠如によって説明できるが、ユーロ圏全体として二〇一一年までに明確になった「政治的に可能なこと」と「政治的に正しいこと」にかかわる主観的な程度によって説明可能であることも間違いない。

4 救済基金に対する貸し手国二・三方国の潜在的な交渉力に裏付けされたもの。

出発点のジレンマもある——ダブリンへ行く道を尋ねた人についてのアイルランドのジョークを変えたもので、その人は「ここから始めるべきではない」と言われたというものだ。二〇一二年初めの状況では、最初の課題は「ここから始める」のにまさに適している国を決定することになるだろう。それどころか、ギリシャの公的債務危機が勃発した二〇一〇年初めの時点ですでに、それが最初の課題になっているべきであった。ところが、ナンセンスな「ユーロ伝染」仮説が、フランスやドイツの、それにECBの、さらにはもっと広く、重要な政策立案者を含むものと定義されるユーロ官僚機構をとらえてしまった。すなわち、もしギリシャがEMUからの離脱ないしデフォルト（またはその両方）を余儀なくされたら、資本逃避の津波が他のそれほど弱くないEMUメンバーの防波堤をたちまち破壊するだろう、と懸念していたのである。しかし、次の可能性の方が高かったのではないか？ すなわち、仮にギリシャが援助を拒否されたとすれば（最初にEMUを離脱して大幅な切り下げをした後における伝統的なIMF資金援助をベースとしたものを除く）、重要な参加国であるイタリアはより安全な立場になる。仮にドイツの納税者がギリシャの支払い不能の懸念に関連して巨額の移転支払いを要請されなかったとすれば、後にイタリアに対する仏独連帯ローンにかかわる正当化を積極的に受諾するだろう。「連帯」は病んでいるイタリアの銀行システムにドイツが資本参加するという形態を取ることあり得るだろう。

通貨同盟を防衛するということになる、軍事科学で用いられている法則と同じ法則を適用できるかもしれない。すなわち、「逃げるが勝ち」である。撤退のプロセスには、周辺諸国において主権通

貨を再生させることと、金融的に強い諸国の政府が民間市場でみずから資本を増強することができない自国内の銀行（今や離脱した周辺諸国向けのローンで損失となっている）に対処することが含まれるだろう。

しかし、金融面で強い諸国はどのようにしてEMUからの限定的な撤退の旅路を始めたらいのだろうか？ 考えられる一つの方法は仏独が秘密首脳会談を開催することであろう。二〇一〇年五月初めのあの週末に歴史的な好機が訪れたが見逃された。それはギリシャに対する救済策に（より正確にはギリシャに対する貸し手に）参加するかどうかについてメルケル首相が躊躇し、そこでサルコジ大統領が、即時に合意ができなければフランスはEMUから離脱すると脅した時のことである。仮にメルケル首相が「わかりました。出て行って下さい」と言ったとすれば、サルコジ大統領は二四時間が過ぎる前に這い戻ってきて、通貨同盟を維持するためのドイツの条件を受け入れた可能性が極めて高い。メルケル首相が提示したと予想される条件には、両国はイタリアの支援を行うことになるという秘密の約束が含まれたであろう。しかし、そのような決定的な合意ができるまで、（EMU離脱国について）切り下げ後の伝統的なIMFによる救済取り決めを例外とすれば、救済はないだろう。さらに、メルケル首相は上述の改革課題に沿って通貨同盟に関する条約改正を勧告するために、仏独共同の委員会設置を主張することもできたであろう。

しかし実際には、「ネズミ夫人」（あるタブロイド紙がドイツのメルケル首相のことをこう呼んでいた）は提起する準備のできた条件のメニューを持ち合わせていなかったし、彼女のアドバイザーも誰

一人としてそれを取りまとめる用意ができていなかった。そして結局、二〇一〇年五月初めのあの運命的な土曜日の夜が更ける前に、彼女は意見を変えてギリシャ救済に同意したのであった。

EMUの将来は、次のような二つの側面をもつようになる可能性が高い。一方の金融面では何の改革もなく、財政的に強い国と弱い国が怨恨に満ちた交渉——正面ドア（EFFSFなどの政府間取り決め）を通じる限定的な移転にかかわる条件について——を継続している。他方では、ECBは周辺国、いやそれどころか潜在的にはコア諸国の資金調達危機に対処するのに必要な、裏口を通じる（明示的な政治的合意はないものの独仏の了承を得て）巨額の「一時的な」移転を引き続き実施する。参加国の財政政策にかかわるルールの厳格化やそれを無視した場合の罰金に向けて、特にベルリンからの大きな圧力は継続するだろう。

このような財政規律の改善及び厳格化の重視は、歴史的な実績と矛盾している。周辺諸国における債務危機は基本的には金融に原因がある。ECBが創出した巨大な金融不均衡がなければ、ギリシャの債券、スペインの不動産抵当証券、その他多種多様な疑わしい証券注5を、優良債券をわずかに上回る程度の利回り格差で購入しようとしていた不合理な投資家のあのような群れもなかったであろう。不合理な投資家のなかで顕著だったのは、銀行やその株主、あるいは長期債保有者などである。

例えばドイツ政府の立場からみて、救済を巡る怨恨の原因は歴史的な事実を重視するからではなく、

5 これにはスペイン国債も含まれる。というのは、建設ブームがひとたび破裂する局面に転じると、政府歳入が急減する可能性が高いからである。

ドイツの納税者（および他の金融的に強い諸国の納税者）に対して、移転向けに無制限に資金供与を行うわけではないことを証明しなければならぬことにある。皮肉なことに、EMUの官僚機構はハンプティ・ダンプティ（弱い周辺諸国）が転げ落ちないように、ECBが裏口から行っている流動性ローン（パッド・バンク操作の拡張）に関する見て見ぬ振りを継続するだろう。大きな疑問は、市場も裏口の洪水を無視し続けるのか、それともある段階になると、金融面で強いEMU参加国が（経済規模との比較で）巨額の追加的な債務を抱え込むとともに、最終的には支払い不能に陥るECBの資本増強に向かわざるを得ないという展望を考慮し始めるのかということであろう。この資本増強は世論の目から隠される可能性が大きい。

ハンプティ・ダンプティの将来は短命になりそうである。周辺国における銀行の支払い能力はいつもの悪化が見込まれている。その銀行の多くは質が依然として悪化しつつあるローン・ポートフォリオを抱えている。また、これらの銀行は自国政府が発行した国債に高度に集中した投資ポートフォリオも抱えている。預金者はEMUのコア諸国よりもずっと高い金利でなければ、そのようなポートフォリオを抱えている周辺国の弱い銀行に引き続き資金を預けておくことはないだろう。しかし、銀行は経済と金融がすでに弱り切っている環境下で、上昇したコストをどうやって借り手に転嫁したらいのだろうか？ 経済全体が貸出の絞り込みの影響を受けている環境下で、脆弱な銀行が市場で存続可能な条件で株式資本を調達できるかどうかは疑わしい。このような脆弱な状況に周辺国における政治的な不安定性の要素と資本逃避という現象を追加すると、周辺地帯では複数諸国がEMU

離脱を余儀なくされる可能性があろう。離脱へのルートは、巨額の資金注入によって、さらなる援助を時折行うというものになるだろう。EMUを内部のコア諸国だけに迅速に縮小する、あるいは金融面で改革された憲法をもつ仏独同盟を電光石火で成就するという代替的なルートと比較すると、この離脱へのルートは金融的に強い諸国の納税者にとつてずっとコスト高になる可能性が大きい。