

対アルゼンチン IMF プログラムの失敗と 資本取引規制の重要性

大 田 英 明

[要約]

2015 年 12 月に誕生したマクリ前政権は新自由主義的政策に基づく金融・資本自由化を採用した。しかし、経済危機に直面し、2019 年 10 月の大統領選挙では同政権は崩壊し、代わって中道左派のアルベルト・フェルナンデス大統領が誕生した。この政変はマクリ前政権の自由化路線と IMF プログラムに対する国民の反発を示している。同政権はそれまでのネストル・フェルナンデス（2003-07）・クリスティーナ・フェルナンデス・キルチネル（K-F）政権（2007-15）が実施してきた資本取引規制下での慎重な経済成長重視政策を転換し、2000 年初の危機の背景となった資本・金融自由化政策を再び採用した。その結果、2018 年以降、アルゼンチンから米国など先進国市場に資本流出が加速し、通貨は大幅に下落し、経済危機も深刻化した。これを受け、マクリ政権（当時）は 2018 年 6 月に IMF に支援を要請したが、同プログラム下の緊縮政策が同国の経済・市場悪化に拍車をかけた。本論文は最新のアルゼンチンの IMF プログラムを例にその厳しい緊縮政策を中心とした運営方針に全く変化がないことに加え、K-F 元政権下で実施された資本取引規制が経済成長と社会の安定化に有効であったことを示す。

目次

はじめに

1. ポスト IMF プログラムの時代（2005-2015）
2. マクリ政権の誕生と失敗
3. アルゼンチンの資本取引規制と有効性
4. アルゼンチンの IMF プログラムと教訓

結論

参考文献

- [Appendix] 1：対アルゼンチンスタンドバイ取極（SBA）Reviews
2：アイスランドの経済危機以降の回復

はじめに

アルゼンチンでは2001年末のカレンシーボード制崩壊以降、経済危機を経験し、さらに対外債務のデフォルトが生じた。その後、IMFプログラム下にあった同国では緊縮政策や構造改革が実施されたが、2003年5月に大統領に就任したネストル・キルチネル（Nestor Carlos Kirchner）政権の下で2004年後半からIMFとの関係を事実上断ち、2006年1月に早期返済を完了、独自の経済政策を実施し、その後アルゼンチン経済は生産、輸出、雇用とも回復し、世界金融危機までの7年間（2003-2008）はアルゼンチン史上最も高い安定成長（8.0%）を達成し、所得水準（1人当たりGDP）も危機時（2002）の2,593ドルから2015年には13,789ドルまで上昇した。2007年から2015年まで夫人のクリスティーナ・フェルナンデス・デ・キルチネル Cristina Elisabet Fernández de Kirchner）が大統領職を引き継いだが、マクリ前政権のような危機を招くことはなかった。

キルチネル/フェルナンデス政権下（2003～2015）では、事実上IMFと断絶状況にあったため、IMFと深い関係にある米金融市場は、それまでのように自由な金融投資を実施できなくなり、度々IMFを通してインフレ率の統計の不適切性などを含め改善要求を突き付けてきたと考えられる。特にオバマ政権（2009～2016）下では、米国金融資本に有利な市場環境を求めて南米地域の主要国アルゼンチンに対しても度々圧力をかけていた。そして2015年12月に就任したマクリ前政権（当時）は米国金融界の要望を受入、それまでの為替資本取引規制を撤廃した。その結果、当初は資本の流入も見られたが、一方で世界経済の資本移動の動きに一層左右される構造が復活し、資本流出に伴う「資本収支危機」のリスクは逆に増大した。特に2018年から2019年以降、世界景気が頭打ちとなり、下降局面に入ると、資本の流出が増大し、それが危機を深刻化した。こうした危機の背景には、マクリ前政権の資本取引規制撤廃と自由化政策が資本流出を加速させ、米国への資金還流が進行したことがあるとみられる。結局マクリ政権の「実績」は、アルゼンチンを一層外部経済への依存度を高め、脆弱な国内産業・市場が大きく損なわれ、危機を招いたことである。

資本流出に伴い通貨ペソ安が進行、それがインフレを加速した。このため、マクリ前政権は2018年6月にIMFに支援を要請、スタンドバイ取極（SBA）に基づくプログラムが実施されてきた。しかし、その厳しい緊縮政策により、経済は一層悪化し、国民生活は逼迫した。しかも、通貨下落に伴うインフレ圧力が加速したため、国民の不満は高まった。その結果、2019年10月の総選挙により政権交代が実現し、以前のキルチネル大統領時代に首相も務めたアルベルト・フェルナンデス氏が大統領に就任した。

本論文では、2000年代以降現在に至るまでのアルゼンチンに関与してきたIMFの最新のプ

プログラムの評価を通して、IMF プログラムが本質的に変化しておらず、世界金融危機後に公式に見せてきたプログラム運用の「柔軟性」も結局表面的な面にとどまり、厳格な緊縮政策を適用し当該国の経済をさらに悪化させるという本質は全く変化していないことを示す¹⁾。また、一般的に正当に評価されてきていない 2000 年代半ば以降、ポスト IMF プログラム時期（キルチネル／フェルナンデス元政権）に採用された資本・金融取引規制がアルゼンチン経済・市場を安定化させた事実を再評価する。さらにマクリ前政権で示された資本自由化や緊縮政策のリスクを検証し、改めて新興国における資本規制政策の重要性を示す。なお、IMF は最近になって改めて資本移動の管理・規制（Capital Flow Management, CFM）の導入の有効性についてようやく真剣に考慮するようになってきたとされるが、依然として公式には短期的かつ一時的なものとする位置づけに変化はない²⁾。

1. ポスト IMF プログラムの時代（2005-2015）

1-1 キルチネル／フェルナンデス政権下の経済回復への道

ネストル・キルチネル（Nestor Carlos Kirchner）政権（2003 年 5 月～2007 年 12 月）、夫人のクリスティーナ・フェルナンデス・デ・キルチネル（Cristina Elisabet Fernández de Kirchner）政権（2007 年 12 月～2015 年 12 月）の時代（以下、K-F 政権）は、アルゼンチンの歴史において、比較的短期間に最も高い成長と経済安定化を実現したといえる。カレンシーボード制崩壊に伴う危機（2001/02）の後、政権についたキルチネル政権破産状態にあった経済・財政を短期間に立て直し、2002 年の GDP 成長率▲ 10.9%から、03 年 8.7%、04 年 9.0%と急回復を遂げさせ、物価上昇率も 2002 年 25.9%から 03 年 13.5%、04 年 4.4%と急低下、失業率も改善させた。

K-F 政権では 2003-2008 年には平均 8.0%もの GDP 成長率を達成、マクリ政権誕生前までの（2003～2015）平均成長率 4.6%を考慮しても歴史的に高い水準の成長率といえる³⁾。この結果、2002 年の危機時に一人当たり GDP は US\$2,593 であったものが、2015 年には US\$13,789 まで増加した（ただし、マクリ政権下での危機に伴い、2018 年は US\$11,653 まで低下）。こうした安定的成長はそれまで数十年間 IMF プログラムに指南され、あるいはその下に置かれた期間では決して達成されなかったものである。また、失業率も 2002 年には 19.6%にも達していたが、2015 年には 7.6%まで低下した。このように K-F 政権下では総じて経済安定化と高い経済成長を達成したことがわかる。

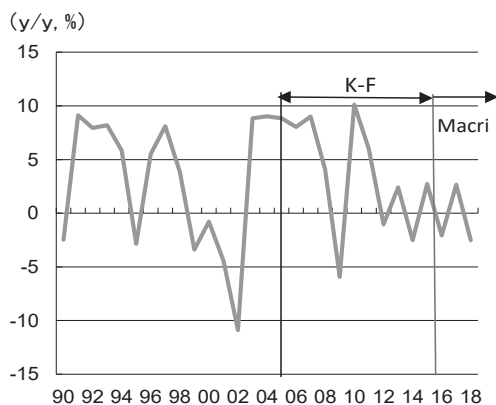


図1 GDP Growth (Argentina)

(出所) World Bank database

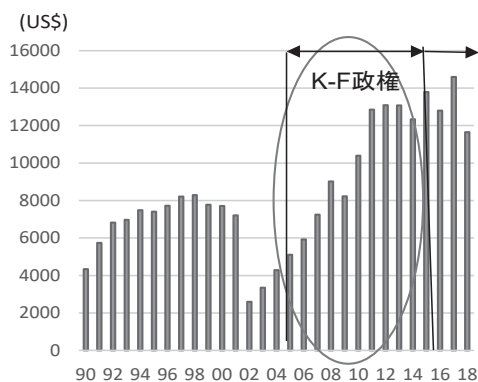


図2 Argentina: Per capita GDP

(出所) World Bank database

1-2 経済・市場の安定化

K-F 政権下では、インフレ率（CPI 上昇率）については、IMF から統計上の不備を指摘されてきたが（次節参照）、実際には、マクリ政権に比べむしろ比較的低く安定していた（図3）。失業率も2015年以前までは大幅に低下し、比較的安定していた（図4）。さらに、K-F 政権下では財政・経常収支とも比較的健全な GDP 比3%以内の赤字を維持していた（図5, 6）。

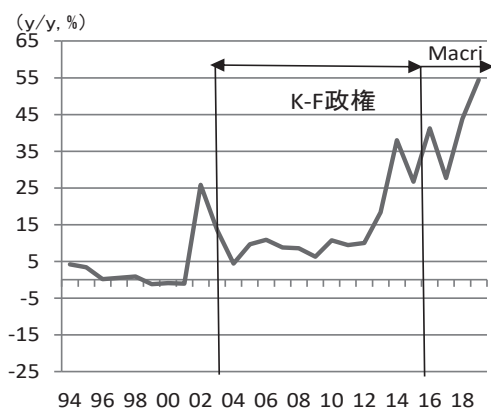


図3 CPI (Argentina)

(出所) IMF, FRED, Focus Economics

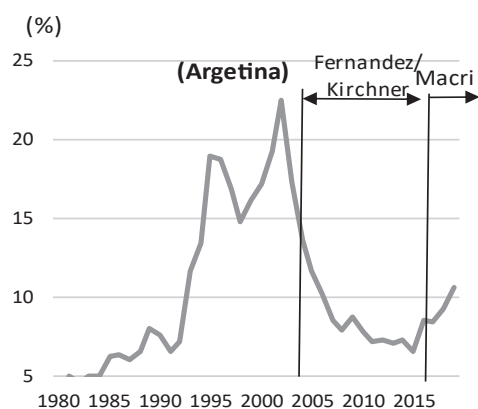


図4 Unemployment Rate (Argentina)

(出所) WEO database (IMF)

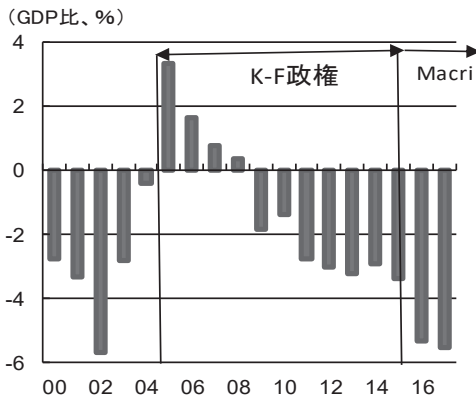


図5 財政収支 (Argentina)

（出所）WEO database（IMF）

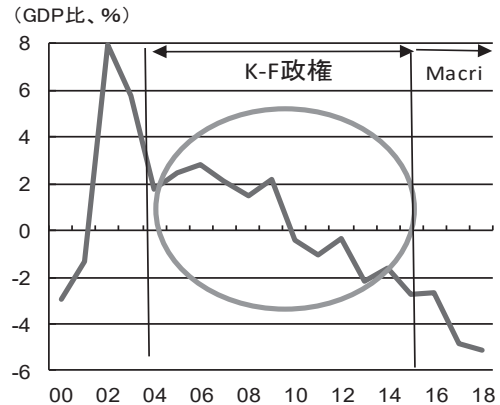


図6 経常収支 (Argentina)

（出所）WEO database（IMF）

1-3 資本規制の導入と安定化

資本取引規制（或いは資本移動管理・規制）の導入は、IMF プログラム脱却後、K-F 政権下で最も成功した経済政策のひとつといえる（表1）。金融開放度を示す Chinn-Ito による KAOPEN（Capital Account Openness）の指標では IMF プログラム終了後の 2000 年代半ば以降、アルゼンチンの KAOPEN 指数は規制方向を一貫して示してきた（図7）。こうした資本取引規制の導入は、国内資金の海外への移転を抑制した。特に同国のように金融機関の外資比率が比較的高い国では有効である。民間資本の自由な流出入を規制したことから、資金が以前までのように容易に流出し、同国国内貯蓄率の低下と国内投資を抑制するひとつの要因となってきたことに対する抑制効果が働いたと考えられる。とりわけ K-F 政権下では、資本流出規制と直接的規制を主たる手段としてきたことは注目される⁴⁾。

表 1 Argentina Capital Flow Management (CFM)

Type of CFM	Date	Descriptions	Change of Status
Inflow Management / ControlsReserve requirement	2005	A mandatory 365-day unremunerated deposit equivalent to 30% of capital inflows was introduced.	Removed (2016) Article IV 2016 N/A
Outflow Limit/ Approval requirement	Oct 2011	Prior authorization became required for foreign exchange transactions including tourism and tourism packages and web-based purchases abroad. The authorization requirement applied to FX sales for the formation of residents' freely usable foreign assets and for certain tourism and travel transactions. Authorization was not required for payments related to other services, income, and other current transactions.	Tightened (Jan 2014), removed (Dec 2015)
Outflow/ repatriation requirement	Oct 2011	Producers of crude petroleum and natural and liquefied gas must surrender 100% of their FX export earnings to Argentina. Previously, oil and gas companies had to surrender 30% and mining exporters were exempt.	Removed for oil exporters (Oct 2014), removed for all (Oct 2017)
Outflow/ Ban	Oct 2011	Local insurance companies were banned from holding investments abroad. Previously, they were allowed to hold up to 50% of their investments and funds abroad.	Removed (Nov 2015)
Outflow/ Approval	Oct 2011	Prior authorization from the tax agency to purchase US dollars for savings was required.	Removed (2016) Article IV 2016 N/A
Outflow/ Surrender, repatriation requirement	Jan 2012	The deadline for repatriating and settling FX-related financial debts abroad and issuance of foreign securities was reduced to 30 days. The proceeds from the settlement of FX transactions related to foreign borrowing must be credited to a demand account in the debtor's name in a financial institution.	Removed (Dec 2015)
Outflow/ Other	Apr 2012	Withdrawals of foreign currency using local debit cards from ATMs abroad were only permissible by debiting a customer's domestic foreign currency account.	Removed (Dec 2015)
Outflow/ Surrender, repatriation requirement	Apr 2012	A deadline of 15 business days from the date of disbursement of funds abroad for surrendering proceeds, advance payments, and pre-financing was established.	Removed (Oct 2017)
Outflow/ Approval	Jul 2012	Rules granting access to the local exchange market without Central Bank of Argentina (BCRA) approval for the purchase of residents' external assets not earmarked for a specific purpose were suspended, making BCRA approval compulsory for these transactions.	Eased (Jan 2014), removed (Dec 2015)
Inflow/ Outflow/ limit	Feb 2014	A limit on banks' net FX positions, including holdings of cash and US dollar bonds, and the net FX futures position was introduced.	Eased (2016), tightened (May and Jun 2018, Sep 2019)
Inflow/ Outflow/ limit	Sept 2014	A restriction on FX transfers (both inflows and outflows) between local and foreign bank accounts was imposed.	Removed (2016)
Outflow/ Surrender, repatriation requirement	Dec. 2015	For new foreign financial borrowing operations by the financial sector, non-financial private sector and local governments, the sale of funds on the local FX market was a prerequisite for later access to that market for principal payments, including full or partial prepayments, no matter how far in advance.	Removed (Jan 2017)
Inflow/ Limit	Feb 2019	A limit on banks' holdings of central bank bills (LELIQ) to 65% of their deposits or 100% of their capital (whichever is higher) was introduced.	—

(出所) IMF 2019 Taxonomy of Capital Flow Management Measure

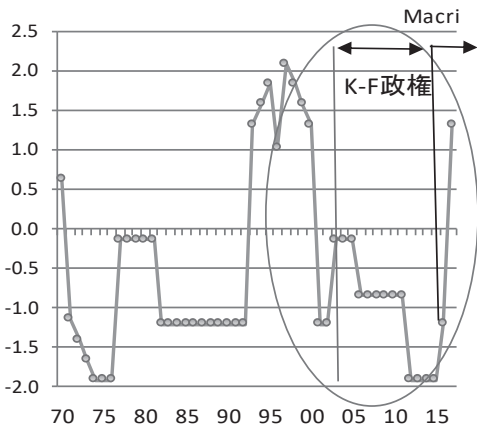


図 7 KAOPEN (Argentina)

(出所) Chinn,Ito KAOPEN

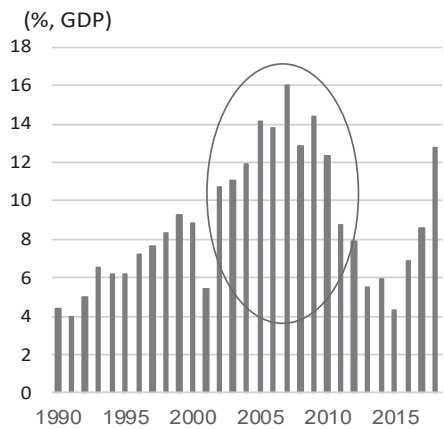


図 8 Argetina: Foreign Reserve

(出所) World Bank database

K-F 政権下では輸出が拡大し、外貨準備の積み増しも進展した（図 8）。その結果、対外債務や外貨準備高は 2000 年前後の危機時に比べ大幅に改善・回復した（図 9、10）。もちろん、世界金融危機後の資金の一時的流出は外貨準備高の減少につながったが、これは一次産品を主たる輸出品としてきた同国経済構造に起因したものであった。

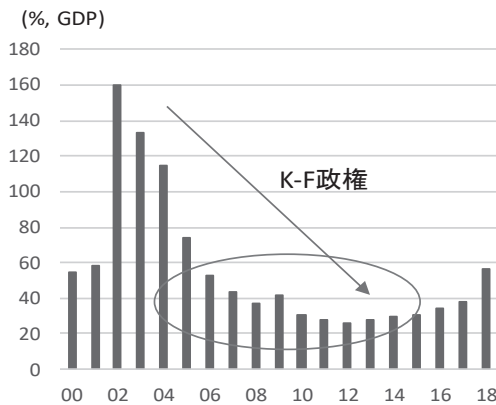


図 9 Argentina: External Debt

（出所）World Bank database

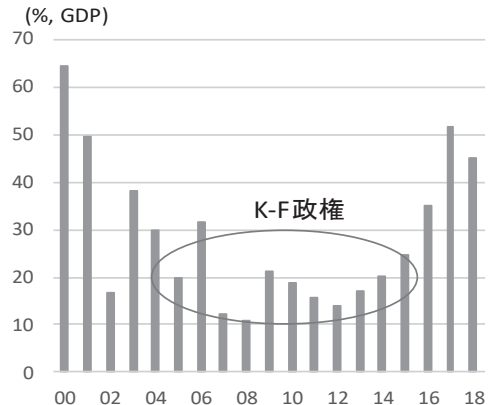


図 10 Argentina: Debt service

（出所）World Bank database

リーマンショックに始まる世界金融危機の時期でも、他の新興国と同様 GDP 成長率等マクロ経済指標は若干悪化したものの、K-F 政権下では 2001 年のような深刻な危機は発生していない。これも資本取引規制下での投機的取引が抑制されたことに起因すると考えられる。

1-4 社会の安定化と所得分配改善

K-F 政権下では、戦後のアルゼンチンの歴史で最も所得分配の改善が進んだ時期であった。所得分配を表すジニ係数の低下に見られるように、2000 年代以降、一貫して所得分配は改善してきた（図 11）。また、貧困層下位 20% のシェアも 2000 年代後半以降改善基調にある（図 12）。さらに、特筆すべきは K-F 政権下では、大学進学率が急速に拡大したことである（図 13）。これは、緊縮政策を進める IMF プログラム下では決して達成されないことと考えられる。

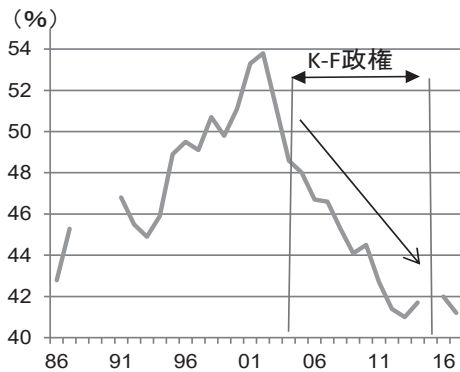


図 11 Gini (Argentina)

(出所) World Bank database

なお、2018 年 6 月のマクリ前政権下での IMF プログラムでは失業手当や教育奨学金を考慮するとの文書（趣意書）が記述されたが、実効性を伴ったものかどうかは定かではない。実際には、非常にわずかな金額を失業手当等にあてることとしたが、経済の全般的悪化、雇用環境の悪化に伴い、結局こうした「表面的」な safety net は有効なものとなっていない。

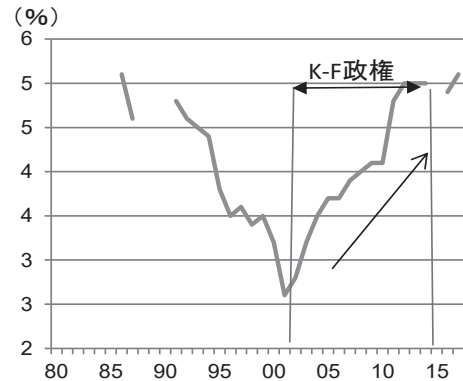


図 12 Share of Poor 20% (Argentina)

(出所) World Bank database

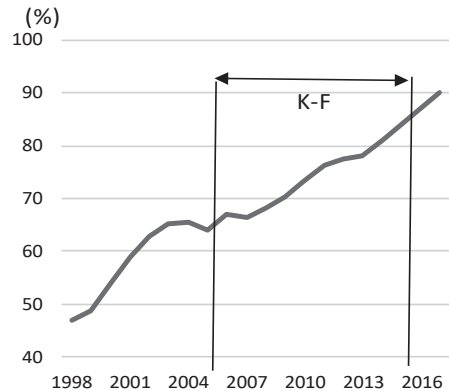


図 13 Tertiary Education Enrollment (Argentina)

(出所) WEO database (IMF)

2. マクリ政権の誕生と失敗

2-1 アルゼンチンと IMF・米国金融界の政治経済学

アルゼンチンのネストル・キルチネル政権は、2001 年末のカレンシーボード制崩壊後の危機時の IMF プログラムの修了に伴い繰上げ返済した（2006 年 1 月 3 日）。これにより、同国政府は政策の自由度を回復した。同政権は、それまでの緊縮政策から一転財政支出を拡大、それまで軽視されてきた分野での支出を拡大した。それとともに、金融資本が自由に流出する状況に歯止めをかける目的で資本取引規制を導入した。その結果、それまで同国を相手にしてきた米国金融界は規制策に反発して、様々な圧力をかけてきた。IMF プログラム終了後は殆ど正常な関係を保つことはできず、ある意味でアルゼンチン政府は IMF と「絶交状態」が継続

した。

特にオバマ政権（2009～2016）下では、クリスティーナ・フェルナンデス・デ・キルチネル（Cristina Elisabet Fernández de Kirchner, 以下 CFK）政権下のアルゼンチンに対して IMF と激しい政策の応酬があった⁵⁾。IMF は最初にアルゼンチン政府に対し、インフレ統計に疑義があり、実際のインフレ率より低めに公表しているとしてその恣意性を非難し、その是正なくしては統計を IMF の公式統計に載せないのみならず、他の措置を検討するとした。それに加え GDP 統計に対しても疑義を唱えてきた。こうした統計問題はアルゼンチンに対する IMF の圧力（すなわち米国の圧力）の一例に過ぎなかった⁶⁾。

もともと米国金融界では長い間アルゼンチンは格好の市場として早くから（70 年代以降）金融自由化を実現させ、投資対象として市場を確保してきた。債務危機を克服し、90 年代初にはカレンシーボード制を導入し IMF と一体化して米国金融界の利益の対象として同国を最大限に利用してきた歴史もある。したがって、米国及び金融界にとってアルゼンチンでの資本金融市場の再自由化は悲願であった。そのために、資本自由化への道を開くためにはなんとかしてもアルゼンチンにおいて CFK 政権を崩壊させ、米国金融界に有利な政策を採る市場自由化を標榜とした政権を実現させる必要があった。

そこで、2014 年には、オバマ政権（当時）下において米国のファンドが、2001 年の金融危機以来、債権者との話し合いで利息の支払いで返済を猶予してきたアルゼンチン国債の元本返済を求める訴訟をアメリカ合衆国の裁判所で起こし、勝訴したために 6 月 30 日までに元本返済ができないとデフォルトに陥る危機に直面した。この時は、アメリカの判決内容に異議を唱える意見広告をアルゼンチン大統領府として日本の朝日新聞などに掲載し債権者に理解を求めることに努めることになった。この際、アルゼンチン側は、同国が支払いをする意思があるにもかかわらずそれを物理的に不可能とさせる内容であり、それは理不尽であること主張した。こうした背景において、2015 年 12 月の大統領選挙の結果、ついに親米（米国及び金融界の利益を反映した）マウリシオ・マクリ（Mauricio Macri）政権が誕生し同政権は新自由主義に基づく金融自由化政権を実現できることとなった。

米国オバマ政権（当時）はアルゼンチンでのマクリ前政権への政変を非常に歓迎していたと見られる。これはオバマ氏がマクリ政権誕生直後の 2016 年 3 月 23 日に米国大統領として約 20 年ぶりにアルゼンチンを訪問したことをみてもわかる。米大統領が同国を公式訪問するのは、クリントン政権時代の 1997 年以來のことであり、いかにオバマ氏が政権交代を支持していたかが伺える。しかし、アルゼンチンの経済・市場環境は悪化しマクリ政権は結果として失敗に終わった。それはアルゼンチンの国民全体の利益よりも一部の富裕層や金融界の利益を代弁し、米国の利益につながる政策を採用し、危機を深刻化させたからであった。

2-2 アルゼンチン政権交代・マクリ政権誕生と背景（2016～19）

マクリ前政権（2015.12～2019.12）がまず行ったのがそれまでの K-F 政権下で実施されていた資本・金融取引の自由化であり、規制はほとんど撤廃された（表1）。その結果、当初は外国資本による金融市場への投資が増加したものの、それも短期間に終わり、トランプ政権（2017～）下の米国経済の回復に伴う先進国投資家のポートフォリオ配分が変化するに伴い、逆にその自由化政策がアルゼンチン市場から資金流出を加速させる事態を招いた。

マクリ前政権下（2016～2019）の GDP 成長率は平均▲1.3%とマイナス成長となっている。2016 年は▲2.1%、2017 年こそプラス 2.7%であったが、2018 年は▲2.5%、2019 年も▲3.1%（IMF 予測）と経済は大幅に後退した。これに伴い為替相場も下落し、それが対外債務の増加につながった。さらに景気悪化に伴い失業率も上昇した。このため、次第に同政権に対する国民の不満が高まった。また、同政権下では結果的に危機を招き、失業率も 10.6%（2019 年 7 月）まで達した。

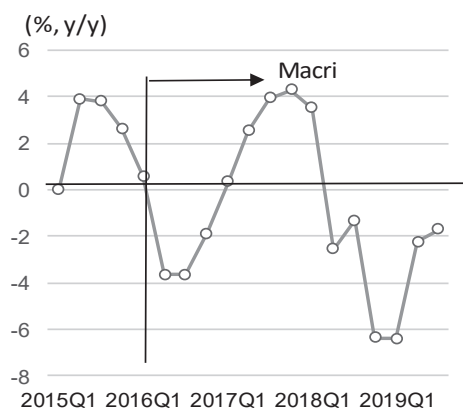


図 14 Argentina: GDP Growth

（出所）IFS database (IMF)

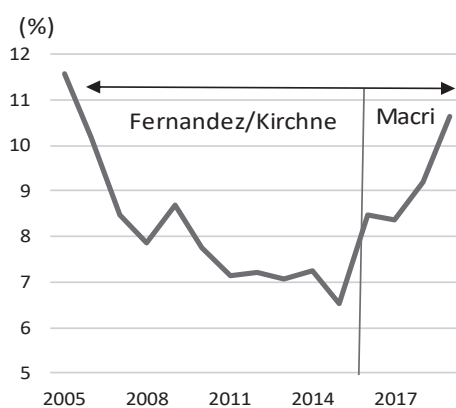


図 15 Unemployment Rate (Argentina)

（出所）WEO database (IMF)

低迷してきたアルゼンチン経済は 2019 年には年率 50% 超のインフレ率をかかえ、スタグフレーション状況にあった。また、10% 強の失業率に加え、貧困率 32%（2018）と人口の 3 分の 1 が貧困ライン未満という問題に苦しんでいる。これは、マクリ前政権下で急速にアルゼンチン経済が悪化したことを示す。米国金融界がアルゼンチン市場で金融投資による格好の場として提供されたが、实体经济の安定的な成長は達成できていない。

表 2 Argentina : 主要経済指標 (実績・目標値)

	Average		⇒ Macri Govt.									
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
GDP Growth	1.5	2.7	-2.1	2.7	-2.5	-3.1	-1.3	1.4	2.3	3.1	3.2	
CPI (y/y, %)	38	26.7	41.2	27.7	43.8	54.4	51.0	32.3	26.9	22.2	17.0	
Current Account (% GDP)	-1.6	-2.7	-2.7	34.3	-5.3	-1.2	0.3	0.0	-0.5	-0.9	-1.6	
I-S Balance (% GDP)	-0.6	-2.7	-2.7	54.4	-5.2	-1.2	-1.6	-1.8	-2.0	-2.1	-2.4	
Gross National Savings	15.7	14.3	16.3	13.8	15.7	17.3	12.5	12.4	12.4	12.5	12.2	
Total Investment	17.3	17.1	19.1	18.8	21.0	18.5	14.1	14.2	14.4	14.6	14.6	
Primary Balance (% GDP)	-1.9	-4.4	-4.8	-4.2	-2.6	0.1	1.4	1.4	1.6	1.7	1.8	
Overall Balance (% GDP)	-2.9	-6.0	-6.7	-6.7	-5.2	-4.0	-2.7	-3.1	-3.0	-2.7	-2.9	
Monetary Base(% y/y)	22.5	40.5	26.6	24.7	36.0	8.6	14.2	28.3	18.0	18.4	21.8	
M2 (% y/y)	28.7	28.2	30.4	25.8	22.5	-1.9	28.0	38.0	22.5	15.6	24.7	
Intl Reserve(US\$bn)	42	25.6	39.3	55.1	65.8	59.7	65.9	72.1	77.6	63.7	90.0	

(注) GDP 成長率・財政収支 (総合・プライマリー)・国内貯蓄投資の上段 2019~24 年は IMF による 2019 年 10 月における推定・予測値。

(出所) IMF Request for SBA (July 2018), Fourth Review Tab.1 (July 2019), WEO database (IMF)

2-3 資本自由化政策推進とその影響

マクリ前政権では外国投資家の意向を反映して自由化政策を採用したものの、それが逆にグローバル経済の資本移動の動きに大きく左右されるようになり、次第に外貨繰りが困難となった。マクリ政権発足前までは企業はドルの購入を制限され、外為市場で外貨を購入して海外に送金するには、中央銀行の承認が必要であった。マクリ政権下の主な自由化措置は以下のとおりである。

- ①輸出取引は国内為替相場を通じて外貨決済を行うという義務付けは廃止。輸入では、外貨取得の規制はなく、事前申請は不要。
- ②サービスの輸出入に係る事前宣誓申告義務は、廃止。(同申告は、これまで、電子および情報サービス、特許および商標権、ロイヤルティー、著作権、サッカー選手のレンタル契約金、ビジネス・企業・技術サービス、文化・娯楽・パーソナルサービス、財・サービス輸出による保証金支払い、映画・ビデオ・音声の頒布権、技術移転サービス、国外への支払い、非金融資産の購入などを対象)
- ③居住者が国外においてクレジットカード、デビットカードを利用した場合、またはインターネットを利用して支払った場合の課税 (35%) が撤廃

マクリ前政権下の自由化政策は初期には短期的な国際取引の増加をもたらしたが、長続きしなかった。米国経済が 2017/18 年と回復するに伴い海外投資家のポートフォリオ配分が変化しアルゼンチンのような新興国市場から資金流出が加速した。アルゼンチン経済は本来外的環境に著しく左右される構造となっており⁷⁾、金融収支は急速にネットでマイナス、すなわち資本流出が加速した。資本流出が為替下落を招き、輸入消費財に依存するアルゼンチン経済はインフレ圧力が高まった (図 16)。

アルゼンチンの金融収支が大きくマイナスにふれているのが2017/8年であり（図17）、この時期は2015年に比べ米国市場など先進国の株価上昇など好調な市場の影響を受け、新興国市場から資金が流出した。これは米国・欧州の株価、債券スプレッドの動きでも見て取れる（図18、19）。

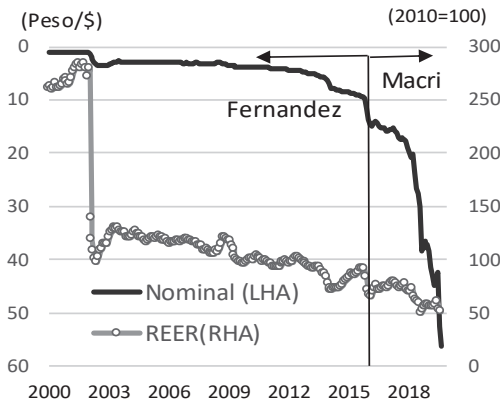


図16 Argentina: 為替相場

（出所）IFS（IMF）、BIS

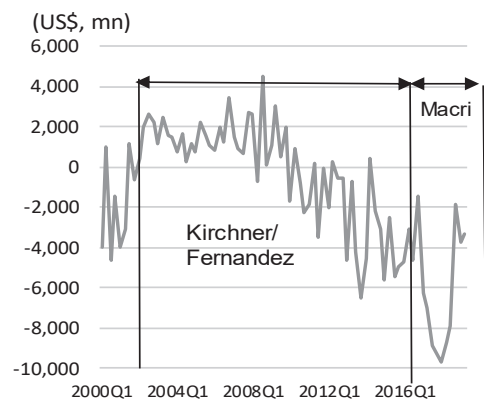


図17 Argentina: Financial Account.

（出所）WEO database（IMF）

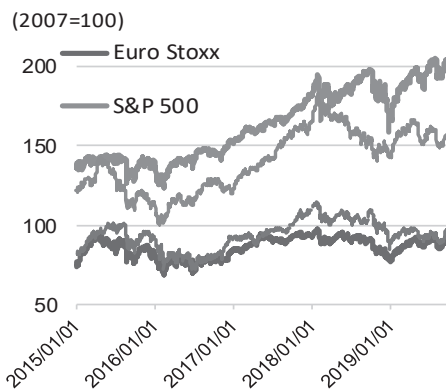


図18 Equity Prices

（出所）World Economic Outlook（2019.10）IMF

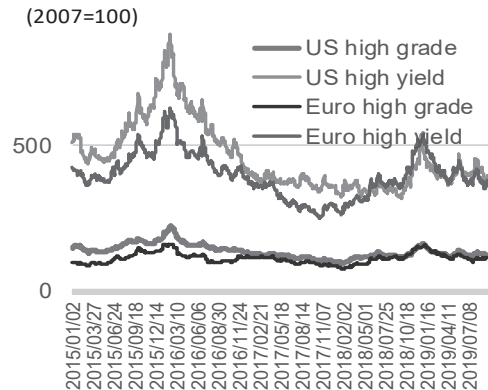


図19 Credit Spreads

（出所）World Economic Outlook（2019.10）IMF

アルゼンチンを含む新興国の研究では国内投資率の上昇は国内貯蓄率の上昇と並行して起きており、しかもそれは、グローバル経済環境に大きく左右されている（IMF, 2016）。さらに、2000年代後半以降一貫して低下してきた民間対外債務もマクリ前政権では上昇基調にあった。これは資本・金融自由化を推進した結果として当然であろう。また、同政権下では経常収支や財政収支も赤字幅が一層拡大した。このため、外貨準備もマクリ政権下では大幅に減少した（図

20)。しかも、これは金融収支の大幅なネットでの湧出が加速したため、一層外貨繰りも苦しくなった。こうした背景から、国内貯蓄率は大幅に低下し、特に貯蓄・投資ギャップは拡大した(図 21)。

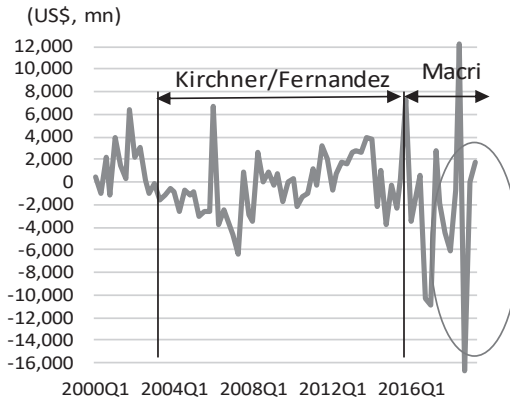


図 20 Argentina: Foreign Reserve

(出所) BOP database (IMF)

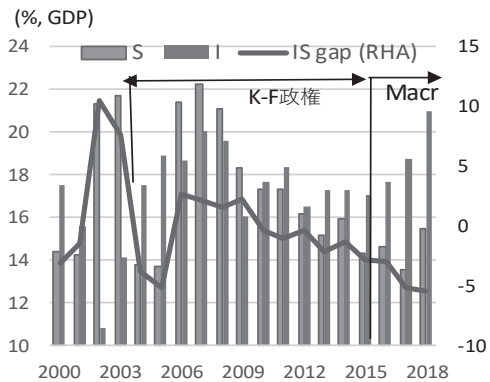


図 21 Argentina: 貯蓄・投資率

(出所) World Bank database

2-4 マクリ政権下の IMF プログラム

マクリ前政権では資本自由化が促進されたため、当初金融界の期待感から資本が一時的に流入したが、米国経済・市場の堅調さが注目され、他の新興国と同様に次第に資本流出が加速した。危機の深刻化に伴い IMF に支援を要請、スタンドバイ取極 (SBA) に基づくプログラムは 2018 年 6 月に承認されたが、実際にその詳しい内容が明らかになったのは 2018 年 10 月に公表された SBA の内容とともに公表された趣意書 (Letter of Intent, LOI) (IMF 2018c) であった。対アルゼンチンプログラムは 3 か月ごとに厳格にレビューが実施されたが、その度に主要なコンディショナリティ指標が未達成であったため、修正を繰り返している (表 3-1)。2019 年 7 月に公表された第 4 次プログラムレビュー報告書は目標とするコンディショナリティ数値に達していないため、趣意書は再び改定されている。

特に IMF が最重要視する財政収支については、公共部門支出の削減やエネルギー関連支出減額など従来通りの IMF の緊縮路線がコンディショナリティに適用されている (表 3-2)。例えば、最初の趣意書では財政収支の改善を求め、プライマリーバランスを 2017 年の GDP 比 ▲ 4.2% を 2018 年に ▲ 2.8%、2019 年は 0.1%、2020 年以降はプラス 1.2% に転換するという目標を掲げた。しかしこれは、2018 年の ▲ 2.8% を 1 年間で赤字を 2.9% も大幅に削減する非常に厳格なものであった。こうした厳格な緊縮政策は、過去数十年にわたり各国のプログラムで実施されたが必ずしも成功しておらず、改善を求める各方面の意見は最近のアルゼンチンのプログラムでは殆ど反映されていない。

表 3-1 IMF Program の予想と現実 (Argentina)

(% GDP)

LOI[趣意書] (Review 実施時)	GDP成長率 (y/y, %)				プライマリー収支				財政(総合)収支				経常収支			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Original	2.9	0.4	1.5	2.5	-4.2	-2.8	-1.3	0.2	-6.5	-5.1	-3.8	-2.9	-4.8	-3.6	-3.2	-2.7
(Jul.2018)		-2.8	▲0.5-2													
1. Oct.2018	2.9	0.4	1.5	2.7		-2.5	0.1	1.2		-5.5	-4.4	-3.2		-3.6	-3.2	-2.4
(Sept.2018)		-2.8	-1.7		-4.4	-2.8	-1.3		-7.0	-5.1	-3.8		-4.9	-4.2	-1.6	
2. Dec.2018	2.9	-2.8	-1.7	2.7		-2.6	-0.1	1.0		-5.5	-4.4	-2.5		-4.2	-1.6	-2.4
		-2.8	-1.7		-4.3	-2.1	0.1		-6.8	-5.7	-3.7		-4.9	-0.2	-1.5	
3. Apr. 2019	2.7	-2.8	-1.2	2.2		-2.2	0.0	1.1		-5.7	-2.7	-1.5		-5.4	-2	-2.5
(Mar.2019)		-2.5	-1.2		-4.2	-2.6	-0.1		-6.7	-5.2				-5.2	-1.5	
4. Jul.2019	2.7	-2.5	-1.3	1.1			-0.4	1.4		-5.2	-3.5	-2.1		-0.2	-1.8	-1.6
(June 2019)		-2.8	-2.5	2.2	-4.2	-2.2			-6.7	-5.2	-2.7	-1.9	-4.9	-5.2		

(注) 上段はプログラム設定値、下段は実績・予測値。

(出所) IMF Letter of Intent (2018 年 10, 12 月、2019 年 4, 7, 10 月)

表 3-2 Argentina Quantitative Performance Criteria/ Targets

(bn Pesos)

		2018					2019							
		June PC	Actual	Sept. PCs	Actual	Oct PC	Dec. Rev.PC	Mar. PC	Actual	June PC	Actual	Sept PC	Rev.PC	Dec.
Fiscal Targets														
Performance Criteria														
1 連邦政府 Primary balance		-148.0	122.6	-256.0	n.a	-298.0	-370.0	6.0	10.5	20.0	n.a	60.0	70.0	0.0
2 対外債務未返済		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
3 未国内債務未返済		8.2	-1.9	14.9	n.a	17.0	24.4	30.0	5.6	45.0	n.a	53.2	53.2	58.5
4 社会支出 (floor)		87.7	87.7	131.1	n.a	144.0	173.0	60.0	72.7	132.0	n.a	205.0	223.5	325.0
5 一般政府 Primary balance.		163.3	47.9	-272.0	n.a	n.a	-370.0	-14.0	79.0	10.0	n.a	80.0	95.0	30.0
Monetary targets														
6 Net Int'l reserves (floor)		5.5	2.7	5.5	-8.7	3.7	7.1	12.5	5.5	9.0	4.0	13.1	13.1	9.8
7 累積non-deliverable FX forwards (fl)		1.0	0.4	0.0	1.3	0.0	0.0	-1.0	-3.3	-1.7	-6.6	-2.6	0.0	0.0
8 対政府中銀貸出.(ceiling)		0.0	0.0	-78.0	-39.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
9 中銀貸出.(ceiling)		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inflation Consultation Clause (%)														
10 Inflation bands		22-33	28.5	22-32	40.5	—	—	—	—	—	—	—	—	—
11 中銀純国内資産		15.0	-98.0	64.0	441.7	97.7	-46.2	-185.6	-212.6	—	—	—	—	—
12 Monthly Base										0.0	-1.1	-33.0	-45.0	38.0

(出所) IMF, Argentina Letter of Intent (June 2018) & Reviews Under the Stand-By Arrangement (July 2019)

表 3-3 Argentina: Fiscal Conditionality

輸出税増税・還付減少

- 内外富裕層への富裕税課税
- エネルギー・運乳関連補助金削減
- 公的支出削減と官民パートナーシップ(PPP)推進
- 公共部門・組合等への個人所得税課税強化
- 地方交付税交付金削減; 経常資質6%削減
- 公務員新規雇用の停止
- 連邦政府支出18%削減(2018); 2019年5%削減
- 赤字国営企業への移転実質68%削減

(出所) Argentina Letter of Intent (Oct.2018)

対アルゼンチン IMF プログラムは、従来どおりの比較的厳格な財政収支や金融政策のコンディショナリティを設定した Performance Criteria (PC) に加え、構造改革を予定通り実施する目標を設定し、後者では財政収支の改善のために必要な措置をとり、政府が関連法案を議

会で通過させること、専門の委員会の設置に伴う厳格なプログラム実施、さらに財政収支改善のために税収の多様化とともに支出削減のため公的部門や個人（公務員など）に向けた補助金や教育予算の削減を設定している（表 3-4, Appendix 1 参照）。

表 3-4 Argentina: Structural Conditionality

項目	期限
1 外貨準備入札に関する規則制定	June.2018
2 対外債務に関する諮問委員会設置	Sept.2018
3 議会向け財政計画書（3年）作成	Oct.2018
4 2019年 ⁷ ライヤー収支均衡予算可決	Nov.2018
5 2019年財政収入案（富裕税含む）可決	Nov.2018
6 財政評価に関する特別委員会への予算確保	Dec.2018
7 中銀公開市場操作対象制限	Mar.2019
8 中銀に金融政策独立性確保の法案可決	Mar.2020
9 税収確保への改善コブ ⁷ ライアソ	June.2019
10 中銀の資産状況改善	Dec.2019

（出所）Argentina Letter of Intent（Oct.2018）

もちろん、最近では IMF の文書上ではジェンダーの観点や弱者に対するセイフティ・ネットについて触れた部分はあるものの、具体的にどう予算を配分するかについては殆どコンディショナリティには設定されていない⁸⁾。

さらに、アルゼンチンのスタンドバイ取極（SBA）に基づく融資の度重なるレビュー（第 1－4 回）では、公的債務の維持可能性について分析しているものの、公的支出を削減、緊縮政策を継続することを前提に可能であると明確に主張している。結局、趣意書（LOI）では緊縮政策をいかに短期に実施することができるかを強調しているのみである。

2019 年 9 月には危機の深刻化に伴いマクリ前政権はそれまで自由化一辺倒であった政策を変更し、資本規制（2019 年 12 月までの時限措置）を導入した（①財・サービス輸出時の決済代金の国内への環流・ペソへの転換義務化、②借入の際のペソへの転換義務化、③幅広い取引に関する中銀の事前承認制の導入（外貨購入、海外送金、利益・配当送金等））。しかし、この資本規制措置の導入は、時期的に遅すぎるものであり、資本流出は加速し、危機の深刻化をとどめることはできなかった⁹⁾。

3. アルゼンチンの資本取引規制と有効性

本節ではアルゼンチンが経験した完全な資本自由化の時期と資本規制下において、どの時期に資本移動が実質 GDP に影響したかに関して、BVAR（Bayesian Vector-autoregressive）モデルを用いて、資本流入（ネット）の GDP への影響を考察する。対象期間は自由化とカレ

ンシーボード制の長期の維持が崩壊、危機を経験し、IMF プログラム下にあった時期（1993～2004）と IMF への早期返済を行ない政策の自由度を回復したキルチネル・フェルナンデス政権下（2005-2015）の時期を比較する。

3-1 変数とモデル

対象となる変数は以下の通りである。なお対象期間（1993Q1-2004Q4; 2005Q1-2015Q4）の変数はすべて四半期ごとのものである¹⁰⁾。

・実質 GDP（2010=100）；国際収支上の金融収支（ネット、GDP 比）；外国直接投資（FDI、ネット流入、GDP 比）；証券投資（同）、その他投資（同）

3-2 分析 1（金融収支全体と GDP への影響）

ラグ次数は 4 期とし、殆どの変数は定常性を持っているためレベルで計測する。インパルス応答関数は累積で計測したものが図 22 である。

1993-2004 年の金融収支（ネット）の実質 GDP への影響は明らかに非有意で、殆どポジティブな影響を与えていない。これに対し、2005-2015 年の資本規制下では、金融収支全体が GDP に対し正で有意の影響を持っている。これは資本規制によって短期の投機的な資金流入が抑制され経済成長に安定的な影響をもたらしたものと考えられる。

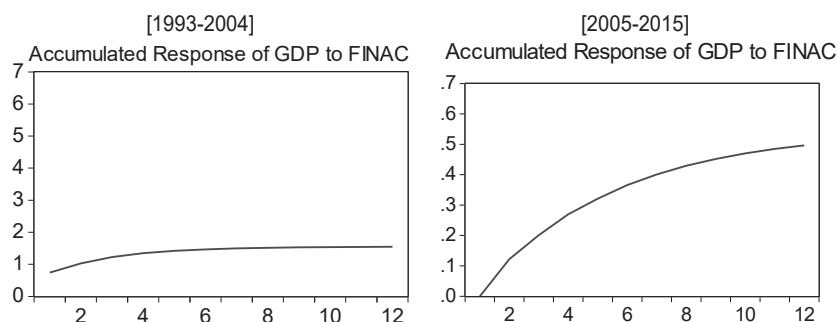


図 22 金融収支に対する GDP 成長率のインパルス応答関数

3-3 分析 2 金融収支各項目（FDI・証券投資・その他投資）の GDP への影響

分析手法は上記期間と同様である。変数の順序は資本流入各項目（FDI, Portfolio, Other）、実質 GDP（季節調整済み指数）の順である（図 23-1、23-2）。

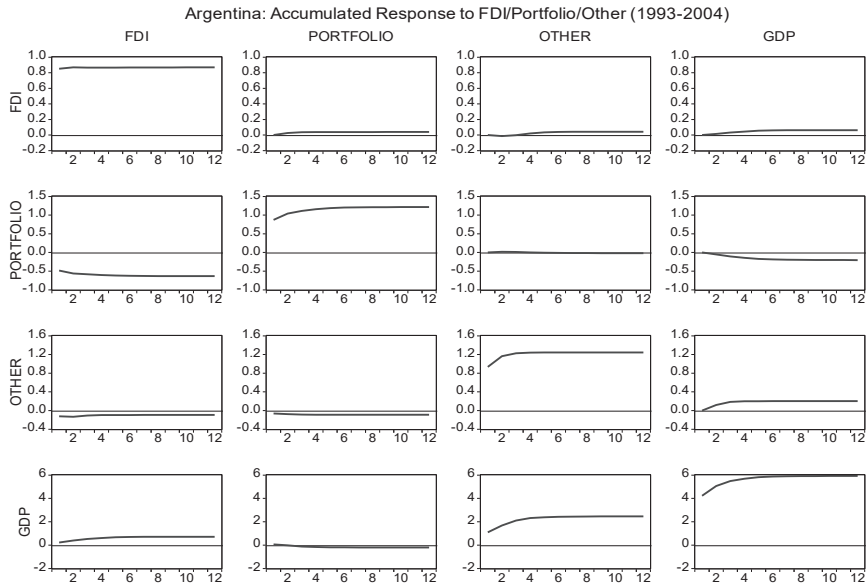


図 23-1 金融収支各項目に対する実質 GDP のインパルス応答関数(1993-2004)

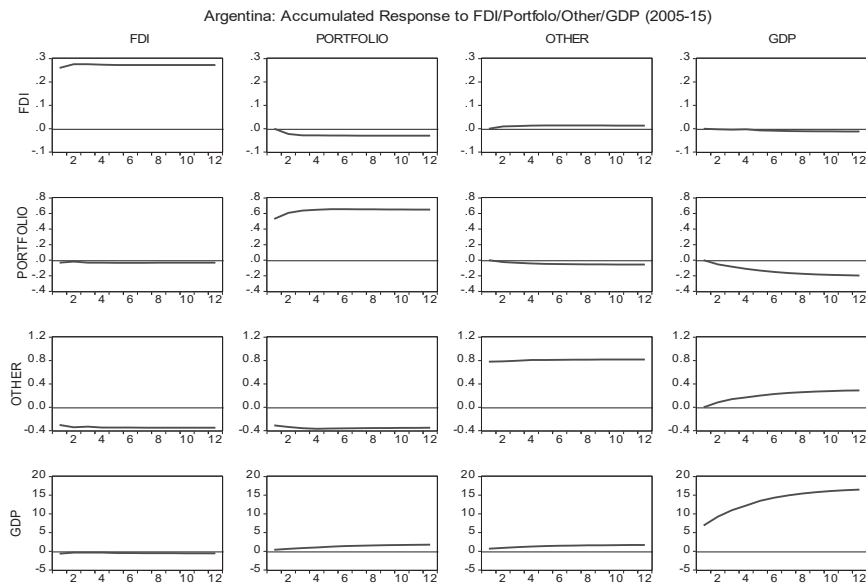


図 23-2 金融収支各項目に対する実質 GDP のインパルス応答関数(2005-2015)

資本自由化されていた 1993-2004 年では FDI 投資も GDP 成長率にわずかに影響がみられるが、その他投資の影響が相対的に高くなっている。これは短期の資本流出時には順循環的に働くため、資本収支危機（2001/2 年等）のような急激な資本流出時には GDP に大きな影響を与えるリスクがあることを示している。

一方、キルチネル/フェルナンデス政権における資本規制下の時期（2005～2015）では、FDI に比べ、通常は短期流入のリスクが高いとされる証券投資やその他投資が GDP に対し限定的な影響にとどまっている。

このように、資本取引規制下では、資本流入が全体的に GDP 成長に負の影響を与えるものではなく、むしろ安定性が維持されていることがわかる。このことをさらに上記の BVAR モデルでの分散分解で検証する。

3-4 分散分解（Variance Decomposition）による分析

BVAR モデルに基づき上記と同様の期間別に各指数の分散分解を行なって実質 GDP に与える影響を見たものである。これによれば、資本自由化時期（1993-2004）では、実質 GDP に与える影響は「その他投資（other）」が 10 期に 8.58% と他の変数より高い比率を占めている。このことは短期資本の影響が最も大きく影響し、外国直接投資（FD）のような一般的に長期的資本の比率は小さい（0.53%）ことを示しており、より資本流入の影響されやすい不安定な構造を示している。これに対し、資本規制期（2005-15）には、短期資本である「証券投資」、「その他投資」は 10 期の比率はそれぞれ 0.63% 0.99% と比率が比較的低い。このことは資本規制下の方が、短期投資も実質 GDP に比較的安定的な影響を与えていることを示す。

表 4 Variance Decomposition of GDP

	[1993-2004]					[2005-2015]				
	S.E.	FDI	PORTFOLIO	OTHER	GDP	S.E.	FDI	PORTFOLIO	OTHER	GDP
1	4.378	0.270	0.020	6.340	93.370	6.963	0.804	0.366	0.948	97.882
2	4.500	0.404	0.055	7.678	91.863	7.371	0.877	0.407	0.919	97.797
3	4.542	0.472	0.102	8.386	91.040	7.574	0.831	0.482	0.964	97.723
4	4.552	0.504	0.111	8.560	90.824	7.680	0.809	0.509	0.976	97.706
5	4.555	0.523	0.112	8.577	90.788	7.790	0.800	0.573	0.975	97.653
6	4.555	0.526	0.113	8.581	90.780	7.837	0.791	0.598	0.974	97.637
7	4.555	0.526	0.113	8.583	90.778	7.864	0.787	0.614	0.975	97.625
8	4.555	0.526	0.113	8.583	90.778	7.879	0.784	0.622	0.975	97.619
9	4.555	0.526	0.113	8.583	90.777	7.888	0.783	0.627	0.975	97.615
10	4.555	0.526	0.113	8.583	90.777	7.893	0.782	0.630	0.974	97.613

（出所）Author's Calculation based on the IFS database（IMF）

以上のように各変数の分散分解でもインパルス応答関数の結果と同様に、資本規制下ではそれ以前に比べ短期資本の影響を実質 GDP は受けにくい構造になっていたことが理解される。この点からも、経済安定化により有効であったことが示される。

4. アルゼンチンの IMF プログラムと教訓

4-1 失敗したマクリ政権下の 2018/19 年の IMF プログラム

最近では主要な新興国・途上国の「脱 IMF」が進展しており、通常予算によるスタンバイ取極（SBA）プログラムの大半（81%）はアルゼンチンが占める¹¹⁾（表 5）。他に対ウクライナ・プログラムもあるが、同国は明らかに対ロシアに対する政治的色彩が濃いものであるため、事実上アルゼンチン向けが現在唯一の主な融資プログラムともいえる。

表 5 Stand-By Arrangements (SBA) as of Oct. 31, 2019

Member	Date of Arrangement	Expiration	Total Amount Ag.	Undrawn Balance	(SDRbn)		
					IMF Credit Outstanding	Share (%/SBA)	Share (%/GRA)
Argentina	20-Jun-18	19-Jun-21	40,714	8,800	31,914	81.0	67.1
Armenia	17-May-19	16-May-22	180	180	137	0.3	0.3
Honduras	15-Jul-19	14-Jul-21	150	150	0	0.0	0.0
Jamaica	11-Nov-16	10-Nov-19	1,195	1,195	469	1.2	1.0
Ukraine	18-Dec-18	17-Feb-20	2,800	1,800	6,883	17.5	14.5
Total			45,039	12,125	39,402	100.0	82.9

（出所）IMF

現在グローバル経済・市場では米国などへの資金回帰の動きが加速しており、最近では典型的新興市場であるアルゼンチンからの資金流出をもたらした。このため、同国通貨は大幅に下落し、それに伴いインフレ圧力も高まり、経済的に苦境に陥った。これはもともとマクリ前政権が発足直後に金融・資本規制を撤廃し、自由な資本移動が可能となったからであった。危機に陥ったことからマクリ政権（当時）は IMF にスタンバイ融資を要請した。その結果、2018 年 6 月にアルゼンチンでの IMF プログラムが開始されたが、基本的なコンディショナリティは厳格な緊縮政策に基づくものであり、2001/2 年危機前後に実施した対アルゼンチン IMF プログラムの基本的な骨格は維持されている。

例えば、財政収支の改善を求め、最初の趣意書（Letter of Intent）では 2018 年から 2019 年には GDP 比 2.8% からプラス 0.1% までプライマリーバランス赤字を縮小する目標が設定された。こうした経済危機時にさらに景気を悪化させる緊縮政策を実施する方式は IMF の「伝統」であり、これはこれまでの数々の批判にもかかわらずまったく変化がない¹²⁾。また、資本規制政策自体に対しても IMF は現在でもそれを弱体化するように唱えている¹³⁾

マクリ前政権が退陣した大きな背景には、経済安定化を損なう各種資本取引規制の撤廃が経

済の安定性を損ない、危機深刻化に対して IMF プログラム下の急激な緊縮政策によって景気がさらに悪化し、失業率は増加し、公的部門支出の急激な削減や社会福祉・教育予算も削減されたことに対する国民の反発がある。すなわち、有権者からはマクリ前政権の政策は国民の生活とかけ離れた政策をとり、ひたすら米国金融界などの利益に沿った政策を実施してきたと見なされた。

財政収支赤字の実際の値と目標値を見ても、景気悪化のために財政収支が目標に及ばず改善が非常に遅れている傾向がある。これはこれまでの IMF プログラムでは繰返されてきたものであり、その意味で過去数十年 IMF プログラム内容自体やその運営には殆ど改善が見られないことがわかる。これはアルゼンチンの例のみならず最近までの IMF プログラムでも依然として画一的なプログラムの処方箋を実施していることに対し世界中で反発が根強いことが指摘されている¹⁴⁾。

さらに、IMF 緊縮政策に伴う景気悪化で、生産活動や消費が低迷し、輸入減少が著しいために、経常収支の赤字が急速に黒字化したことがわかる。アルゼンチンでは 2018 年に GDP 比 5.2% に上った赤字が、2019 年にはマイナス 1.2% まで急速に縮小改善すると予測されている (IMF, 2019 年 10 月)。これは生産が低迷し輸入も急速に減少していることを示しており、いかに危機を深刻化させ国内の経済活動を低迷させてきたかが裏付けられよう¹⁵⁾。

こうした例はアルゼンチンのみならずアジア危機時のタイやインドネシアなどアジア諸国でもしばしば起きている。IMF プログラムの本質は財政収支が必ずしも悪化していなくとも、緊縮政策を採用することによって国内景気を悪化 (GDP の国内アブソープションを減少) させ、輸入減少が輸出減少を上回ることによって貿易・経常収支を「強制的・暴力的」に黒字化¹⁶⁾ させ、外貨準備を積みさせる。そのことによって IMF への当該国からの返済を促進させることを可能とさせる。その際、当該国の経済・社会悪化にはほとんど関心を向けない。

過去の多くの IMF プログラム下では、景気的大幅悪化や失業の拡大によって国民の不満は高まり、結果的に最近のアルゼンチンのように政権交代によってプログラム自体の実施が困難となってきた。実際、2018 年以降の対アルゼンチンプログラムでも 1 年もたたず、当初のコンディショナリティの実施が達成できず、その修正を求めて、2019 年 7 月に新たに趣意書 (Letter of Intent) が作成された。当初の厳格な緊縮政策の実施は相手国政府が交代することで不可能となる。その結果、IMF 融資への返済もおぼつかなくなるとすれば、長期的に IMF が進める緊縮政策は当該国の便益とはならない。

そもそも、なぜ IMF はアルゼンチン債務の持続性について報告書で検討しているにもかかわらず、アルゼンチン融資を継続してきたのか不明確であり、また最初から資本規制を導入していればこうした深刻な事態にはならなかったはずである¹⁷⁾。

一方、通貨為替政策では、中銀は今回の大統領選の結果を受けて、月 1 万ドルとしている個

人による米ドル購入枠を 200 ドルに大幅に縮小させ、通貨ペソ売り圧力を抑制する措置を導入している。こうした金融規制を最初から導入しない限り、当面の危機は克服されそうにない。これも、結局 IMF が現在に至るまで資本流出規制や直接的な資本管理・規制策の導入には消極的であることが背景となっている。IMF は世界金融危機発生後、資本流入規制について短期的措置としては止むを得ない手段として容認してきたが、流出規制については積極的に容認していない¹⁸⁾。

4-2 アルゼンチンの経験と教訓

2000 年代半ば以降、脱 IMF 経済政策を採用したキルチネル/フェルナンデス政権においてアルゼンチン史上最も短期に経済安定化と所得分配や社会問題が改善した。また、資本規制政策は同国が短期資本流出に依存せず、市場のボラティリティの縮小に寄与してきた。特に、当時のアルゼンチンの政権は資本流出規制を主体として直接的規制を導入してきたことが有効であったことを示している。

一方、マクリ前政権の新自由主義に基づく自由化が当該国の経済政策に大きな影響を与え、市場・経済とも結果として悪化を招くことを示した。2015 年 12 月に誕生した同政権は市場関係者や米国金融界の利害に一致した政策として資本取引規制を緩和し、自由化したものの、それが同国の安定成長を損ない、結果として経済の順循環性（pro-cyclicality）を強めてきた。このため、アルゼンチン経済はマクリ政権下において資本流出は加速し、危機を招く結果となった。また IMF プログラムの急激な緊縮政策が経済の基盤である社会基盤を揺るがし、同政権は国民の支持を失い崩壊を招く結果となった。

世界金融危機・ユーロ危機時に唯一の例外として急速に回復した国として挙げられるのがアイスランドである。GDP 成長率、所得水準（一人当たり所得）、財政・経常収支、外貨準備高、失業率などすべての指標が危機前の水準まで回復しており、他のユーロ危機国（GIIPS）に比べすべての指標で上回っている（Appendix 2）。同国は IMF プログラム下で急激な緊縮政策の導入を拒否し、IMF が自由化を再三要請したにも関わらず資本取引規制を 2015 年まで貫き、結果として急速な景気回復と安定を達成した。同国では IMF の主張に安易に同意せず、IMF プログラム下でも資本流出規制を例外的に導入し、IMF プログラム終了後も比較的長期にわたり実施、2015 年まで継続した。これが同国の金融安定化と経済回復に大きく寄与したことは事実である。仮に同国が IMF の助言どおり早期に資本規制を解除していた場合、同国の安定的成長は達成しなかったであろう。しかし、こうしたアイスランドの経験はアルゼンチンにはまったく適用されなかった。これは結局、当該国の自主性をもった governance の問題と関係しており、マクリ前政権は、米国金融界・市場関係者に迎合する政策を掲げて誕生した政権であったことが国民の福祉を優先的に考える北欧アイスランド政府との大きな相違である。

以上から、アルゼンチンのように外資系金融機関の動きに左右されやすい国では、金融自由化に対し一定の歯止めをかけるとともに、外貨交換の自由化には制限を設け、短期資本の流出入に制限を課し、資本取引規制を導入することが長期的に安定的な成長につながると考えられる¹⁹⁾。

結論

本論文では主に2つの事柄を検証してきた。第一に、最近のアルゼンチンのマクリ前政権(2015年12月～2019年12月)の失敗とIMFの対アルゼンチン向けプログラムを検証し、IMFが現在でも基本的に厳格な緊縮政策を導入し、一層危機を深刻化させたことにより、アジア危機など過去の資本収支危機へのIMFプログラムの対応の反省がほとんど修正されず変化がないことを示した。さらに、キルチネル及びクリスティーナ・フェルナンデス政権時代(2003～2015)に採用された資本取引規制下ではアルゼンチンが歴史上最も短期に経済安定化と高い経済成長を達成し所得水準の向上を果たした経験から資本・金融・為替取引規制を継続することが非常に重要であることを示した。

2000年代以降現在に至るまでアルゼンチンに関与してきたIMFの最新のプログラムの評価を通して、IMFプログラムが本質的に変化しておらず、世界金融危機後に公式に見せてきたプログラム運用の「柔軟性」は実際には適用されていないことが明らかになった。IMFの運営方針の「柔軟化」姿勢は結局表面的なものにとどまり、厳格な緊縮政策を適用する本質は全く変化していないといえる。

一方、一般的に正当に評価されていない2000年代半ば以降のポストIMFプログラムの時期(キルチネル/フェルナンデス元政権)にて採用された資本取引・金融規制がアルゼンチン経済・市場を安定化させたことを示した。

今後、IMFは資本収支危機に際して対象国に対し、短期資本流出規制を積極的に導入し、まず市場の安定化を推進することが重要であることを認識することが重要である。なぜなら、自由化された体制では先進国の市場動向に大きく左右され、資本流出が加速し、為替下落から経済危機に至る資本収支危機が発生するからである。そのため、IMFは現在でも続けているような資本取引規制導入、特に資本流出規制に消極的な方針を根本的に改め、それをコンディショナリティに積極的に含める方針に転換することが必要である²⁰⁾。この点で新規プログラムの実施ではユーロ危機時のアイスランドが導入したような緩やかなコンディショナリティに基づく急激な緊縮政策の導入回避に加え、短期資本流出規制を一定期間に導入し結果的に他のユーロ危機諸国(GIIPS)に比べ早期に回復・正常化させたことを認識すべきであろう。ただし、今後ともIMFが米国を中心とする国際金融資本の利益に沿った政策を基本的に継続する

限り、IMF プログラムに本質的な変化は望めないであろう。

注

- 1) 様々な論者により IMF プログラム実施下の当該国では全般的に成長率は低下し、安定成長は達成されないことが示されている(例:Dreher, [2006]はパネルデータに基づく回帰分析によって示している)。
- 2) Furness (2019) 参照。
- 3) 2000 年代半ばまで正解的に穀物・食料価格が全体的に上昇したことがアルゼンチンの輸出増加と経済成長につながったことは確かであるが、K-F 政権下の比較的良好な経済パフォーマンスはそれでは説明がつかない。
- 4) このことは、IMF プログラムでは資本流出規制に対し依然として消極的な姿勢を続けていることに対する問題点を示している。マクリ前政権では、それまでに導入した規制をほとんど撤廃したことがアルゼンチンに危機を招いた大きな背景になっていると考えられる。
- 5) オバマ政権は全体的に東西冷戦時のような対ロシア強硬策やラテンアメリカ諸国の左派反米政権と鋭く対立し、特にベネズエラの（前）チャベス政権と友好的関係を築いていたクリスティーナ・フェルナンデス元政権には厳しく対立した。オバマ政権は、様々なルートを通して、アルゼンチン経済市場が悪化し、それを契機に政権が転覆する画策を図ったと見られる。その一環が IMF によるアルゼンチン政府への統計の不十分さを理由とした攻撃であった。さらにオバマ政権（当時）は、積極的に政治・経済的に米国影響力を強めるためにマクリ政権誕生を後押したとみられる（Gilbert, 2018）、米国金融界と関連の深い人物が大統領の側近であることが指摘され、オバマ政権はマクリ政権誕生を支援していたとされる（Miroff, 2018）。
- 6) アルゼンチン統計局（INDEC）の元担当官であった Itzcovich（2017）はこうした IMF などの指摘は必ずしも事実ではなく、統計の信頼性全体を揺るがすものではなく不当なものであると主張している。IMF は現在でも 2014-16 年のアルゼンチンの CPI 上昇率は公表せず、世銀は全く公開していない。
- 7) この点は IMF も指摘している（IMF (2016b Annex II 参照））。
- 8) IMF (2018b, c, d, e, 2919a, b)
- 9) 世界金融危機以降（2010 年～）の IMF は、必要であれば、資本管理・規制を容認している。しかし、危機発生当初から IMF に支援を求めた時点で採用されたものではなく、状況の急速な悪化に政府・中銀当局が緊急に導入したもので 2019 年以降の IMF 公式文書では IMF が追認したことは確認できない。
- 10) アルゼンチン政府が IMF に完全に返済したのは 2006 年 1 月であるが、IMF プログラムは 2004 年半ばのレビュー以降、全く IMF のモニターは受けていない。したがって、ここでは IMF 下にあった期間を 2004 年までとして、2005 年以降とする。
- 11) 2019 年 10 月末現在、IMF の通常融資 SBA 中、アルゼンチンとウクライナ 2 国で 98.4% を占める。
- 12) 例えば Bretton Woods Projects (2018)
- 13) Lara (2019)
- 14) アルゼンチンのみならず最近のエクアドルに対する IMF のコンディショナリティも厳格で、当該国に経済・社会に深刻な打撃（devastating economic and social impacts）を与えたとして批判されている。Bretton Woods Project (2019b) 参照。
- 15) 吉富（2003）は「IMF 緊縮政策に伴う暴力的な経常収支黒字化」と説明している。

- 16) この経常収支の「暴力的」黒字化との表現は吉富（2003）による。
- 17) 対アルゼンチンのSBAの第2回レビュー報告書(2018e)では詳細に債務の維持可能性(sustainability)について分析している。これに関連して、IMFの対アルゼンチンへの首尾一貫していない姿勢に対する批判がある（Bretton Woods Project 2019a 参照）。
- 18) IMFが正式にCapital Flow Management (CFM)を組織として認めたのは2012年のことであり、主として資本流入規制を優先しており、資本流出規制は例外的に認めているにすぎない。IMF（2012）参照。
- 19) IMFも最近になりようやく資本規制（Capital Flow Management）の効用について真剣に関係機関など対話をしているようである（Furness, 2019）。これはアルゼンチンの例を考慮した可能性もある。
- 20) IMFは最近（2018年）ようやく各国の資本金融規制についてまとめた文書を公開している（2018f, 2019c）。

参考文献

- 荒巻 健二（2018）『金融グローバル化のリスク 市場の不安定性にどう対処すべきか』日本経済新聞出版社
2018年4月
- 大田 英明（2007a）「ブレトンウッズ機関の課題と展望—苦悩するIMFと迫られる根本的見直し」, 愛媛経済論集 26（3）, 1-21, 2007-08
- 大田 英明（2007b）「資本取引・金融自由化と安定的経済発展」愛媛大学法文学部論集 総合政策学科編（22）, 23-91, 2007
- 大田 英明（2009）「資本流入と成長率、国内貯蓄・投資比率—急速に変化する新興国における影響」, 季刊政策分析 4（1・2）, 25-41, 2009-03
- 大田 英明（2009）『IMF（国際通貨基金）：使命と誤算』中央公論新社
- 大田 英明（2010a）「IMF「改革」の現状と課題—欧州・アジア危機比較の観点から」愛媛大学法文学部論集 総合政策学科編（28）, 63-107, 2010
- 大田 英明（2010b）「欧州移行諸国における金融危機の影響—IMF支援と資本自由化（特集 世界金融危機と移行諸国）」比較経済研究 47（1）, 59-66, 2010-01
- 大田 英明（2012a）「ラテンアメリカの資本自由化と規制：アルゼンチンとチリの経験」愛媛大学法文学部論集 総合政策学科編（33）, 1-55, 2012-09-29
- 大田 英明（2012b）「インドネシアの資本自由化と規制—実体経済と金融市場における有効性」第32号第1巻、2012年9月
- 大田 英明（2012c）「資本流入と経済成長—インドの資本規制政策を中心に」国際開発研究第21巻、第1・2号 2012年11月
- 大田 英明（2015a）「国際資本移動拡大とF-H puzzle—安定成長に向けた課題」立命館国際研究、Vol.28-1, June 2015
- 大田 英明（2015b）「先進国金融政策の新興国への影響—国際資本移動に伴うリスクと規制の問題」立命館国際研究、Vol.28-2, October 2015
- 大田 英明（2016）『IMFと新国際金融体制』日本経済評論社
- 吉富 勝（2003）『アジア経済の真実—奇蹟、危機、制度の進化』東洋経済新報社
- Bretton Woods Project (2017) Iceland's Road from Crisis to Recovery <https://www.highnorthnews.com/en/icelands-road-crisis-recovery>

- Bretton Woods Project (2018) The IMF in Argentina: Can an old dog learn new tricks?, 6 December 2018
- Bretton Woods Project (2019a) Why did the IMF fail to take pre-emptive measures in Argentina?, 3 October 2019
- Bretton Woods Project (2019b) Uprising and discontent: Global protests erupt against IMF-backed policies, December 12, 2019
- Chinn, Menzie and Hiro Ito (2019) The Chinn-Ito Index – A de jure measure of financial openness –, 7 Sept 2019, http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm
- Merling, Lara (2019) After the Argentina debacle, the IMF endorses weakening capital controls in Ecuador, *Bretton Woods Projects*, 18 December 2019
- Dreher, Axel (2006) IMF and economic growth: The effects of programs, loans, and compliance with conditionality, *World Development*, Vol 34, Issue 5, May 2006, 769-788.
- Furness, Virginia (2019) IMF considers benefits of capital flow management in policy re-think, *Euromoney*, November 28, 2019
- Gilbert, Jonathan (2018) President Obama's Argentina Visit Is All about Trade, *Fortune* <https://fortune.com/2016/03/23/obama-argentina-macri-trade/>
- Group of 20 & IMF (2018) The IMF's Institutional View on Capital Flows in Practice
- IMF (2004) Argentina: First Review under the Stand-By Arrangement and Request for Waiver of No observance and Applicability of Performance Criteria, IMF Country Report No. 04/194
- IMF (2012) The Liberalization and Management of Capital Flows—An Institutional View, November 14, 2012
- IMF (2013) Financial System Stability Assessment, June 2013 (published in February 2016 as IMF Country Report No. 16/64)
- IMF (2016a) ARGENTINA SELECTED ISSUES October 26, 2016
- IMF (2016b) 2016 ARTICLE IV CONSULTATION—Press Release; Staff Report, Nov.
- IMF (2018a) IMF Executive Board Approves US\$50 Billion Stand-By Arrangement for Argentina. June 20, 2018
- IMF (2018b) Request for Stand-By Arrangement-Press Release and Staff Report, IMF Country Report No. 18/219, July 2018
- IMF (2018c) Argentina: Letter of Intent, Memorandum of Economic and Financial Policies, and Technical Memorandum of Understanding, October 17, 2018
- IMF (2018d) First Review under the SBA; Inflation Consultation; Financing Assurances Review; and Requests for Re phasing, Augmentation, Waver of Non observance and Applicability of Performance Criteria, IMF Country Report No. 18/297
- IMF (2018e) Second Review under the SBA; Financing Assurances Review; and Request for Modification of Performance Criterion, IMF Country Report No. 18/374, Dec.2018, IMF Country Report No. 18/374
- IMF (2018f) IMF 2018 Taxonomy of Capital Flow Management Measures
- IMF (2019a) Third Review under the SBA; Financing Assurances Review; and Request for Modification of Performance Criterion, IMF Country Report No. 19/99, April 2019

- IMF (2019b) Fourth Review under the SBA; Financing Assurances Review; and Request for Modification of Performance Criterion, IMF Country Report No. 19/232
- IMF (2019c) IMF 2019 Taxonomy of Capital Flow Management Measures
- Itzcovich, Norberto (2017) The case of INDEC in Argentina shows that statistical neutrality is an unachievable ideal, LSE blog, February 21st, 2017
- Joyce, Joseph P. and Ilan Noy (2018) The IMF and the Liberalization of Capital Flows, Review of International Economics, Vol. 16, No. 3, August 2008 (revised in 14 June 2018)
- Miroff, Nick (2018) In Argentina, Obama will cheer on South America's shift away from the left, Washington Post, March 17, 2016
- OECD (2018) Capital Flow Management Measures: Illustrative Examples and their Treatment under the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements: OECD Report to G20 International Financial Architecture Working Group, September 2018
- Prates, Daniela Magalhães and Barbara Fritz (2013) "The New IMF Approach to Capital Account Management and its Blind Spots" The Logo and Seal of the Freie Universität Berlin, Working Paper 35

(大田 英明, 立命館大学国際関係学部・研究科教授)

[Appendix 1] 対アルゼンチンスタンドバイ取極 (SBA) Reviews

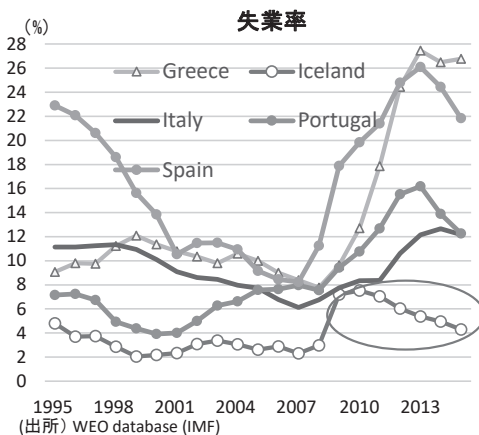
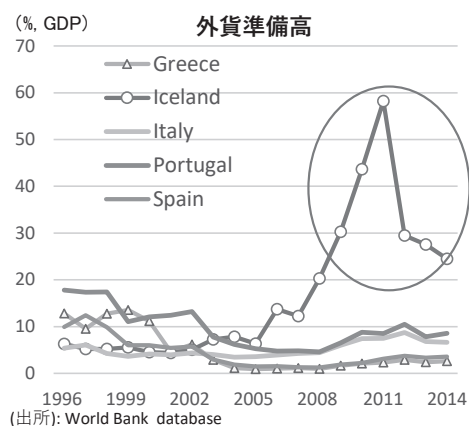
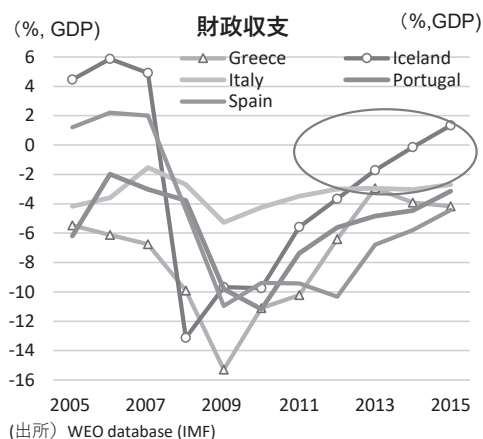
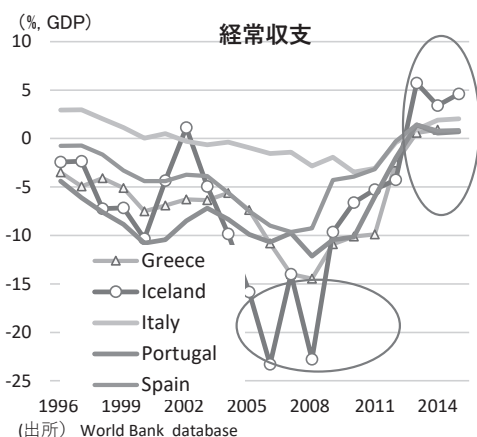
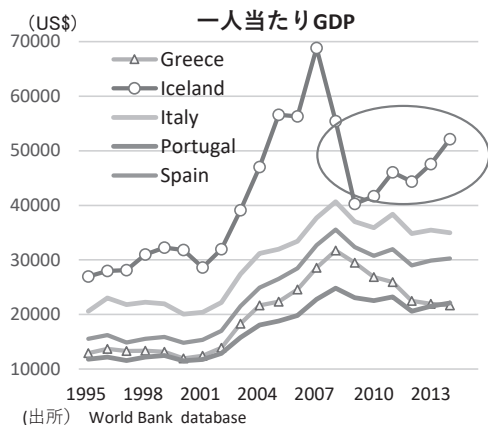
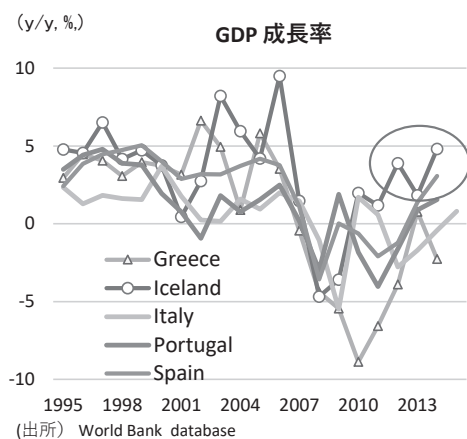
対アルゼンチンIMFスタンドバイ取極 (SBA) Review主旨

	Period	Conditionality Status	Economic Conditions
1	Sept. 2018 (Oct 2019)	<p>The government is on track to modestly outperform the 2018 fiscal target (a primary deficit of 2.7 percent of GDP)</p> <p>Primary federal deficit 2018 2.7%(GDP)</p> <p>The exchange rate is expected to remain far more depreciated than originally envisaged under the SBA. The current baseline scenario is worse than the "adverse scenario" outlined in the Stand-By Arrangement in June</p> <p>10 some end-September QPCs, for which data are available, have been missed</p> <p>The authorities have responded forcefully by redoubling their reform efforts</p> <p>Staff supports the authorities' request to modify the program supported by the StandBy Arrangement.</p>	<p>GDP fell by 4 % (q/q sa) in the 2nd Q 2018,</p> <p>additional 0.2 %of GDP in spending on specified social assistance programs to protect the poor keep a primary surplus above 1 % of GDP over the medium term.</p> <p>it will be necessary that the authorities meet their target of a 1 percent of GDP primary surplus in 2020</p>
2	Dec. 2018	<p>The federal primary deficit remains well below the program target</p> <p>All end-October program targets were met</p> <p>Good progress has been made in meeting program benchmarks:</p> <p>Revenue reforms (incl.the coverage of the PIT, cut VAT exemptions; reform of the tax collection administration), and reform of the pension system and of public sector employment)</p> <p>The redesigned program has reduced financial turmoil</p>	<p>The economy is expected to start recovering in the second quarter of 2019.</p> <p>Additional spending on social assistance and wages at the end of 2018</p> <p>The 2.7 % of GDP adjustment in 2019 is split between higher revenue (export taxes add about 1.3 %of GDP and the sale of the public pension fund assets account for 0.4 percent of GDP)</p>
3	March 2019 (April .2019)	<p>All end-March performance criteria – Net International Reserves, Net Domestic Assets, Non-Deliverable Forwards, and all fiscal targets are expected to be met</p> <p>Waivers of applicability are being requested for the end-March fiscal target</p> <p>The federal / general primary balance closed at -2.6 percent of GDP</p> <p>Given lower revenues, need to modify the primary balance performance criteria</p> <p>The extension of the zero-monetary base growth target to November 2019</p>	<p>Economic activity contracted during all quarters of 2018. For the year as a whole, GDP fell by 2.5 percent</p> <p>The primary federal government deficit was 2.6 %of GDP in 2018(from the 3.8% in 2017)</p> <p>Domestic currency credit shrank by 18 % (y/y) in Dec.2018</p> <p>The revenue forecast for 2019 has been lowered by 1.7 %of GDP</p>
4	June 2019 (July 2019)	<p>for net international reserves, base money, and non-deliverable forwards have been met.</p> <p>Fiscal performance criteria for end-March were met and are on track to be complied with in June</p> <p>MB target met</p>	<p>Poverty 32 percent in 2018H2 up from 27 percent in 2018H1.</p> <p>primary balance ▲ 0.3%</p> <p>The primary federal balance from January-May totaled 0.2 percent of GDP.</p> <p>The trade balance was driven by falling imports (▲29% in the first 5 months 2019).</p> <p>GDP Growth in 2019 (to - 1.3 percent)</p> <p>inflation 40% (end 2019)</p> <p>Reducing trade restrictions will be key for reigniting growth</p>

(注) The periods in parenthesis shows th review report were published.

(出所) IMF SBA Reviews

[Appendix 2] アイスランドの経済危機以降の回復



Failure of the IMF Programme in Argentina and Importance of Capital Flow Management and Controls

This paper mainly focuses on the following issues: i) the operation of IMF programs in terms of whether they have changed under its recent austerity policy, and ii) re-evaluation of capital flow management measures (CFMs) from the experience in Argentina during the 2000s, to date. The IMF program in Argentina shows that the essential nature of the IMF program enforcing strict austerity measures has not been changed, despite its claims that flexible approaches would be adopted in implementation of the programs after the Global Financial Crisis (2008)

The analyses in this paper also show that CFMs would be effective and significant means to achieve stable economic growth, based on the Bayesian VAR model of GDP growth and financial account in balance of payments. It is also indicated that CFMs were effective in improving overall performance of social issues under the former administration of Nestor Kirchner (2003-07) and Christina Fernandez Kirchner (KF) (2007-15) in Argentina.

Former President Macri of Argentina, who took office in December 2015, adopted financial and capital account liberalization, abolishing the CFMs adopted by the Kirchner/ Fernandez government. This has triggered massive capital outflows with significant currency depreciation of the peso, which resulted in the economic crisis in Argentina since 2018. The austerity measures under the IMF program (since June 2018) further accelerated deterioration of the country's economy and market. As a result, the Macri government collapsed in the presidential election in October 2019, with Alberto Fernandez becoming the new President.

Thus, the experience of Argentina clearly shows that it is important to adopt CFMs, especially capital outflow controls, to attain stable and higher economic growth in emerging economies like Argentina.

(OHTA, Hideaki, Professor, College/Graduate School of International Relations, Ritsumeikan University)