

## 中東欧の経済危機ーバルト3国を中心にー

小山 洋司

### はじめに

中東欧諸国（中欧＋南東欧＋バルト3国）で体制転換が起きてから20年経った。これらの諸国は90年代半ば以降めざましい発展を遂げた。2004年から2007年にかけてEU加盟を実現した。2007年にアメリカのサブプライム・ローン問題により世界経済に暗雲が立ちこめ始めた後も中東欧諸国は比較的好調に経済発展を続けていた。ところが、2008年9月のリーマン・ブラザーズの破綻に端を発するグローバル金融危機は中東欧諸国を直撃した。これらの国々は多かれ少なかれ危機にあるが、中でもハンガリーやバルト諸国の危機は相当深刻であり、これらの国々に多額の融資をしていたEUの先進国にも飛び火するのではないかと、という報道もある<sup>1</sup>。2009年1月半ばにラトビアで暴動が起き、3月には政権が交替した。4月にはハンガリーでも政権が交替した。

本稿<sup>2</sup>では、まず中東欧の経済危機の諸相を、主にウィーン比較経済研究所（WIIW）の研究グループの研究成果に依拠しながら、明らかにする。次に、バルト諸国、とりわけ最も危機的な状況にあると言われるラトビアを取り上げ、危機がここまで深刻になった原因を考察する。そして、ラトビアの経済危機が提起した問題、すなわち、EUとIMFの処方箋の有効性の問題、およびバルト諸国の経済に最も深く関与したスウェーデンの銀行の状態を検討し、今後の見通しを考える際の手がかりを得たい。なお、中東欧、たとえば、ハンガリー経済へのオーストリアの銀行の深い関与も懸念材料となっているが、問題があまりにも広がりすぎるので、ここでは取り上げない。

### 1. グローバル金融危機のインパクト

#### 影響の経路

主に、ウィーン比較経済研究所（WIIW）の研究グループのレポートに基づいて、中東欧の経済危機の諸相を見てみよう。グローバル金融危機は、とくに2つの経路、すなわち、貿易の経路と国際資本市場の経路を経由して、中東欧を直撃した。

まず貿易の経路。本年の最初の3ヵ月における商品グループ別の輸出の動向に関するデータを分析して、彼らは次のような傾向を明らかにしている。機械および輸送機器（SITC 7）

<sup>1</sup> たとえば、「ラトビア危機」欧州動揺という記事。『日経新聞』2009年6月10日付。

<sup>2</sup> 本稿の執筆に際して、金融の面に関しては、伊藤隆康氏（新潟大学経済学部教授、金融論）からいろいろご教示していただいた。記して、謝意を表したい。

はチェコ、ハンガリーおよびスロバキアでは輸出総額の 50%以上を占めており、ポーランド、スロベニアおよびルーマニアでは 40%ないし 50%であった (表 5 参照)。このグループの内部で、SITC 78 (自動車) はチェコ、ハンガリー、スロバキアおよびスロベニアではとくに重要である。自動車に対する外国の需要へ低下により自動車輸出は急減した (前年比で、チェコ -28.1%、ハンガリー -28.1%、ポーランド -18.3%、スロバキア -15.9%、スロベニア -22.4%)。これらの国々において第 2 の重要な生産物である商品群 SETC 6 (半完成製造業製品) は、製造業者たちが生産のためのインプット購入を手控えたために、本年第 1 四半期にもっと大きな損失を被った (前年比で、チェコ -29.3%、ハンガリー -32.1%、ポーランド -33.5%、スロバキア -30.7%、スロベニア -31.0%、ブルガリア -37.7%、ルーマニア -29.3%)。3 番目に重要な輸出商品群 SITC 8 (主に、耐久消費財) の輸出も減少したが、落ち込みは上記 2 つの商品群よりも幾分か小さかった (-13%ないし-20%)。

表 1 欧州新興国に対する西欧諸国の債権残高

	債権残高 (単位: 億ドル)	債権残高の対 GDP 比
オーストリア	2776	74.8%
フランス	1550	6.0%
ドイツ	2199	6.6%
スウェーデン	1065	23.4%

出所: 『朝日新聞』 2009 年 3 月 31 日付け。

国際資本市場の経路。リーマン・ブラザーズの破綻のすぐ後、2008 年 10 月にグローバル金融危機のインパクトは新規 EU 加盟国に届いた。中東欧諸国は、これまで主に外資系の金融機関を経由した国際金融市場での資金調達に大いに依存してきた。信用リスクが高まったために、クレジット・デフォルト・スワップ (CDS) <sup>3</sup> のスプレッドは大幅に上昇した。あらゆる形態のクロス・ボーダー (国境を越えた) の資金供給が衰退した。この点に関して、IMF レポートは、次の 3 つの要因を挙げている。第 1 に、信用リスクの懸念が強まり、若干の銀行は遠くからリスク管理をすることができなくなり、国内での貸付を優先した。第 2 に、外為市場と外貨スワップ市場が損なわれた。銀行が自国の中央銀行にアクセスする際に外貨建て資産を抵当として用いることにはまだいくつかの制限がある。第 3 に、通貨リスクもしくはカントリー・リスクのため、クロス・ボーダーの取引には **regulatory capital charge** を必要とする。同レポートによると、成熟した市場でも信用収縮が起きたため、多くの親銀行は新興市場の子会社への資金供給を減らした。多くのヨーロッパの新興市場国での銀行による資金の環流 (outflows) は GDP の 5% に達する (IMF, 2009a, pp.8-9)。こうして、

<sup>3</sup> 企業の倒産などによる貸し倒れリスクの回避を目的とする金融派生商品 (デリバティブ) の一種である。主に保険会社や証券会社が発行し、金融機関や機関投資家に販売してきた。「検証 金融危機」『日経新聞』2008 年 12 月 17 日付。

国内市場における金融仲介が激減した。さらに、為替レートも大きく変動した（とくに変動相場制をとる国には影響は大であった）。こうしたことは経済活動の外的・内的環境を突然かつラジカルに変化させた。

EU 諸国の銀行はこれまでヨーロッパの新興市場諸国（中東欧諸国）に広範なネットワークを築き、積極的に融資してきた。債権残高の絶対額はともかく、相対的にはオーストリア、次いでスウェーデンの突出ぶりが目立つ（表 1）。中東欧諸国の危機の連鎖反応が懸念されるゆえんである。

### 経済危機の諸相

EU 新規加盟国の中でも、経済危機が非常に深刻な国からややマイルドな国まであり、状況はかなり異なる。これらの国々は、いくつかのグループに分類できる。2008 年第 2 四半期と比べた 2009 年第 1 四半期の落ち込みの大きさ（表 2）を見ると、リトアニア（18.8%）を最高に、ブルガリア（-10.6%）まで 6 カ国が 2 桁の落ち込みを経験した。EU 新規加盟国の優等生と言われるスロベニアがこの中に入っているのはやや意外である。（理由は後述）2009 年にも GDP が 2 桁の落ち込みを続けるのは、リトアニア、ラトビア、エストニアのバルト 3 国である。これら 3 国が最も深刻な影響を受けている国のグループに属する。

表 2 成長の反転の度合

	GDP 成長率の変化。2008		GDP 成長率	
	年第 2 四半期と比べた 2009 年第 1 四半期	前年に対する実質的变化 (%)		
		2008 年 第 2 四半期	2009 年 第 1 四半期	2009 年 予想
リトアニア	-18.8	5.2	-13.6	-16
ラトビア	-16.1	-1.9	-18.0	-20
ルーマニア	-15.5	9.3	-6.2	-6
エストニア	-14.0	-1.1	-15.1	-16
スロベニア	-14.0	5.5	-8.5	-4
スロバキア	-13.5	7.9	-5.6	-5
ブルガリア	-10.6	7.1	-3.5	-3
ハンガリー	-8.8	2.1	-6.7	-6.5
チェコ	-8.2	4.9	-3.3	-1.5
ポーランド	-5.1	5.9	0.8	0.8

出所：Richter, et al (2009), p.3.

バルト諸国と比べると、チェコとポーランドで、グローバル金融危機の影響はあるものの、

不況は他の国々と比べると、マイルドである。それ以外の国々においては、インパクトは、バルト諸国と、チェコ・ポーランドの間である。

表3 失業率の変化

	1991	1995	2000	2004	2005	2006	2007	2008	予測		
									2009	2010	2011
チェコ	4.1	4.0	8.8	8.3	7.9	7.1	5.3	4.4	7	7	6.5
ハンガリー	7.4	10.3	6.4	6.1	7.2	7.5	7.4	7.8	10.5	11	10
ポーランド	11.8	13.3	16.1	19.0	17.8	13.8	9.6	7.1	9	10	9
スロバキア	n.a.	13.1	18.6	18.1	16.2	13.4	11.1	9.5	13	14	14
スロベニア	8.2	7.4	7.0	6.3	6.6	6.0	4.8	4.4	7	7.5	7
ブルガリア	11.1	16.5	16.9	12.0	10.1	9.0	6.9	5.6	9	9	8
ルーマニア	3.0	n.a.	6.9	8.0	7.2	7.3	6.4	5.8	9	9	8
エストニア	0.6*	9.7	13.6	9.6	7.9	5.9	4.7	5.5	15	18	18
ラトビア	n.a.	18.9	14.5	10.4	8.7	6.8	6.0	7.5	18	22	20
リトアニア	0.3	17.5	16.4	11.4	8.3	5.6	4.3	5.8	15	19	18

\* 1990年のデータ。

出所：Richter, et al, 2009, p.19；WIIW Handbook of Statistics 2007, p.19；1991年については、エストニアを除いては、EBRD (1998), Transition Report 1998による。

表4 為替レート・レジームとユーロ導入の見通し

国	為替レート・レジーム	ユーロ導入の目標年
エストニア	カレンシー・ボード	現在、ERM II、2011年
ラトビア	ユーロ・ペッグ (2005年以來)	現在、ERM II、2008年を2013年に変更。
リトアニア	ユーロ・ペッグ	現在、ERM II、未定
スロベニア	ユーロ採用 (2007年1月1日以來)	
スロバキア	ユーロ採用 (2009年1月1日以來)	
ポーランド	変動相場制	2012年*
ハンガリー	変動相場制	2012年以降
チェコ	変動相場制	2010年を2012年に変更。
ブルガリア	カレンシー・ボード	未定
ルーマニア	変動相場制	2012年にERM IIに参加し、2014年を目標。

\* ポーランド政府は、経済危機の影響で財政支出が拡大しており、ユーロ導入の条件である財政赤字の抑制目標を達成できないため、2012年に予定していたユーロの導入を延期することを本年7月末明らかにした。『日経新聞』2009年8月1日付。

ウィーン比較経済研究所の研究グループによれば、固定為替レート（ユーロ採用、もしくは自国通貨のユーロへのペッグないしはカレンシー・ボード・レジーム）をもつ国々は、通貨の下落を通じて、新たな状況に適応することができず、競争力を低下させ、経済のパフォーマンスの恐ろしい低下を経験した。それに対して、柔軟な為替レートをもつ国々は、ショックを吸収することができて、グローバル金融危機のインパクトを比較的和らげることができたという（Richter, et al., 2009, p.3）。

なお、中東欧の新規 EU 加盟国の中で、ユーロを導入（つまり、EMU の加盟国）しているのはスロベニアとスロバキアの 2 国だけである。新規 EU 加盟国は例外なく、近い将来、EMU に加盟することが求められており、そのためにいまから、マーストリヒト収斂基準を遵守することが求められている（表 4 参照）。

表 5 粗固定資本形成と家計消費、前年に対する実質的变化（％）

	粗固定資本形成						家計消費					
	2008 年				2009 年		2008 年				2009 年	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	予測	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	予測
チェコ	0.5	0.0	1.4	-2.1	-3.4	08	2.8	3.1	2.8	2.2	3.0	2
ハンガリー	-5.1	-1.9	-1.5	-2.7	-6.9	-9.5	0.6	1.6	0.2	-4.1	-7.3	-7
ポーランド	15.7	14.6	3.5	4.6	1.2	-4	5.6	5.6	5.1	5.3	3.3	3
スロバキア	7.5	11.8	7.3	1.4	-4.1	-2	8.4	5.7	6.0	4.7	-1.2	0
スロベニア	16.9	10.3	4.5	-5.3	-23.6	-15	3.7	3.5	0.6	1.1	0.1	-2
ブルガリア	15.5	28.6	22.3	15.8	-14.1	-8	6.5	5.4	6.5	1.5	-6.4	0
ルーマニア	33.2	30.0	24.3	2.8	-0.3	-5	15.6	13.5	16.1	-4.7	-12.3	-8
エストニア	0.6	-2.5	-6.0	-24.0	-26.6	-28	0.1	-2.0	-3.5	-10.4	-17.6	-18
ラトビア	-7.2	-11.8	-16.9	-15.0	-34.1	-30	-0.5	-8.4	-13.3	-20.1	-17.4	-21
リトアニア	1.6	-2.3	-3.3	-17.9	-37.1	-30	11.1	7.3	4.7	-2.9	-15.1	-18

出所：Richter, et al. (2009), p.4

ウィーン比較経済研究所の研究グループは、GDP の最終的用途のなかの 2 つの主要な構成要素、すなわち、粗固定資本形成と家計消費の動向をチェックしている（表 5）。それによれば、本年の第 1 四半期まで、家計消費よりも投資において収縮ははるかに大きかった。ほかでも、投資家たちは消費者たちよりも速く反応したという。チェコ、ポーランドおよびスロベニアは家計消費においてプラス成長を達成しており、経済成長を維持すること（ポーランド）もしくは穏やかな減退だけにとどめること（チェコ）においてこの家計消費の役割を暗示している。ルーマニアは例外であった。この国では、家計消費は第 1 四半期に 10% 以上も落ち込んだが、投資はほとんど減少していない。なお、ハンガリーでは 2008 年第 4 四半期以降連続して家計消費と粗固定資本形成の両方とも低下している。スロベニア

では、2008年第2四半期以降連続して粗固定資本形成は低下しているが、家計消費は何とかプラス成長を維持している。バルト諸国では、資金供給の不足による輸入の不可避的でラジカルな減少が、投資の破局的減少をすでにもたらしたが、少なくとも2009年第1四半期には家計消費の落ち込みは大きい投資と比べると、幾分小さかった (Ibid, pp.3-4)。

ポーランドだけがプラスのGDP成長を何とか維持した<sup>4</sup>。理由として、下落した為替レートが国内の生産の競争力を強め、ショックを吸収したことのほかに、Richter は次の点を挙げている。①この国の規模の問題、②その比較的低いレベルの輸出入、③他の新規加盟国におけるよりも多様化した生産構造。④ポーランドの国内金融システムは調子がよく、債務のレベル (家計、政府および企業セクターの) はほかよりもかなり低い<sup>5</sup>。さらに追加すれば、この国では農業従事者の割合が高く (2004年に、雇用者総数の19.3%)、EUの共通農業政策による支援があり、そのおかげで国内需要が比較的好調であったことが挙げられる<sup>6</sup>。

貿易の流れが生産よりもはるかに強力に収縮した。為替レートの実質的な下落は、新規加盟国のような小さな開放経済にとって若干の競争力を増進させる。だが、直接的で、短期的にはもっと重要な効果は、第1に、国内生産者たちにとって保護のレベルが高まること。第2に、彼らは今度は、持続的で実質的な評価高の時期、すなわち、輸入品が安くて競争力があつた時期に失った国内のマーケット・シェアを取り戻すことができること、である。だが、為替レート下落 (もしくは、切り下げ) にはその陰の面もある。外貨建てのローンを得た企業 (為替レートに対するヘッジをしていない) やとくに家計は、自分の債務返済義務の突然の上昇に直面した (Ibid, p.10)。ハンガリーの場合がこれにあたる。ハンガリーでは、2007年の財政緊縮政策導入と共に、金融政策も引き締められ、高金利であった。そのため、家計や企業は好んで外貨 (とくにスイス・フラン) 建てローンを組んだ。また、外資系銀行はユーロやスイス・フランを使って、高金利のフォリント建て金融商品を購入するという carry trade (いわゆる円キャリーのようなもの) を行った。このようなフォリント買いがフォリント高をもたした (堀林、2009; EEM, September 2008)。ハンガリーの通貨フォリントは2008年7月にピークを記録してから2009年2月にかけて、スイス・フランに対して41.5%も減価した (EEM, April 2009)。そうなると、債務返済の負担はとたんに重くなり、家計や企業は苦しむことになる。家計消費をいっそう減らし、国内需要を減らし、明らかに pro-cyclical (景気循環促進的) 効果を証明した。さらに、債務返済義務の大量デフォルト (債務不履行) は、関与している銀行の安定性を大いに脅かすことになる。

---

<sup>4</sup> EU加盟国の中では、ポーランドのほかに、ギリシャ、キプロスおよびマルタだけが2009年第1四半期に経済成長を達成できた。Richter, et al. (2009), p.3.

<sup>5</sup> ただし、この点については、Richter は、ポーランドの金融当局が非常に前向きな政策をとったからではなく、むしろ、GDP成長がようやく2006年に加速したので、多くのNMSを特徴づけた不健全な比率に達する時間がなかったからだと指摘している (Ibid, p.4)。

<sup>6</sup> 田口雅弘教授 (岡山大学) の指摘。

われわれ部外者が、中東欧のローンの統計を見て驚くことは、これらの国々の家計や企業が実に多くの外貨建てローンを組んでいることである（表 6）。ローン総額に占める外貨建てローンは、バルト3国、とくにラトビアとエストニアで非常に高く、80%台から90%近くを占め、とくにラトビアでは2009年に入ってから90%台を超えた。次に、バルト3国の一つであるリトアニア、そして、ハンガリーとルーマニアでは約3分2を占め、ブルガリアでは50%台前半から50%台後半を占めている。ポーランドでは、4分の1から3分1へと増加した。注目すべきは、チェコ、スロバキアおよびスロベニアの3国では、外貨建てローンの比率は非常に低いことである<sup>7</sup>。

表 6 ローン総額に占める外貨建てローンの割合、期末

	2008年										2009年		
	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4
チェコ	12.9	13.0	12.4	12.6	13.1	13.1	13.2	13.6	14.1	14.4	14.4	13.8	13.4
ハンガリー	58.8	56.6	56.3	55.7	56.9	58.7	63.7	63.0	64.6	67.3	67.4	68.2	66.3
ポーランド	24.3	24.1	24.6	24.2	25.8	27.0	30.1	30.0	33.1	34.8	35.8	35.5	33.9
スロバキア	-	-	17.7	-	-	17.3	-	-	17.6	-	-	3.9	-
スロベニア	6.8	6.6	6.5	6.4	6.6	6.7	7.0	6.8	6.7	6.6	6.4	6.1	6.0
ブルガリア	52.7	53.3	54.2	54.7	55.8	55.7	56.3	56.6	57.1	57.4	57.7	57.6	57.7
ルーマニア	62.4	62.5	62.8	62.7	63.0	63.4	63.5	63.6	63.9	64.2	64.1	64.1	63.9
エストニア	82.5	82.9	83.6	84.3	84.6	84.7	84.9	85.1	85.3	85.7	86.0	86.4	86.7
ラトビア	85.8	83.9	87.7	89.8	88.2	87.4	88.9	88.6	89.8	91.6	91.9	92.1	91.0
リトアニア	61.2	61.7	62.3	62.3	62.7	62.8	62.8	63.4	64.0	64.9	65.7	66.2	66.9

出所：Richter, et al. (2009), p.4

外資依存の経済発展をしている国々の中でも、チェコはそれほど大きな打撃を受けていない。チェコでは、ローン総額に占める外貨建てローンの割合は低い。ハンガリーとチェコは変動相場制をとっている。前述のように、ハンガリーのフォリントは大幅に下落したため、返済額が急増し、国民は大いに苦しんでいる。それにくわえて、ハンガリーでは、2大政党間でばらまき競争をしてきたつけが回って公的債務の累積額が大きく、赤字を縮小するようEUやIMFに強く迫られている。そのため、財政出動ができず、結果的に、*pro-cyclical*（景気循環促進的）になっている。それに対して、チェコは財政出動をする余裕があり、*anti-cyclical*（反循環的）な政策がとれている。

<sup>7</sup> ついでに言うと、バルト3国では外貨準備に対する短期対外債務の割合は一貫して高かった。ラトビアでは2007年第1四半期には、この割合は277.8%で、その後増加し、同年第4四半期には302.7%に達し、2009年第1四半期には250.7%であった。エストニアでも同様にこの割合は高く、200%台の半ばを推移している。リトアニアではこの割合はやや低く、100%台の前半にある（Richter, et al, 2009, p.23）。

輸入は輸出よりもやや遅れて11月から（ハンガリー、エストニアおよびラトビアでは10月から）全面的に減少した。その後の輸入の落ち込みは輸出以上に激しかった。

**表7 輸出、2008年7月～2009年4月**

	2008年						2009年			
	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月
チェコ	25.5	2.7	17.8	-1.4	-13.0	-11.7	-27.8	-31.3	-15.3	-27.6
ハンガリー	9.2	-1.2	9.0	-5.0	-10.3	-17.1	-31.5	-29.6	-18.4	-29.3
ポーランド	23.3	9.1	21.1	0.3	-12.7	-19.9	-26.7	-30.3	-12.8	-29.7
スロバキア	18.7	13.9	20.6	9.8	-7.6	-10.6	-26.3	-25.3	-12.6	-18.6
スロベニア	4.8	-8.5	11.6	-0.1	-13.7	-14.5	-25.3	-24.1	-18.1	-29.7
ブルガリア	22.1	14.2	16.9	-1.4	-15.0	-14.3	-27.3	-26.1	-27.2	-39.8
ルーマニア	22.4	17.8	18.5	14.2	-8.4	-15.6	-24.1	-27.4	-6.6	-22.9
エストニア	11.0	8.3	25.1	12.6	-16.2	-6.5	-28.1	-26.3	-22.1	-37.6
ラトビア	13.2	7.5	24.7	6.5	-15.2	-11.1	-25.0	-29.3	-23.3	-30.9
リトアニア	35.7	26.9	40.8	24.2	17.7	-3.2	-15.4	-27.0	-31.1	-39.8

出所：Richter, et al. (2009), p.5

**表8 輸入、2008年7月～2009年4月**

	2008年						2009年			
	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月
チェコ	20.8	1.6	19.7	4.4	-7.8	-7.3	-25.5	-31.0	-21.4	-30.7
ハンガリー	13.8	-2.3	11.2	-2.4	-10.0	-17.4	-29.7	-32.7	-23.6	-35.3
ポーランド	23.3	19.7	22.8	5.1	-8.0	-16.9	-27.8	-35.3	-26.1	-36.7
スロバキア	20.8	6.0	24.1	8.7	-6.1	-9.8	-19.6	-26.8	-16.4	-31.1
スロベニア	15.0	3.9	10.6	4.7	-12.4	-11.6	-30.7	-27.7	-22.3	-34.9
ブルガリア	26.0	12.5	16.2	12.8	-11.2	-16.5	-33.1	-31.1	-25.9	-39.6
ルーマニア	17.0	8.6	28.5	5.9	-16.1	-23.8	-35.8	-34.9	-34.7	-40.0
エストニア	7.3	-7.8	4.9	-2.8	-18.6	-15.1	-36.6	-34.9	-30.2	-40.6
ラトビア	-10.3	-7.6	10.1	-5.8	-20.8	-15.6	-36.3	-39.6	-33.6	-45.6
リトアニア	25.7	13.8	27.0	10.2	-6.7	-8.8	-39.8	-40.7	-43.5	-50.2

出所：Richter, et al. (2009), p.5

アメリカ、日本、中国、ロシア、その他いくつかの西欧諸国が国内需要を刺激するために積極的に財政支出を行った。EU新規加盟国の政府は危機と闘うために、こうしたケインズの処方箋を積極的にとっていないし、そうできない事情がある。Richter, et al.(2009) によれ



ば、明確な反循環的 anti-cyclical な財政政策は 10 の新規 EU 加盟国のうちわずか 3 カ国、チェコ、ブルガリアおよびスロベニアでのみ見られる。チェコは、この地域におけるいくつかの他の国々とは対照的に、若干の財政緩和のための有利な前提条件を持っている。サブプライム証券へのチェコの銀行のエクスポージャー（リスクへの露出）はとるにたらない。きわめて活発な GDP の成長にもかかわらず、国内の融資の膨張は、他の新規加盟国と比較すると、かなり緩慢であった。預金/ローン比率は大きな余裕をもって 1 を超えており、チェコの銀行の純対外ポジションはプラスであった（新規加盟国の中ではめずらしく）。さらに、他の新規加盟国における状況とは違って、外貨建てのローンはまったく魅力はなかった。というのは、チェコの利子率は外国の利子率よりも低い傾向があった。グローバル金融危機のインパクトをそぐために、政府の一連の措置（社会保障掛け金の引き下げ、償却を速めること、一度切りの補助金、たとえば中小企業への融資への補助金）をとった。追加的な財政支出は本年、GDP の 1.1%にのぼるといふ。

表 9 対外金融ポジション（対 GDP 比）

	経常収支						粗対外債務*			国立銀行の外貨準備（金を除く）**		
	予測						2006	2007	2008	2006	2007	2008
	2007	2008	1Q09	2009	2010	2011						
チェコ	-3.2	-3.1	2.8	-1.8	-1.4	-1.9	37.1	39.0	41.9	20.2	17.7	19.1
ハンガリー	-6.4	-8.4	-3.5	-4.4	-4.0	-3.9	86.2	97.8	121.8	17.3	16.2	24.0
ポーランド	-4.7	-5.5	-0.1	-1.7	-2.2	-2.9	46.6	48.4	56.1	12.7	13.0	13.8
スロバキア	-5.7	-6.6	-4.0	-4.7	-5.1	-5.3	50.7	54.7	55.4	20.2	22.3	18.8
スロベニア	-4.2	-5.5	-1.9	-2.8	-3.2	-4.1	77.6	110.8	105.3	17.2	1.9	1.7
ブルガリア	-25.2	-25.3	-17.8	-13.9	-12.2	-10.7	81.9	100.2	107.7	32.9	38.8	35.0
ルーマニア	-13.5	-12.2	-3.1	-5.0	-5.3	-5.9	40.4	51.2	58.3	20.9	22.1	20.7
エストニア	-18.1	-9.2	0.0	1.1	1.8	-0.9	97.7	112.4	120.2	16.1	14.6	17.8
ラトビア	-22.5	-12.7	1.1	0.5	1.9	2.8	113.1	126.4	129.2	20.9	18.2	15.3
リトアニア	-14.6	-11.6	0.4	0.7	-2.1	-2.6	60.2	72.3	71.4	18.0	18.2	13.8

\* 期末。

\*\* 期末。スロヴェニアについては、ユーロを導入した 2007 年以降、非ユーロ通貨での外貨準備。

出所：Richter, et al, 2009, p.21.

ブルガリアでは、経常収支赤字は非常に大きい。ところが、国内的には、近年大いに慎重な財政政策を追求したおかげで、財政黒字を記録してきた（2008 年に財政黒字をもった唯一の NMS であった）。これのおかげで、政府は、財政収支を危うくすることなく、比較的物惜しみしない anti-cyclical な支出をする余裕があった。2009 年第 1 四半期には、連結政府収入は 2008 年の同期と比べて 5%少なかったのに、支出は 22.5%増加した。にもかかわらず

ず、一般政府収支は、ブルガリアの財政におけるかなり大きな緩衝装置を反映して、まだ黒字であった。当局は財政の予備から危機対策措置の若干を賄ってきているけれども、その予備はまだ相当なレベル（GDP の 10%以上）にとどまっている。財政スタンスを緩めたにもかかわらず、当局は総合的な財政規律への関与を述べ、全体として 2009 年の一般政府収支において黒字を維持するというターゲットを放棄しなかった（Richter, et al., 2009, p.14）。

スロベニア政府は、生産と輸出の激減に関しては、GDP の 2%以上にのぼる赤字支出で対応した。金融セクター安定化のための支援、労働時間を短縮するための企業への賃金補助金、社会保障掛け金および法人税の引き下げである。公的資金は、若干の危険に晒された産業セクター、たとえば、中小企業や技術的に進んだ産業における R&D の保護に用いられた。このような財政出動により、公的債務は GDP の 23%から 30%へと増加した。この介入のおかげで、不況は、これらの措置がなかった場合よりも深くないと予想される（Leitner, 2009, p.14）。この国は比較的高い国際競争力を持っている<sup>8</sup>ので、回復は早いであろう。

表 10 財政収支と公的債務、2005-2011 年

	一般政府収支の対 GDP 比					公的債務の対 GDP 比			
	2007	2008	2009	2010	2011	2005	2006	2007	2008
				予	測				
チェコ	-0.6	-1.4	-4.5	-4	-3.5	29.8	29.6	28.9	29.8
ハンガリー	-4.9	-3.4	-4	-4	-3	61.7	65.6	65.8	73
ポーランド	-1.9	-3.9	-4.5	-3.5	-2.5	47.1	47.7	44.9	47.1
スロバキア	-1.9	-2.2	-5	-5	-3	34.2	30.4	29.4	27.6
スロベニア	0.5	-0.9	-5.5	-6	-4.5	27	26.7	23.4	22.8
ブルガリア	0.1	1.5	-2	-2	-1	29.2	22.7	18.2	14.1
ルーマニア	-2.5	-5.4	-5.5	-6	-4.5	15.8	12.4	12.7	13.6
エストニア	2.7	-3.0	-8	-7	-4	4.5	4.3	3.5	4.8
ラトビア	-0.4	-4.0	-10	-8	-4	12.4	10.7	9	19.5
リトアニア	-1.0	-3.2	-7	-4	-3	18.4	18	17	17.5

出所：Richter, et al, 2009, p.24.

### 国際的支援

危機に直面して、いくつかの国々が IMF に支援を仰いだ。表 10 は UniCredit グループによって提供されたものだが、ここでは EU 新規加盟国だけではなく、EU 候補国のトルコ、ならびに潜在的候補国のセルビアとボスニア・ヘルツェゴヴィナのほかに、広い意味の中東欧諸国の 1 つと考えられるウクライナやベラルーシも入っている。

GDP の 10%以上に相当する支援を受ける国々はルーマニア、ウクライナおよびハンガ

<sup>8</sup> 小山洋司（2006）を参照されたい。

リーの3カ国である。ここでは、ラトビアは第2グループ（GDPの5%以上、10%未満）に入っているが、危機の深刻さの程度が低いわけではない。後述のように、ラトビアは非常に危機的であり、IMFからの支援のほかに、EUならびにEU加盟国である北欧や中欧の国々からの支援を受けている。

**表 11 IMFの支援**

対象国	支援額	IMF支援の強度
ルーマニア	260億ドル	GDPの10%以上
ウクライナ	165億ドル	
ハンガリー	157億ドル	
セルビア	40億ドル	GDPの5%以上、10%未満
ベラルーシ	25億ドル	
ラトビア	24億ドル	
ボスニア・ヘルツェゴヴィナ	16億ドル	
トルコ	300億ドル以上	GDPの5%未満
ポーランド*	205億ドル	

出所：UniCredit Group (2009), p.24.

なお、ポーランドの場合、それほど危機的ではなく、予防的に支援を受け入れたものである。これは、最近新設された、良好なマクロ経済的かつ金融的記録をもつ国々が利用できる fast track financial credit line による (Gligorov, 2009b, p.133)。

## II. バルト3国

### 概観

バルト3国はいずれも小国（人口は、エストニアが135万人、ラトビアが230万人、リトアニアが340万人）である。これら3国は第2次世界大戦中の1940年にソ連邦に編入された。1991年9月にソ連邦から独立した。2003年においても、農村部人口は31%ないし33%も占めている。19世紀以来、バルト3国は農業国として存続してきたが、本格的工業化が開始されたのは1940年のソ連邦への併合以降のことであった。ソ連邦の崩壊とソビエト経済圏からの離脱がバルト3国の経済に与えた影響は甚大であった（吉野、2004、30-31頁）。市場経済移行に際して、いずれも「転換不況」を経験した。その間、バルト3国は1991年9月にPHAREプログラムの受益国になった。1995年6月にEUと欧州協定を締結し、同年12月にそろってEUに正式に加盟申請した。2004年5月に念願のEU加盟を果たした。これにより、バルト3国はEUの単一市場に加わることになり、4つの自由（財の移動、サービスの移動、資本の移動、労働の移動）を享受できるようになった。広大なEU経済圏は、実は五輪のように5つの地域的なまとまりからなり、それぞれ地域的な特性に基づき、相

的に独自の活動がなされている。その中で、「バルト海経済圏」のような「ヨーロッパの小宇宙」<sup>9</sup>が事実上形成されており、その中ではスウェーデンの存在が大きい。

表 12 エストニアの主要マクロ経済指標

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
GDP 成長 (前年比、不変価格)	6.5	8.0	7.2	8.3	10.2	11.2	7.1	-9.7	-15.1
工業生産 (前年比)	8.9	8.2	11.0	10.5	11.0	7.3	6.1	-6.5	-34.0
インフレ(消費者物価、年末)	4.2	3.6	1.3	3.0	4.1	4.4	9.6	10.4	-0.3
一般政府財政収支(対 GDP 比)	0.3	1.5	2.0	2.3	2.3	3.8	2.8	-3.0	n.a.
粗賃金 (期間平均、ユーロ)	352	393	430	466	555	596	784	838	776
失業率 (年末)	11.9	11.3	9.3	8.5	7.9	5.9	4.7	5.5	11.4
輸出 (100 万ユーロ)	3698	3642	4003	4770	6190	7647	8028	8454	1992
輸入 (100 万ユーロ)	4798	5079	5715	6704	8213	10576	11278	10872	2370
輸出/輸入比率 (%)	77.1	71.7	70.0	71.1	75.4	72.3	71.2	77.8	84.1
FDI 流入 (100 万ユーロ)	603	307	822	775	2255	1341	1817	1366	n.a.
FDI 流入額の対 GDP 比	n.a.	n.a.	n.a.	8.1	20.5	10.8	12.9	8.6	3.0
経常収支 (対 GDP 比)	-5.6	-10.6	-11.6	-12.5	-10.5	-14.8	-17.4	-9.2	n.a.

出所：Baltic Rim Economies, No.3, 2009, p.1.

表 13 ラトビアの主要マクロ経済指標

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
GDP	8.0	6.5	7.2	8.5	10.6	12.2	10.3	-10.3	-18.0
工業生産	6.9	5.8	6.5	6.0	5.6	4.8	0.5	-6.7	-16.9
インフレ	3.2	1.4	3.6	7.3	7.0	6.8	14.1	15.4	4.7
一般政府財政収支(対 GDP 比)	-2.1	-2.3	-1.6	-1.0	-0.4	-0.2	0.0	-4.0	n.a.
粗賃金	282	297	298	314	350	430	683	678	662
失業率	12.9	11.6	10.3	10.3	8.7	6.8	5.4	9.9	13.9
輸出	2232	2416	2559	3204	4085	4594	5727	6202	1523
輸入	3910	4284	4634	5671	6879	8828	10986	10534	2223
輸出/輸入比率	57.1	56.4	55.2	56.5	59.4	52.0	52.1	58.9	68.5
FDI 流入 (100 万ユーロ)	n.a.	223	248	489	568	1324	1797	909	50
FDI 流入額の対 GDP 比	n.a.	n.a.	n.a.	4.4	4.4	8.3	7.8	4.0	0.3
経常収支	-7.6	-6.6	-8.1	-12.9	-12.3	-21.1	-22.8	-12.6	n.a.

出所：Baltic Rim Economies, No.3, 2009, p.2.

<sup>9</sup> 蓮見雄 (2009)、はしがき。

表 14 リトアニアの主要マクロ経済指標

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
GDP (前年比、不変価格)	6.6	6.9	10.3	7.3	7.8	7.8	8.9	3.0	-13.6
工業生産 (前年比)	16.0	3.1	16.1	10.8	7.1	7.3	4.0	2.7	-25.5
インフレ(消費者物価、年末)	2.0	-1.0	-1.3	2.9	3.0	3.8	8.1	8.5	5.2
一般政府財政収支(対 GDP 比)	-2.0	-1.4	-1.3	-1.5	-0.5	-0.3	-1.2	-3.2	n.a.
粗賃金 (期間平均、ユーロ)	274	293	311	335	421	459	594	630	635
失業率 (年末)	17.4	13.8	12.4	11.4	8.3	5.6	4.3	5.8	11.9
輸出 (100 万ユーロ)	4778	5526	6158	7478	9502	11250	12522	16067	3620
輸入 (100 万ユーロ)	6767	7943	8526	9959	12446	15384	14341	21024	3997
輸出/輸入比率 (%)	70.6	69.6	74.6	75.1	76.3	73.1	87.3	76.4	90.6
FDI 流入 (100 万ユーロ)	516	772	160	623	826	1448	1645	1223	n.a.
FDI 流入額の対 GDP 比	n.a.	n.a.	n.a.	3.4	4.0	6.1	5.2	3.8	0.7
経常収支 (対 GDP 比)	-4.7	-5.1	-6.8	-7.7	-7.2	-10.8	-13.7	0.0	n.a.

出所：Baltic Rim Economies, No.3, 2009, p.3.

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 年に成長率は 1 桁台の前半へと落ち込んだものの、2000 年以降高度経済成長を遂げた。ラトビアは 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。とくにエストニアは、それだけではなく、外資系企業が利益を再投資した分については法人税率をゼロにするという思い切った政策をとっている。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。ラトビ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。

この間、失業率は急速に低下した。2001 年には、3 カ国いずれにおいても失業率は 2 桁を記録していた（ラトビア 12.9%、エストニア 11.9%、リトアニア 17.4%）。失業率は徐々に低下していたが、2004 年 5 月の EU 加盟以降、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り、失業率は急速に低下し、2007 年には 5% 前後にまでなった。このプロセスと平行して、国内の労働市場は逼迫し始め、2004 年頃から粗賃金は急上昇を示している。それと共に、インフレ率も徐々に上昇していたが、2007 年には前年よりも急上昇して警戒を要するほどのレベルに達した（ラトビア 14.1%、エストニア 9.6%、リトアニア 8.1%）。2006 年頃にはバルト 3 国の経済は過熱状態に達した。国内の消費ブームを反映して輸入が増加した。FDI 流入があったものの、経常収支赤字は拡大し、

2007年には維持不可能のレベルに達した（ラトビア 対 GDP 比は-22.8%、エストニア -17.4%、リトアニア -13.7%）。

図1 バルト諸国へのSEBとSwedbankのエクスポージャー（2006年末の時点）

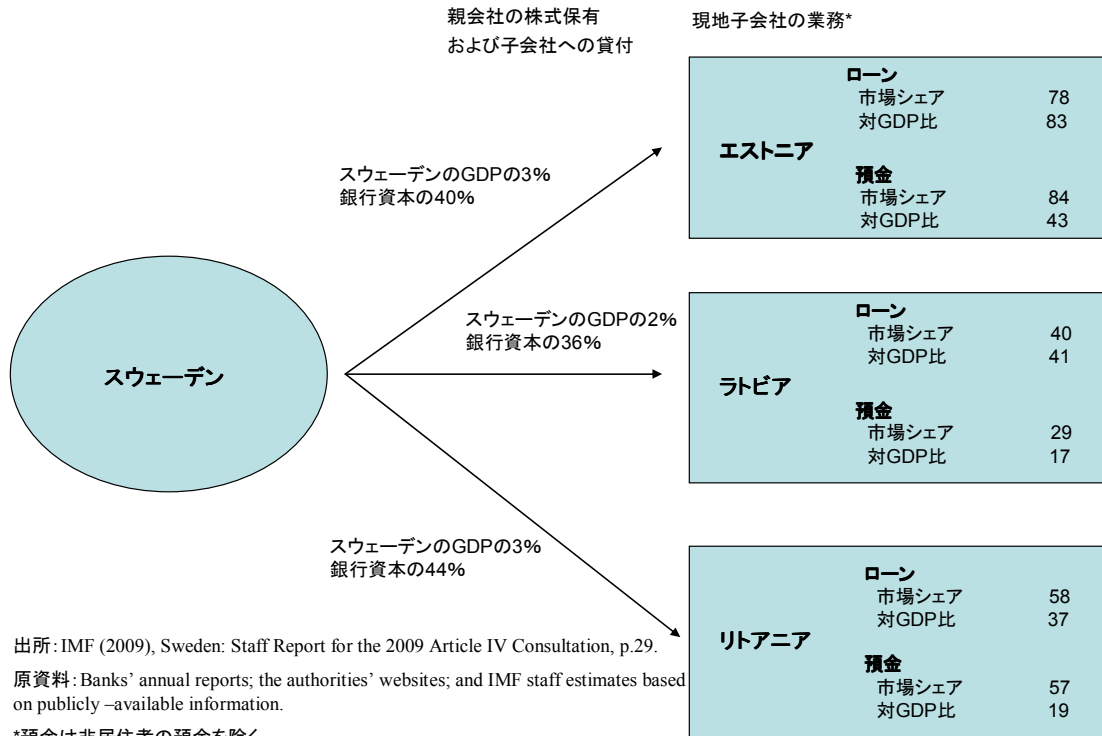


図2 EU-8 諸国による英国での就労許可申請

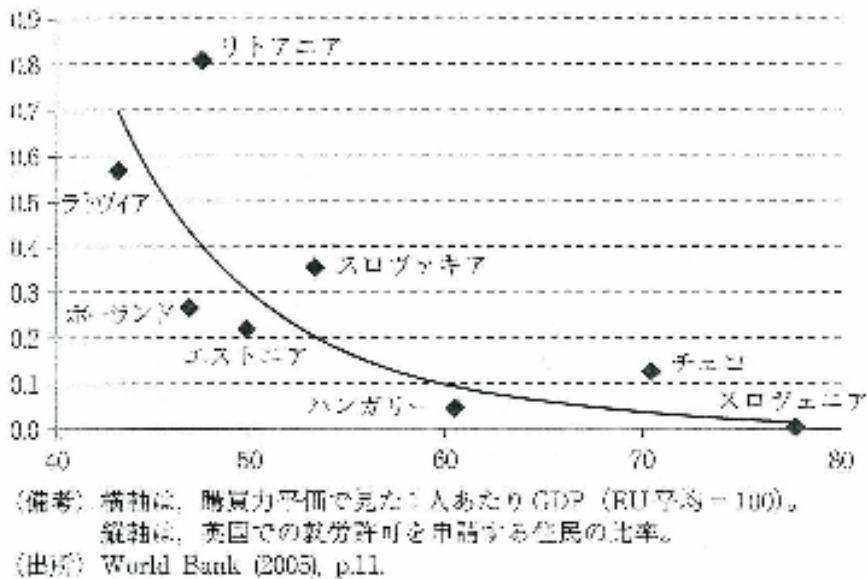


表 15 EU-27 への輸出における上位 10 位の生産物グループ

ラトビア			エストニア			リトアニア		
順位	生産物グループ	割合	順位	生産物グループ	割合	順位	生産物グループ	割合
1	木材	12.3	1	電気製品	8.4	1	石油・石油製品	26.4
2	鋳鉄・鉄鋼	10.3	2	自動車	6.6	2	肥料	6.3
3	木製品	7.0	3	通信機器	6.5	3	家具・その部品	4.9
4	自動車	6.5	4	金属製品	5.6	4	プラスチック	4.3
5	通信機器	3.7	5	木材	5.2	5	衣服	3.8
6	衣服	3.6	6	家具・その部品	4.9	6	雑貨	3.4
7	金属製品	3.5	7	雑貨	4.9	7	自動車	3.4
8	雑貨	3.0	8	石油・石油製品	4.6	8	酪農製品	2.5
9	穀物	3.0	9	木製品	4.3	9	電気製品	2.5
10	鉱石・屑鉄	2.8	10	鋳鉄・鉄鋼	3.6	10	金属製品	2.3

出所：Gligorov, et al, 2009, pp.146-147.

## ラトビア

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（表 15）。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、海運業な、保管、不動産、IT 産業などが含まれる（Docalavich, 2006, pp.32-33）。

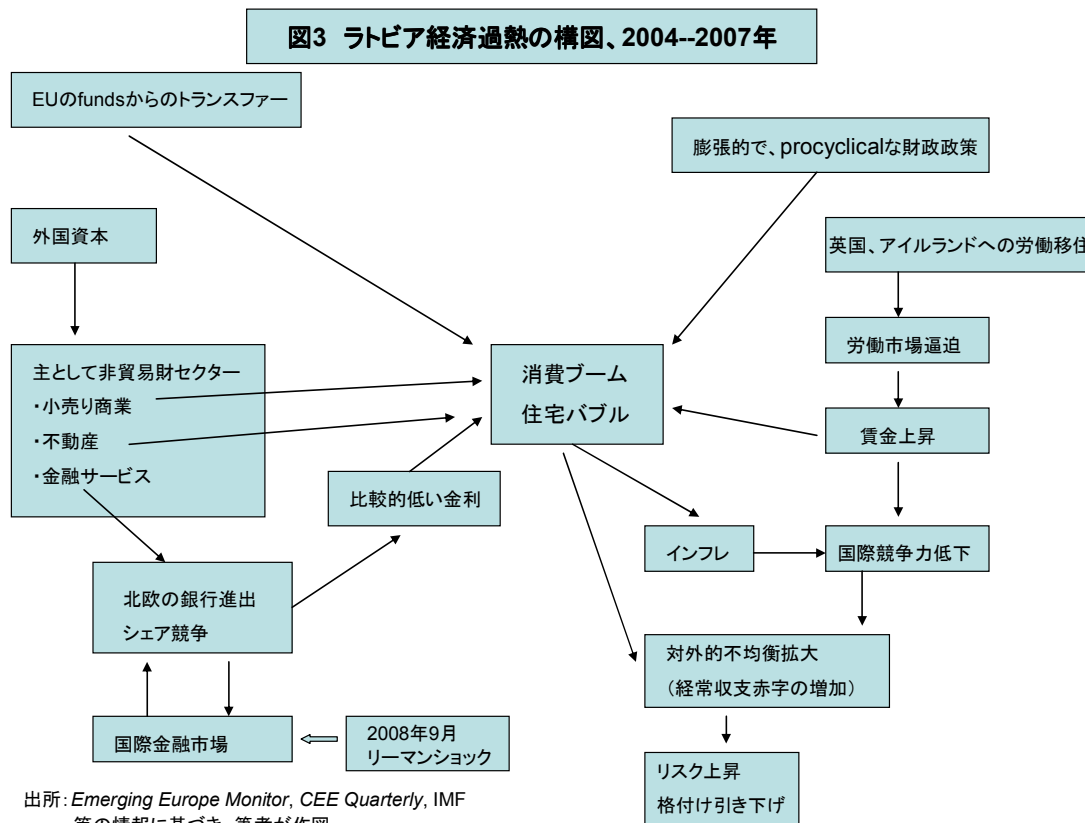
1990 年代半ば以来、ラトビアはめざましい前進を遂げ、2006 年までに EU15 に対して、購買力平価で見た 1 人当たりの所得は 16 ポイントも上昇し、所得面で急速な収斂を実現した。2000 年代の半ばの数年間、ラトビアの政府も国民も EUphoria（EU に加盟して幸せいっぱい気分）に浸っていたに違いない。2005 年から 3 年連続 2 桁の成長率で高度経済成長を続けた。表面上うまくいっているように見えたが、インフレ率の上昇、賃金の上昇、経常収支赤字の拡大に見られるように、2005 年頃には経済は過熱の兆候を見せていた。2009 年 5 月末のインタビューで、IMF スタッフは、「2005 年には、われわれはこの経済が過熱<sup>10</sup>の危険にあると公に警告した」と述べた。『新興ヨーロッパ・モニター』（*Emerging Europe Monitor*）や Unicredit グループの *CEE Quarterly* は 2007 年に、緩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。

ラトビア経済の過熱の構図（図 3）は次のように説明できる。1990 年代半ば以降、外国資本がラトビア経済に流入し、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。投資国を見ると、近年、隣国のエストニアか

<sup>10</sup> フィンランドの研究者ユンポーネンも 2005 年の初めに、ラトビア経済の過熱の兆候を指摘していた。Jumpponen (2005), p.50.

らの投資が急速に増加し、ストックでも 2006 年にはスウェーデンを抜いて第 1 位になり、2007 年には 10 億 4480 万ユーロで、第 1 位 (14.5%) であった。ついで、スウェーデン (13.9%)、デンマーク (8.9%)、ドイツ (8.9%)、フィンランド (6.2%)、オランダ (5.8%)、アメリカ (4.8%)、ロシア (4.7%) が続く。輸出先第 2 位のイギリスがここでは第 12 位 (3.1%) にとどまっているのはやや意外である。もしかしたら、エストニアにある子会社を経由してラトビアに投資をしているかもしれない。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。

図3 ラトビア経済過熱の構図、2004--2007年



2004 年の EU 加盟後、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大量に移住 (公式には、労働力の 5%と推定) するようになった。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。



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ラトビアに進出し、シェア拡大競争を行った。ラトビ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、ローン対GDP比率は70%に達した。これは2000年のレベルの3倍で、EU8の中では最高になった。「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が目立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」<sup>11</sup>。家計の抵当ローンはますますユーロ建てになっていった。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。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、システムック・リスクを高めている、とラトビア政府に警告した。

この国の財政政策は膨張的であった。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。共通農業政策(CAP)のようなプログラムは、家計に直接的な所得支援を提供している。構造基金や結束基金からEUの資金が公共インフラ・プロジェクトや雇用政策を通じてこの国に流れ込んだ。民間企業も設備の高度化のための援助という形でEU資金を利用することができた(IMF, August 1, 2008)。この国の財政政策は、*procyclical* でもあった。当時、ラトビアは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、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年の第4条協議で、IMFスタッフは*procyclical* な財政政策を避けるよう助言したが、財務省高官は、同年10月の選挙前の支出圧力や公共セクターの大幅賃金引き上げを考慮すると、財政黒字を残すことは実行可能ではない、と応えた。むしろ、ラトビア政府は、税収の超過実績を考慮して、減税の実施を計画していた。シャドー経済の合法化を奨励するとの目的で2007年から個人所得税の税率を10%引き下げて、15%にする計画であったが、これはIMFスタッフの批判を受けて、実施されなかった(IMF, 2006a)。

2006年の成長率は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<sup>12</sup>。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%を記録した。2006年11月に中央銀行は再割引率を50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、ラトビアは2008年に

<sup>11</sup> 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)。

<sup>12</sup> IMF スタッフも同様な指摘をしている。IMF (2006), Public Information Notice, No.113.

ユーロ採用（EMU 加盟）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、ラットでの借入の金利を上げたとしてもまったく効果はないであろう。ラトビアは 2006 年にはマーストリヒト基準のほとんどを満たしていたが、インフレ基準だけは満たさず、結局 2008 年にユーロ採用する計画は断念せざるを得なかった。

生産性上昇を上回る賃金上昇およびインフレはラトビアの輸出競争力を徐々に浸食した。毎年大幅な貿易収支を記録していた。FDI 流入によりかなりカバーされたが、それでも経常収支赤字は大きかった。経常収支赤字は 2005 年には GDP の 12.7% で、これでもすでに驚くべき数字であったが、2006 年には GDP の 21.2% へと急増した。

2006 年秋の第 4 条協議<sup>13</sup>において IMF スタッフはラトビア当局に対して、ユーロ採用に先立って、マクロ経済的不均衡を是正し、対外競争力を維持し、マーストリヒト基準とのコンプライアンスを勧め、経済の脆弱さを減らすために、国内需要をもっと穏やかなものにする措置が緊急に必要だと助言した。だが、政府（財務省）高官には経済の過熱という認識はそれほどなかった。彼らは、ダイナミックな経済成長は、合理的な期間内の（EU コアへの）所得のキャッチ・アップにとって必須だと歓迎しており、経済発展の評価において比較的楽天的であり、財政やその他の政策において大幅な変更を計画していなかった。他方、中央銀行の高官はそれほど楽天的ではなく、過熱を短期的には静まりそうもない懸念材料だと見ていた。

政府は重い腰を上げて、ようやく 2007 年 3 月に引き締め政策に転じたて、まだ、次のようなインフレ抑制措置を打ち出した。(i) 保有して 3 年未満の不動産の売却に対してキャピタル・ゲイン税を課し、不動産登録税を引き上げる。(ii) 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。(iii) 最高ローン対 value 比率を設定する (EEM, May 2007)。同年 4 月、インフレ率は 8.9% へと上昇したが、5 月、中央銀行は、利子率を 50 ポイント引き上げて 6.0% にした。それにより、住宅ローンの金利は 2005 年以来 100 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)。

こうした引き締め政策がラトビア経済のハード・ランディングをもたらした。ラトビアの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。フラットの価格は、2007 年 4 月に 1,700 ユーロ以上でピークにつけた後、同じ程度低下したという。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。5 月頃になると、深刻な統計が明らかにされた。インフレ調整済み小売り商業売上高は 2008 年第 1 四半期に対前年同期比 1.1% 減少し、新規登録自動車の数には 3 月には対前年同期比 49% 減少した。資産価格が 2007 年第 4 四半期に 7% 低下したことと関連する負の資産効果によって民間消費も損なわれつつあった。建設業も低調であった (EEM, July 2008)。経済成長率は 2006 年の 11.2% から 2007 年には 7.1%、そ

<sup>13</sup> 協定第 4 条に基づき、IMF は加盟国政府と毎年 1 回定期的に協議することになっている。

して、2008年第2四半期には-1.9%へと急激に減速したものの、インフレ率は2008年平均15.5%であった。まさにスタグフレーションであった（*CEE Quarterly*, 1/2009）。

表 16 ラトビアの上位 10 銀行

銀行	マーケット・ シェア	親銀行
Hansabanka	21.7%	Swedbank（スウェーデン）
Parex banka	14.6%	民間銀行。2008年11月8日、政府が接収、同年12月5日、ラトビア国営抵当・土地銀行が多数株主。2009年2月24日、政府保有の株式は民営化庁に移管。
SEB Unibanka	14.1%	SEB（スウェーデン）
DnB Nord	8.3%	DnB Nord DnB（ノルウェー）と Nord/LB（独）の合弁
Nordea	7.9%	Nordea Group（スウェーデン）
Rietumu banka	5.6%	民間資本過半数所有
Aizkraukies banka	5.1%	民間現地資本
Latvijas Hipoteku un zemes banka	4.2%	国有
UniCredit	3.4%	UniCredit Group（イタリア）
Latvijas Krajbanka	3.1%	Snoras（リトアニア）

出所：CEE Banking – Still the right bet, UniCredit Group, July 2008

同年11月初めにはラトビア第2の銀行の Parex Bank が非居住者の預金の突然の流出に大いに晒された後、政府は同銀行を接収した。12月にスウェーデンとデンマークの中央銀行が、次にEUとIMFがラトビアの救援に駆けつけた。2008年12月、救済パッケージがまとまった。IMFは約17億ユーロ（24億ドル）のローンを提供し、これは、EU、世銀および北欧など数カ国からのローンによって補足される。金額：EUが31億ユーロ（43億ドル）、北欧諸国は18億ユーロ（25億ドル）、世銀は4億ユーロ（5億5760万ドル）、チェコは2億ユーロ（2億7880万ドル）、EBRD、エストニア、およびポーランドがそれぞれ1億ユーロ（1億3940万ドル）。総額75億ユーロ（105億ドル）になるが、この額はラトビアの2008年のGDPの3分の1に等しかった。

この融資は、2008年末から2011年半ばまで、いくつかのトランシュに分けて渡されることになっていた。そのカネの約半分は財政赤字の補填のため、3分の1は政府債務を賄うため、そして残りは銀行の資本注入と企業へのローンが想定されている。それと引き替えに、ラトビ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した（Leitner, 2009, p.59）。これによりラトビアの金融市場は何とか持ちこたえたが、国際的に

ラトビアはハイリスク国と見られ、国際的信用市場からの借入が困難となった。政府に対する国民の不満は高まり、ついに2009年1月に暴動がおきたが、これは独立以来初めてのものであった。同年2月ゴドマニス首相の連立政権は崩壊し、3月、ヴァルディス・ドンプロフスキスの率いる5党連立政権が発足した<sup>14</sup>。

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。ラトビ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、本年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た。そのため、財政赤字は2009年にはGDPの少なくとも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<sup>15</sup>。

本年5月末までに、ラトビア中央銀行の外貨準備は対前年同期比約40%も減少し、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省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、これは銀行間貸付が枯渇しつつあることを示していた。先物市場ではラトビア・ラットが名目額の50%で取引された（Leitner, 2009, p.60）。

この頃、ラトビアの外でも中でも（政府内でも）ラットの通貨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、ラトビ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、ラトビ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、輸出の競争力を目指す道を選んだ。ラトビア政府は、20%削減に加えて、まだ働いている年金生活者のための年金の啞然とするような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される。過酷な措置をほんの2、3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。さすがに、IMF専務理事のドミニク・ストラス・カーンでさえ、この国の貧しい人々へのそのインパクトを考えると、こうした措置には疑問の余地があると認めたほどであった（Leitner, 2009）。これは、苦痛に満ちた債務-デフレ・スパイラルをもたらし、それは社会的安定性にとって惨憺たるものになることを、EEMは恐れている（August, 2009）。

<sup>14</sup> 彼は36歳の経済専門家でラトビア中央銀行に勤務したこともあり、欧州議会の議員も務めた。自分が所属する中道右派の「新時代」のほか、市民連合、祖国と自由のために/LNNK、人民党、および緑と農民の連合、からなる政府を組織した（EEM, May 2009）。

<sup>15</sup> EUの経済・金融担当委員ホアキン・アルムニアは5月6日、「約10億ユーロのその援助プログラムの第2トランシュをリリースする前に、財政改革と金融改革の進展をもっと見たいと述べた」と伝えられている。IMF Survey Magazine: Countries & Region, May 28, 2009.

IMF とラトビア政府は 2009 年 7 月末、スタンバイ協定の下での最初のレビューに関してスタッフ・レベルの合意に達した。この合意が 9 月初めの IMF 理事会で承認されて、ラトビアは約 1 億 9500 万ユーロ (2 億 7830 万ドル) のローンを得ることになる。最初のレビューで IMF スタッフが指摘したことは、予算の全面的削減は社会的弱者を不釣り合いなほど傷つけることになり、また、長期的に政府サービスの質にマイナスの影響を与える、ということである。IMF スタッフは、社会的セイフティ・ネットの整備 (社会的弱者のための医療をカバーする保証最低所得支払い、緊急住宅支援のための資金の引き上げ、6 歳児の就学の保護、および積極的な労働市場政策を通じた雇用創出の促進)、ならびに財務行政の改善および不動産税と個人所得税の拡大 (1997 年以来採用してきたフラット・タックスをやめて累進的にする) を助言した。

こうした配慮は必要だとしても、金融支援のコンディショナリティにより、ラトビアは財政出動による経済の支援という方法をとることができない。上述のような厳しい支出の削減と税率の引き上げにもかかわらず、財政赤字は 2009 年には 10%、2010 年には 8.5%になると予想される。EU と IMF は当面、この大幅赤字は許容しながらも、ラトビア政府と共に出口戦略として、2013 年のユーロ採用を掲げている。それを実現するためには、2012 年までにはラトビアは、GDP の 3%以内の財政赤字ならびに公的債務を GDP の 60%以下に保つ、等のマーストリヒト基準を満たさなければならない。このように、ラトビア政府は EU と IMF の枠組みの中で pro-cyclical な政策を余儀なくされている。経済はこの先かなり長い間停滞するであろう。失業率の上昇、賃金・年金の削減という耐乏生活を長期間強いられるが、はたしてラトビア国民がいつまで耐えられるか疑問だ。

### III. ラトビアの経済危機が提起する問題

#### 「切り下げ」シナリオ vs 「ペッグとデフレ」シナリオ<sup>16</sup>

過大評価されたラットの切り下げを選択する方がより簡単である。なぜ、ラトビア政府は、ユーロ・ペッグを維持するために、ドラスチックな耐乏措置を推し進めるのだろうか。そうできないことの論拠として、ラトビア政府は次のように言う。その経済が高度に「ユーロ化」されており、預金の 70%とローンの 90%が外貨建てであり、外貨債務負担—ほとんど民間の—は GDP の約 150%近くに達する。たとえば、30%の切り下げは、対外債務が GDP の約 250%に増加すること、そして、多くの民間の借り手のデフォルトをもたらすことであろう。それゆえ、ラトビア政府だけでなく、とくにスウェーデンの銀行の代表ならびにスウェーデン国立銀行が、銀行制度を通じて資本のいっそうの流入を保証するためにも、ユーロ・ペッグの維持がラトビアにとってベストの選択だというものである。

だが、ウィーン比較経済研究所の研究グループは、これには批判的である。ラトビアにおける不況の深さを前提にすると、「ペッグとデフレ」のシナリオの結果は、切り下げシナリオと比べて同一であるか、またはもっと悪くなることもありそうだという。もし GDP が

<sup>16</sup> 本節の叙述は、Leitner (2009, pp.59-65)の要約である。

30%落ち込み、従業員の所得が名目的に下がり、そして、失業率が 20%を超えるならば、債務負担は GDP の 200%を超えるだろう、つまり、ラトビアの債務者たちは、切り下げが実施されたのと同じ状況に置かれる。そして、苦難は長く続き、そして、失業者や住民の比較的貧しい部分にとってよりきついだろう。

2013 年にユーロを採用するという出口戦略は、名目的に減少する公的収入に合わせて政府支出を減らすという 3 年間の耐乏パッケージにラトビアが耐えなければならない、ということの意味する。ウィーン比較経済研究所の研究グループは、それには大衆が黙っていないだろう、と予想する。2010 年 10 月の議会選挙は政治分野で圧倒的な変化が起き、大衆的圧力が同年末に切り下げをもたらすのも当然かもしれない。ラトビアが IMF と EU に救済パッケージの次の払い込みを求めなければならない 2009 年秋に、同じことが起こるかもしれない<sup>17</sup>。高い対外債務負担だけでなく、外貨準備の 200%を超える短期対外債務を考慮すると、債務の借り換えは遂行するのが永続的に困難な課題であろう。

ラトビアが通貨ペッグに固執するのをなぜ EU が支援するのか。ウィーン比較経済研究所の研究グループは次のように見る。主要な理由は、欧州委員会が伝染とアジア型の金融危機を恐れていることである。ラットの切り下げは疑いなく、それにならうようエストニアとリトアニアを強いることであろう。バルト 3 国に進出し、リスクに大いに晒されているスウェーデンの銀行はデフォルトで最も苦しむことであろう<sup>18</sup>。カレンシー・ボード・レジームをもつブルガリアは、もしバルト諸国が通貨切り下げを行った場合、かなりの緊張の下に置かれることであろう。同じことが、どちらも EU/IMF の救済パッケージの生命線に頼っているハンガリーやルーマニアにも当てはまるが、それは、東欧に従事する銀行家たちにとっては身の毛もよだつようなシナリオだ。

そこで、ウィーン比較経済研究所の研究グループは次のように政治的解決を提唱している。実行可能な解決策は、経済的問題だけでなく、政治的問題でもある。スウェーデンとバルト諸国は、EU の助けを得ながら、バルト諸国の好景気の局面で将来の所得増加という信じがたい予想に基づく、スウェーデンの銀行の無謀な貸付とバルトの家計による無分別な借入のコストをいかに分担するかについて合意しなければならない。

## スウェーデン

<sup>17</sup> Leitner は、次のような不吉な言葉で論文を締めくくっている。「それゆえ、バルト諸国のカレンシー・ボードとハード・ペッグの終盤戦は、金融市場においてだけでなく、真っ先にリガ、のみならずタリンやヴィリニウスの街頭でも決せられるのは当然かもしれない」(Leitner, 2009, p.65)。

<sup>18</sup> スウェーデンの金融監督当局によって最近実施されたストレス・テストによれば、バルト諸国の債権の 3 分の 1 を失っても（この地域における債権のいっそうのデフォルトに加えて）銀行は対処できるだろう。迫りつつある危険に備えるために、スウェーデン国立銀行は、ECB による 30 億ユーロの融資を受けて、6 月初めにその通貨準備を 50%補強し、スウェーデン政府は、必要ならば、銀行を破産から防ぐためにそれらを国有化する用意さえある、と声明した (Leitner, 2009, p.62)。

SEB と Swedbank はバルト 3 国では相当なマーケット・シェア（ローン市場の 40-80%、預金市場の 30-85%）を持っており、当局は依然としてこれらの活動に関与している（図 1 参照）。2008 年末での、自分たちのバルトの子会社への株主資本とローン請求権はスウェーデンの GDP の 8%に相当し、他方、自分たちの子会社へのローンは銀行資本の 35-45%に相当する。くわえて、バルト諸国での営業からの営業利益へのスウェーデンの銀行の依存は大きく、Swedbank にとっては 25%、SEB にとっては 10%近くである（IMF, 2009, p.29）。

銀行の収益性は 2008-09 年に著しく低下した。最大の銀行のうち 2 行 SEB と Swedbank はどちらも国際金融市場で資金調達し、バルト諸国で積極的に貸付をしていたが、どちらもローン損の激増を経験した。したがって、これら 2 行の格付けは著しく下がった（Ibid, p.14）。株式市場ではラトビアへの融資残高が多い SEB と Swedbank といった銀行株が 6 月に入って一時は軒並み 10%強も下げたという（『日経新聞』2009 年 6 月 10 日付）。

中央銀行と金融監督庁はそれぞれ 4 大銀行に（Nordea、SHB、Swedbank、SEB）対してストレス・テストを実施した。金融監督庁の発表によれば、このストレス・テストは 2009-2011 年の 3 年間における次の 3 つのシナリオを想定していた。1) 保守的なベース・シナリオ、2) 東欧における極度のストレス、3) シナリオ 2 + 西欧における長引く不況。ベース・シナリオでは、4 大銀行のすべてが法規上最低の要件を余裕をもって満たすことがわかった。シナリオ 2 では、Swedbank と SEB の 2 行で上記の 3 年間に信用損総額が利益を上回り、2011 年末には Tier 1 資本比率<sup>19</sup>はかなり低くなる。シナリオ 3 では、SHB 以外の 3 行で信用損総額が利益を上回る。4 行とも 2011 年末には Tier 1 資本比率は下がるが、それでも規制上要求される最低要件を余裕をもって満たす。シナリオ 2 とシナリオ 3 は非常に高いレベルの信用損を想定しており、金融監督庁は、ありそうもないが、不可能ではない、と見ている。将来はひきつづき不確実であり、銀行はありそうもないシナリオに対しても備えて、資本の準備を強めなければならない、注意を喚起している（Finansinspektionen 2009）

そのうえ、北欧諸国とバルト 3 国の中央銀行は緊密な協力のネットワークを維持してきた。ラトビアの金融危機がスウェーデンの銀行の破綻を経由して、EU 経済を混乱に陥れるというシナリオが現実化する確率は低いと思われる。

## 結論

以上の考察から、次のようなことが言えるだろう。第 1 に、固定相場制（ユーロを採用、もしくは自国通貨のユーロへのペッグないしはカレンシー・ボード・レジーム）をもつ国々は、通貨の下落を通じてショックを緩和することができず、大きなショックを受けた。だが、その中でも、財政面で余裕のある国々（ブルガリアとスロベニア）は国内需要刺激のために財政支出の拡大することによりショックを緩和することができた。

第 2 に、変動相場制の国々で、外貨建てローンの比率が比較的小さい場合（チェコとポーランド）、ショックは小さかった。そのうえ、チェコは財政の出動で anticyclical な政策を

<sup>19</sup> 狭義の自己資本の比率を指す。

とることができた。だが、外貨建てローンの割合が高い国々（ルーマニアとハンガリー）ではショックは大きかった。

第3に、変動相場制で、外貨建てローンの割合が高く、そのうえ公的債務の対GDP比が高い国（ハンガリー）は、財政出動をすることができず、深刻な状況にある。

第4に、バルト3国は固定相場制をとっているだけでなく、大幅な経常収支赤字、相対的に大きな対外債務、大きな割合の外貨建てローン、インフレ等により、外的ショックに対して非常に傷つきやすい（vulnerable）状態にあった。

第5に、ラトビアでは2000年代半ばに好景気が続き、すでに2005年には経済は過熱の兆候を見せていたが、政府の対応が遅れた。2007年春に引き締め政策に転じ、経済は不況に陥ったところに、リーマン・ショックが付け加わった。EU加盟にはプラスとマイナスの両面がある。EUの単一市場により、労働者はより高い賃金を求め、先進国に労働移住し、そのことが失業率低下をもたらすと同時に、労働市場の逼迫から賃金の急上昇を招いた。サービスの自由化により、北欧、とくにスウェーデンの銀行が進出し、シェア競争をし、消費ブームを煽った。国民が外貨建てローンを自由に組むことができる状況にはあっても、ラトビア中央銀行の金融政策はほとんど効果を持ち得なかった。

第6に、EUやIMFの支援の下で経済再建中のラトビアは出口戦略として、2013年のユーロ採用という目標を掲げている。通貨切り下げをせずに、早期にマーストリヒト基準（とくにGDP3%以内の財政赤字）を満たそうとすれば、procyclicalな政策をとらざるを得ず、経済はじり貧状態に陥るというジレンマにこの国は立たされている。

第7に、スウェーデン当局が自国の金融システムの懸念に対応しており、ラトビアの金融危機がスウェーデンの銀行の破綻を経由して、EU経済を混乱に陥れるというシナリオが現実化する確率は低いと思われる。

第8に、ユーロ採用のためには、EU新規加盟国は上記の厳しい条件を満たさなければならないが、今回のグローバル金融危機を経験することにより、「寄らば大樹の陰」で、ユーロ採用に向けた努力はいつそう強まるのではないだろうか。

## 参考文献

Docalavich, Heather (2006), *Latvia The European Union: Political Social & Economic Cooperation*, Broomall (Pennsylvania): Mason Crest Publishers Inc.

Finansinspektionen (2009), Banks can withstand prolonged pressure, and Memorandum: Finansinspektionen stress tests major banks. [http://www.fi.se/Templates/Page\\_\\_11794.aspx](http://www.fi.se/Templates/Page__11794.aspx) (2009年8月13日アクセス)

Gligorov, Vladimir, Josef Poeschl, Sandor Richter et al. (2009), *Where have all the Shooting Stars Gone?, Current Analyses and Forecasts*, July 2009, Vienna: wiiw.

Gligorov, Vladimir (2009b), The new IMF approach and the EU, in Gligorov et al. (2009).

Hunya, Gabor (2008), Decline to Follow Uneven FDI Inflow Growth, *wiiw Database on Foreign*



- Direct Investment in Central, East and Southeast Europe*, June 2008, Vienna: wiiw.
- 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> (2009年8月20日アクセス)
- 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> (2009年8月20日アクセス)
- 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> (2009年8月20日アクセス)
- 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> (2009年8月20日アクセス)
- IMF (2009a), *Global Financial Stability Report: Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks*, April 2009, Washington DC: International Monetary Fund.  
<http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm> (2009年7月28日アクセス)
- IMF(2009b), Sweden: 2009 Article IV Consultation – Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Sweden. IMF Country Report No.09/247  
<http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2009/pn09102.htm> (2009年8月13日アクセス)
- Jumpponen, Jari (2005), Latvia: economic dynamism with signs of overheating, in Havlik, Peter, et al.(2005), *Accelerating GDP Growth, Improved Prospects for Prospects for European Integration*, WIIW Research Reports, No.314.
- Leitner, Sebastian (2009), Baltic States: squashed hopes in the realm of depression, in Gligorov, et al (2009).
- Richter, Sandor et al. (2009), New EU member states facing recession, in Gligorov, et al. (2009).
- World Bank (2005), *EU Accession – One Year After*.  
<http://siteresources.worldbank.org/INTECA/Resources/eu8-jul05-part2.pdf> (2006年12月29日アクセス)
- 蓮見雄編 (2009) 『拡大する EU とバルト経済圏の胎動』 昭和堂。
- 堀林巧 (2009) 「ハンガリー政治経済危機の原因と現状：2009年6～7月の滞在調査報告」 (雑誌掲載予定「調査論文」草稿)。
- 小森宏美・橋本伸也 (2002) 『バルト諸国の歴史と現在』、ユーラシアブックレット No.37、東洋書店。
- 小山洋司 (2006) 「スロヴェニアの国際競争力と小国の発展戦略」『商経論叢』42-43号 (神奈川大学経済学会)。

溝端佐登史 (2009) 「EU 加盟後のエストニア経済」、橋本伸也編『EU 拡大後のエストニア・ラトヴィアにおける国家統合と複合民族社会形成に関する研究』(科研費研究成果報告書)、関西学院大学。

佐野誠 (2009) 『「もう一つの失われた 10 年」を超えて 原点としてのラテン・アメリカ』新評論。

田中素香 (2007) 『拡大するユーロ経済圏ーその強さとひずみを検証するー』日本経済新聞社。

吉野悦雄 (2004) 「バルト三国ー『EU 外縁経済』としての自立ー」西村可明編 (2004) 『ロシア・東欧経済ー市場経済移行の到達点ー』、(財) 日本国際問題研究所。

「東欧特集 スズキ、トヨタ、ソニーを襲う『東欧危機』の真実」『日経ビジネス』2009 年 7 月 13 日付。

#### 定期刊行物

*Emerging Europe Monitor: Central Europe & Baltics*, London: Business Monitor International.

*CEE Quarterly*, UniCredit Group.

*Baltic Rim Studies: Bimonthly Review*, Turku (Finland): Pan-european Institute at Turku School of Economics.

*IMF Survey online*.

『日経新聞』

『朝日新聞』