

【研究ノート】

# アイスランドとラトビアの金融危機

——調整過程に及ぼす国際システムとイデオロギーの影響——

小野塚 佳光

はじめに

金融危機の全体は、その発生過程から解決策に至るまで、さまざまな異なった可能性、選択肢を含み、国家の内外において政治・経済対立が激化する。ある論点や領域に限って抽象化した数理的な説明モデルは、その政治経済過程の中で評価する必要がある。

本稿は、金融危機に政治経済学の視点を加えることで、調整過程の選択がもつ意味を理解し、危機が各地のガバナンスや国際システムの転換を結び付ける契機となることを、研究対象として提示する。

## 1 金融危機とその特徴：問題提起

金融危機は、国内の財政破綻やバブルとしても生じるが、政府の徴税能力や中央銀行の貨幣発行が維持できる限り、危機は抑え込まれる。言い換えれば、危機としてではなく、制度を介して、時間をかけた再分配が行われる。その場合、やり方次第では長期に成長を損なうことになり、その是非が論争になる。

アイスランドとラトビアの経済は、景気の過熱、資本流入による経常収支赤字の補てん、など、明白に危機の条件を示していた。なぜ銀行や投資家はこのような危険信号を無視したのか？ なぜこのような両国に投資し続けたのか？ という疑問が生じる。一つの説明は、金融市場や制度への過信、イデオ

ロギーが重要な役割を果たした、というものだ。

さらに、アイスランドに比べて、ラトビアは緩和策を拒み、デフレを選択した。なぜラトビア政府は為替レートによる調整を拒んだのか？ また、なぜIMFはアイスランドの資本流出、アイスランド・クローナ (ISK) の為替レートが下落するのを抑えたのか？ という疑問がある。国際金融市場は、辺境の小国に対して、通常の調整とは異なった作用を及ぼすのか？

単純化すれば、金融市場を統合化するメリットは明らかだ。リスクが分散され、世界的に見て最も効率的に、各地の貯蓄が世界中の投資機会に配分される。それを行うのが実際はアメリカの通貨であるドルや、ロンドンの金融センターであっても、また、ファンド・マネージャーたちの報酬を爆発的に増やしたとしても、統合化のメリットを損なうものではない。

しかし、1970年代以降、金融市場は危機を繰り返してきた。チャールズ・P・キンドルバーガーとロバート・Z・アリバーの研究は、主な危機の波を4つ指摘する<sup>1)</sup>。すなわち、第1に、1980年代前半、メキシコ、ブラジル、アルゼンチン、など。第2に、1990年代前半、日本と、北欧諸国、フィンランド、ノルウェー、スウェーデン、第3に、1997年半ばに始まったアジア金融危機、タイ、マレーシア、インドネシアに始まり、韓国、ロシア、ブラジル、アルゼンチン、が危機に陥った。第4が、2007年に、アメリカ、イギリス、スペイン、アイルランド、アイスランドの不動産価格下落から始まった危機で、ギリシャ、ポルトガル、スペインの政府債券価格も下落した。

アイスランドとラトビアは、この第4の危機の波に含まれる。両国の金融危機も、信用の拡大によるバブルをともなった。資本流入と通貨（為替レート）の増価、不動産価格の上昇、株価や債券価格の上昇が続き、それが銀行や企業にさらなる融資・借入を促した<sup>2)</sup>。小国はこうした変動に影響を受けやすい。バブルの最後に、資本流入が減少し始め、あるいは、止まるとき、その反動

1) Kindleberger and Aliber (2011) p. 1.

2) Kindleberger and Aliber (2011) pp. 1-8. Aliber (2008).

を吸収することが非常に困難であるため、金融危機の一般的な傾向を特に鋭く示す。

アイスランドの例は「典型的な危機」として、別枠で説明されている<sup>3)</sup>。銀行の民営化で始まったブームは、アイスランドの通貨クローナへの需要を高めたが、その債券市場は小さかった。それはグローバルな資本移動の一部であり、アイスランドへの資本流入とそれに対応する経常収支赤字を拡大して行った、と指摘する。クローナ建債券は価格が上昇し、ひとつとは投資や融資、消費を増やし続けた。株価は年間70%も上昇し、金融資産を保有する銀行も自己資本を増やして、外国からの借入で海外の企業や資産を購入することが容易であった。

しかし、消費ブームによる株価上昇や資本流入が永久に続くことは不可能である。利払いのための外貨借入れができなくなったとき、株価の上昇も止まり、資産価格の急落で銀行は巨額の損失を出して倒産し、国有化された。

ここに示された金融危機の主要な条件は、資本取引の自由化や変動レート制として、現在の国際通貨体制が許しているものである。大国の考え方や力関係が変わらない限り、次の危機も必ず起きるだろう。

したがって小国はそれに対抗する政策を持たねばならず、地域制度や国際協力を模索することになる。特に、大幅な国際収支不均衡は、資本流入の突然の停止、金融市場の混乱と重なって、金融危機の条件である。こうした不均衡の調整過程については、原則として、政策選択のルールが合意されてきた。1970年代に変動レート制になる前は、各国が国内需要を管理して完全雇用を実現し、インフレと対外赤字を抑えることが重視された。もし金融を緩和し過ぎてインフレが続き、対外赤字が増大しているなら、需要を抑えるべきだし、国内に失業が増大しているのに対外赤字が続くなら、通貨価値を切り下げる。

変動レート制下では、国内均衡、すなわち、完全雇用とインフレ抑制を優先し、対外不均衡は為替レートによる調整に委ねるが、それは金融市場が不

---

3) Kindleberger and Aliber (2011) pp. 36-37.

第1表 基礎的データ

アイスランド	2008	2009	2010	2011	2012
GDP 成長率	1.188	-6.565	-4.098	2.89	1.639
インフレ率	12.678	12.003	5.396	4.001	5.186
失業率	1.648	8.015	8.132	7.427	5.771
経常収支 (GDP 比率)	-28.383	-11.573	-8.407	-5.592	-4.889
ラトビア	2008	2009	2010	2011	2012
GDP 成長率	-3.275	-17.729	-0.942	5.477	5.578
インフレ率	15.252	3.26	-1.224	4.223	2.285
失業率	7.534	16.902	18.678	16.203	15.048
経常収支 (GDP 比率)	-13.228	8.651	2.882	-2.139	-1.676

(出所) IMF, World Economic Outlook, October 2013 より作成。

均衡を円滑に融資できることを前提している。2008年9月のリーマン・ショックのように、金融市場の条件が大きく変化した場合、小国は激しい調整を強いられるが、原則では、同じ基準で（国内需要を維持し、対外不均衡は為替レートに委ねる）政策を選択することが求められた。

アイスランドとラトビアの基礎的なデータを見れば（第1表）、アイスランドの調整過程が正しい選択であったことを示しており、ラトビアは間違っただよに見える。

しかし、ここには論争がある。ポール・クルーグマンは、金融危機に対して政府が採るべき経済政策について、アイスランド（さらにアルゼンチン）が正しかった、と主張した<sup>4)</sup>。それは、アメリカやイギリス、ヨーロッパ（ユーロ圏）が金融危機後の緊縮策によって景気回復を妨げている、という主張とも結び付いている。

クルーグマンが支持するアイスランドの調整過程は、銀行を倒産させ、政府がその対外債務を引き受けなかった、外国の預金者にも返済しなかった、クローナが大幅に減価し、金利は上昇したものの、IMF 融資により為替レートを安定

4) Krugman (2011).

させ、資本規制を行った。社会福祉を維持し、財政的緊縮策は抑えられた。

ここには、変動レート制の調整過程に対する重要な修正がある。しかし、大幅な切下げが調整過程を促し、同時に、国内の需要を維持する点で、旧来のルールに近い<sup>5)</sup>。

対外債務のデフォルトや資本規制について、国際金融市場を担う金融機関、投資家たちは強く反対した。実際、対照的にアイルランドは銀行の債務を政府が返済保証し、危機を封じ込める形でEUの支援を受けた。小国の危機であるが、国際通貨体制の基本的な性格に関わる論争が喚起された。

アンデーシュ・オスルンドは、クルーグマンが反対するラトビアの選択を、むしろ強く支持している<sup>6)</sup>。ユーロの採用を優先するラトビア政府の選択は、為替レートの減価による調整過程の円滑化よりも重要である、と考えるからだ。ラトビアはソビエト連邦から独立し、市場経済への移行過程で激しいインフレーションを経験していた。ロシアと国境を接し、ロシア人が多数居住しており、国境紛争も抱えている。

オスルンドは、ラトビアが為替レートの大幅な減価を避けたことは正しかった、と考える。切下げはインフレの加速によって効果を失うだけでなく、ラトビアではそれに代わる「内的切下げ」（後述）が政治的な合意によって実行され、社会的混乱をもたらさなかった、と主張する。もしラトビアが通貨価値を大きく切り下げれば、それは近隣諸国に波及し、また、国際的な銀行のネットワークにも影響したはずだ。

国際システムに対する関係によって調整過程の選択は分かれる。アイスランドは欧米型の国際システムを利用した。もし国際金融市場の統合を積極的に推進するIMFや欧米の金融界がなければ、アイスランドが投機的な資産膨張をここまで続けることはなかっただろう。国際金融システムがそれを許し、金融ビジネスを動かすイデオロギーや国際政治情勢がそれを促進し、歓迎し

---

5) Thomsen (2011).

6) Aslund (2013).

たのである。

ラトビアはユーロ圏への統合を強く決意していた。それは旧ソ連圏への統合を強く恐れたからでもある。金融危機による政権崩壊後、アイスランドでもEU型システムを求める勢力が台頭した。

## 2 通貨・金融危機と調整過程

国際通貨システムは、貿易や投資にともなうさまざまな政治対立を合意されたルールの下で抑制し、ルールを受け入れることで、資源の再配分と社会秩序の再編成を積極的に実現可能にする。しかし、現実の国際政治では、大国間で対立する利害や特権的な利益集団によって内外のシステムが分裂し、調整の重大な限界となる。国際システムの辺境にある2つの小国で起きた金融危機はこれを示している。

小国とは、独自通貨と金融市場の規模から判断している。アイスランドもラトビアも、その人口・市場規模の小さいことが外的なショックの吸収を難しくした。最適通貨圏として、共通の通貨を利用することの有利さと、マクロ経済政策を失うことのコストを比べるなら、市場の統合化が地理的に拡大するとき、その最適規模も拡大する。

金融危機が生じた政治経済的な構造変化を、経済学の視点から政治学・国際システムの視点へとつなぐ、3つの問題に注目する。すなわち、中央銀行による最後の貸し手、為替レートによる不均衡の調整、国際通貨体制と帝国の選択・衝突、である。

第1に、ウィレム・ブイターらは、危機の前に、アイスランドの銀行にとって「最後の貸し手」が欠けていることを明確に指摘していた<sup>7)</sup>。

---

7) Buiter and Sibert (2008) p. 1でCEPRのパンフレットとして公表する事情を著者たちが詳しく述べている。すなわち、この研究は、2008年初めにLandsbankiからの依頼で行われ4月に提出されたが、その内容が市場に対してあまりに強い影響を与える(too market-sensitive)ことを恐れた代表者がこれを内部資料として秘密にした。しかし、「その最悪の可能性が現実化したので、銀行にとってもアイスランドにとっても、これを秘密にしておく理由はない。」

「2008年1月中に、われわれがアイスランドの問題を研究し始めてすぐ、アイスランドのバンキング・モデルは生存可能なものではない (not viable), ということが明白であった。その基本的な理由は、アイスランドが、独自通貨を持つ国として、国際的に活動する、国際的なエクスポージャーにさらされた金融部門を持ち、その金融部門がGDPや財政能力に比べて非常に大きい、という小国の中でも、最も極端なケースであったからだ。」<sup>8)</sup>

金融危機において、個々の銀行が支払不能になっても、政府はその債務を引き受けて銀行システム全体に危機が波及するのを止めることができる。それゆえ、アメリカで銀行が倒産しても、国家は支払不能ではない。しかし、アイスランドのような小国の政府が、国際的な、外貨建の債務を引き受ける場合、銀行の取り付けはただちに通貨に対する取り付けになってしまう。

危機を防ぐためには、銀行が資産や支払能力を報告し、厳しく検査されねばならないし、アイスランドの中央銀行は他国の中央銀行、特にECB、アメリカ連銀、イングランド銀行とも、スワップ協定を結ぶべきである、とブイターは主張した。さらに、現在(2008年)の危機を回避できた場合も、その後、アイスランドの銀行業をどうするべきか、選択しなければならぬ。一つは、即座にアイスランドがEU、そしてEMU(ユーロ圏)に参加することだ。もう一つの選択肢は、銀行が、主要な外国通貨建の活動やポートフォリオのある国へ、決済システムや資産管理を移すことだ。アイスランドには、もっと小規模な国内銀行システムだけを残す<sup>9)</sup>。

小国が国際金融センターとして行動する銀行を持つことは難しい。資本移動が活発になれば、すべての通貨は、国家主権の領土に限定されない通貨圏として、通貨間競争の状態に置かれる。アイスランドやスイスだけでなく、

---

8) Buiter and Sibert (2008) pp. 2-3.

9) 金融危機のこの側面は、キンドルバーガーがクレジットアンシュタルトの倒産を説明したケースと似ている。Kindleberger (1986) pp. 144-147. 訳 153-157 頁。

香港、シンガポール、そしてロンドンさえも、最後の貸し手を持たない、という問題を共有する。スコットランドやカタロニアがイギリスやスペインから分離・独立した場合、ただちに、その通貨や債券市場の安定性が問題になる。スイスはその歴史を通じて、独自の制度と高い信用を築いてきた。

バイターらの考えでは、金融危機になる前から、アイスランドは最適通貨圏の条件を満たせなかった。旧来の最適通貨圏論では、国家間の非対称的な需要の変化や、消費バスケットの違いが、同じ相対価格の変化による異なった調整問題を生じる場合、独自通貨を捨てることには大きなコストがある、と考えた。そのコストは労働市場の弾力性や産業構造の多様性があれば抑えられるが、アイスランドのような小国では不可能だ。他方、アイスランドが独自通貨を持っても、物価水準や需要の変動を管理することはできないだろう。旧来の視点でも、独自通貨圏にはメリットが無い。

ユーロ圏への参加は、取引コストを減らし、特に、為替レートの不安定性を取り除くことに大きなメリットがある。外貨建の資産や債務があれば為替リスクは非常に大きい。アイスランドは資本規制を行うか、独自通貨を捨ててユーロ圏に参加するべきである。一方的なユーロ化でもインフレや為替リスクを抑えることができる。しかし、国際的な金融取引が増えれば、それに対応して国家を超えた「最後の貸し手」を持たねばならない。

第2に、金融危機後の為替レート切下げ（減価）による対外不均衡の調整問題を取り上げる。ラトビアが固定レートを維持したことに対するクルーグマンの批判は、国際収支不均衡の調整に関する合意されたルールを示していた。しかし、オスlundはそれを過度の単純化と批判する<sup>10)</sup>。ラトビアに関する切下げ論は、以下のような点で間違っている<sup>11)</sup>。

- バルト3国の経験は、移行期の経済を安定化する上で固定レート制が有

---

10) 「エコノミストたちは“stylized facts”の短いリストしか見ていない。」Aslund and Dombrovskis (2011) p. 120.

11) Aslund and Dombrovskis (2011) pp. 52-54.



効であることを示した。

- 1997-98年の東アジアにおける金融危機は、切下げが銀行破産と結び付いて大きな社会・経済的なコストをもたらした。ラトビアは銀行倒産を回避した。
- 切下げはオーバーシュートする傾向がある。
- 切下げの利益に劣らず、外貨建の債務は切下げによって負担を増やしただろう。
- 開放的な小国の経済では、切下げの効果がインフレによって失われる。
- 公的部門の改革が遅れる。
- 切下げで輸出業者が大きな利益を得る。労働者が賃金の切下げを強いられ、公平性を損なう。
- ラトビアにはユーロ圏に参加するという明確な出口戦略があった。
- エストニアとリトアニアへ金融危機が波及する。スウェーデンの銀行を介して、スウェーデンやポーランドの通貨にも危機が波及する。
- 世界不況への悪影響という観点からも切下げは避けるべきだ。
- EUや北欧諸国から金融支援があった。

オスランドは、アルゼンチンの金融危機と同一視する議論を批判した。すなわち、ラトビアは財政赤字ではなく資本流入がブームの原因であったこと、(アルゼンチンと違って)非常に開放的な小国で、政治・経済システムも(アルゼンチンに比べて)弾力的に調整できたこと、EUや北欧諸国の支援があったこと、アルゼンチンのようなポピュリズムとデフォルトによる政策失敗の歴史を持たないこと、国民的なコンセンサスがあったこと、第2次世界大戦の歴史的経験やロシアの脅威を強く感じていたこと、国際的に保有された債券がほとんどないこと。

第3に、アイスランドでもラトビアでも、ユーロ圏への参加、固定レートの支持論と、切下げを求める議論とは次元が違う。それは固定レート制からの離脱を通貨圏の崩壊・離反と見なす視点である。オスランドは、歴史上に

起きた通貨圏の解体<sup>12)</sup>を参考に、それが深刻な破壊的結果をもたらすことを強く警告している。

「大規模な生産の減少が起きる原因は多元的なものだ。すなわち、システムの転換、競争的な通貨発行とハイパーインフレーション、支払システムの崩壊、デフォルト、国際金融からの切断、貿易の混乱、戦争。こうした破局の結びついた姿が通貨同盟崩壊の特徴である。」<sup>13)</sup>

ブイターやルービニも、ユーロ圏の解体とそのコストを警告した<sup>14)</sup>。しかも、ラトビアのような事実上の通貨圏に向かう小国は増えている。資本移動が自由化された結果、小規模な国家には独自通貨を維持することが難しくなった。それは、小国が経済的な安定性や国民の雇用を守るには、大国の影響や国際機関からの支援、国内の政治的結束に、新しい重要なつながりが生じることを意味する。

通貨圏の辺境において市場と政治的統合化のジレンマが生じた。日本の人口をアイスランドとラトビアの人口に比べれば、日本で400のアイスランド、あるいは、54のラトビアが独立して通貨を発行できる。そうならないのは、市場が緊密に統合化している場合、異なる通貨や法律・制度が取引を妨げるコストは非常に大きいからだ。また、歴史的に戦争や輸送の技術が発達するとき、近隣諸国を征服し、併合する過程が進んだ。通貨圏・帝国内では、地域間の不均衡が資本や労働力の移動か、財政的な統合による資源の政治的移転によって調整された。

ウェードやブイターらが支持したのは、アイスランドが国際銀行業務を完

---

12) オスルンドが比較した6つの例は、ラテン通貨同盟、スカンジナビア通貨同盟、チェコスロヴァキア分離、そして、ハプスブルク帝国、ソビエト連邦、ユーゴスラビアの解体である。Aslund (2012)。

13) Aslund (2012) p. 4.

14) Buiter (2011); Roubini (2011).

全に放棄して、EUとユーロ圏に入ることだ<sup>15)</sup>。また、ジョウンソンは、アイスランドの銀行システムがEUの一部として、共通の枠組み、保証、市場を前提にした形で、生き残る可能性を考えた<sup>16)</sup>。オスルンドらは、ラトビアがユーロ圏に参加することを固定レートが維持できる条件と考えた<sup>17)</sup>。しかし、もしEMUの参加基準が変更できるなら、融資による支援だけでなく、為替レートを調整し、債務も組み替えることで、ラトビアの調整コストが抑えられる、という意見に賛成するだろう。

こうした問題を、最適通貨圏によって国際経済学が議論し<sup>18)</sup>、帝国や覇権体制、レジームとして国際政治学は議論した。金融危機に対する正しい調整策を選択するのは、正しい外交を選択する問題に似ている。その選択肢が政治的な次元を含めて広がり、制度や政権を転換するイデオロギー対立になる。

次に、実際の危機の経過を検討する。

### 3 アイスランド危機の経過

アイスランドは、人口約32万人、面積は約10万平方キロの、北海道より少し大きな島である。その位置は、一部が北極圏に属し、白夜となるが、暖流の影響で同緯度の他地域に比べて気温は高い。

両側のプレートがぶつかる大西洋中央の海嶺がここで水上に現れ、間歇泉や世界最大の露天風呂「ブルー・ラグーン」で有名だが、2010年には、ヨーロッパの航空機を止めた火山の大爆発があった。アイスランドで1783年に起きた大噴火はヨーロッパの凶作に繋がり、フランス革命にも影響したという<sup>19)</sup>。

もちろん、こうした自然条件に、GDPの10倍を超える銀行の債務比率と、革命・政権崩壊が起きた金融危機の原因を見ることはできない。

---

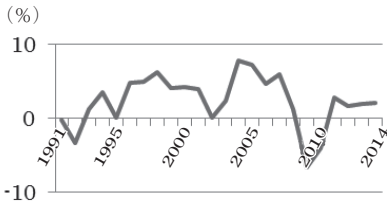
15) Wade (2009); Buiter and Silbert (2008).

16) Jonsson (2009).

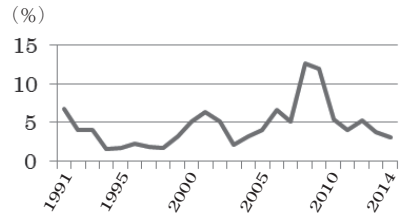
17) Aslund and Dombrovskis (2011).

18) そして、国際通貨システム、国際政策協調に関する問題意識とも共通する。

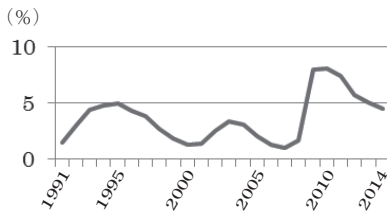
19) Boyes (2009) pp. 7-8.



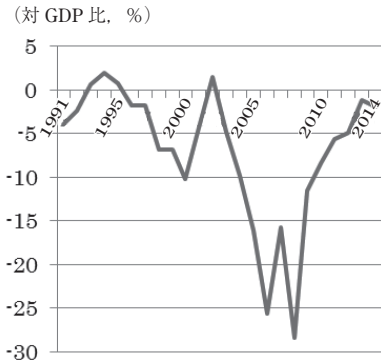
第1図 GDP成長率 (1991-2014)



第2図 インフレ率 (1991-2014)



第3図 失業率 (1991-2014)



第4図 経常収支 (1991-2014)

(出所) IMF, World Economic Outlook, October 2013 より作成。

国際金融危機の条件は、世界とアイスランド国内に現れた政治条件を背景に、金融市場の自由化と強気市場が続き、外国からの融資や投資が続いた結果として生じた。どのような政治的対立軸が重要であるか、だれが指導者として意思決定を左右したか、歴史的に形成された制度や国民的な合意は何を求め、何を拒んだか、など、その国や時代に固有の問題意識が危機の発生過程とその後の調整を具体的に支配した。

第1～第4図はアイスランドの、GDP成長率、インフレ率、失業率、経常収支、で見た危機の大きさを示す<sup>20)</sup>。

20) ただし、2013年、2014年は推定値である。

アイスランドの危機の特徴は、その規模と発生過程にある。ここではアウスゲイル・ジョウンソンとロバート・ウェードの研究に従い、アイスランドの危機の経過を整理する<sup>21)</sup>。そして第5節で、金融危機に関する追加的な考察を行う。

アイスランドでは金融市場の自由化、国有銀行の民営化が1990年代に行われた。これに先立ち1980年、公式の銀行間市場を設立し、1989年にアイスランド・バンキが復活した。アイスランド・バンキとは、1904年にデンマークの投資家が設立した民間銀行で、アイスランドの発券業務を独占していた。

世界大恐慌の中で、アイスランド・バンキについて議員たちが行った論争は、最近の危機と共通するテーマを示していた。反対派は、外国の投機家たちが強欲により過度のリスクをとったのであり、国民はその債務を支払うべきではない、と主張した。また、アイスランド・バンキの投機家たちが貨幣を過剰に発行したから、住宅価格は大きく上昇して、それが暴落したのだ、と批判した。他方、支持派は、アイスランド・バンキの融資によって漁船の機械化ができたし、経済の近代化に貢献した、と評価した。また、アイスランド・バンキが保持する預金という富がなくなれば、多くの企業は倒産するだろう。債務を支払わずに信用を失えば、外国から資金を取り込むことが、今後、数十年はできなくなる、と主張した<sup>22)</sup>。

このときの論争は、伝統的な孤立主義者が勝利し、アルシング<sup>23)</sup>によってアイスランド・バンキは中央銀行としての権利を拒まれた。しかし、即座に起きた取り付けと倒産の危機に対して、国際金融界からの強い警告が政府の立場を変えた。アルシングは圧力に屈し、アイスランド・バンキを国有化して、債務を株式持ち分に変えたのだ。その後、アイスランドの銀行システムは国家統制下に置かれ、国内の政治勢力（保守派・ビジネス界の独立党、中道・農民の

---

21) Jonsson (2009); Wade (2009).

22) Jonsson (2009) p. 20. 訳 53 頁.

23) Althing: アイスランドの議会.

進歩党、さらに小規模だが左派・労働者の社会民主党) に対応する形で商業銀行とその預金が運用された。中央銀行でさえ3人の総裁を置いて、政治党派が意思決定に関与できるようにした<sup>24)</sup>。

デンマーク領であったアイスランドは1918年に主権を要求し、デンマークがナチス・ドイツに占領されていたとき、一方的に独立を宣言して共和国となった。戦争中はドイツに占領されるのを恐れたイギリス軍が駐留し、戦後はNATOに参加し、アメリカ軍が冷戦下の軍事拠点として基地を置いた。この米軍基地建設がアイスランド経済を近代化する力になった。しかし2008年、米軍は基地を閉鎖した<sup>25)</sup>。

アイスランドの政治経済危機は、優れた技術により海洋資源の乱獲が進み、ついに漁獲量が減少したときに発生した。1988年、タラのストックを回復するために漁獲量を削減し、経済全体が破滅的な影響を受けた<sup>26)</sup>。アイスランドの経済成長を担うのは漁業や温泉、地熱発電(とそれを利用したアルミニウム製錬所)しかないように思われた。そこでアイスランド政府は、サービス部門を輸出産業に変えることを考える。

同じ1988年、アイスランドの銀行民営化が始まった。既述のように、1980年代、90年代の金融ビジネスは、それ以前の保守的な政治的枠組みを嫌う、まったく新しい世代によって急速に拡大し始めた。自由市場と国際主義を支持する彼らは、当時のイギリスにおけるサッチャー主義を賞賛し、アメリカ型の投資仲介をアイスランドのバンキング・モデルにした<sup>27)</sup>。

アイスランドでは1984年に漁獲量の割当制度が始まった。政府は漁船の所有者に1981-83年の漁獲量を基に割り当てたが、1991年からその権利を売買

---

24) Jonsson (2009) p. 27. 訳 61-62 頁; Wade (2009) p. 10.

25) 現在の国際空港である。ジョウンソンは、事実上、アメリカの保護領として財政的・政治的支援を受けた、と指摘する。Jonsson (2009) pp. 15-16. 訳 46 頁。安全保障と経済的支援についての「特別な友好関係」について、ジョウンソンはほかでも言及している。Jonsson (2009) p. 138. 訳 220 頁。

26) Jonsson (2009) pp. 37-38. 訳 75-76 頁。

27) Jonsson (2009) pp. 30-31. 訳 66-67 頁。

することが可能になった。金融ビジネスを学んだ若者たちが、それをアイスランドの成長のエンジンにしようと考えた。その中心人物こそ、ダヴィッド・オッドソンであった。

オッドソンは、レイキャビク市長（1982-91年）から首相（1991-2004年）、その後、アイスランド中央銀行総裁（2005-09年）になり、金融自由化とバブルが形成されるアイスランドの政治世界を支配した人物である。新しい銀行は若い世代が動かしたが、政治や官僚のシステムは変わらなかった。主要政党の関係者や政治家が官僚になり、退職するまで居すわった。銀行民営化において、誰が株式を購入できるかはアイスランドの政治コミュニティーによって内部で決められた、と疑われている。金融監督や銀行合併においても、銀行と利害関係者とが癒着する構造が見られた<sup>28)</sup>。

預金を集める商業銀行として拡大するには、アイスランドの市場は規模が小さ過ぎて、すぐに限界に達した。彼らは投資銀行として、手数料を増やすために海外のホールセール市場で資金を取り入れることを考えた。若いカリスマ的経営者によってカウプシングが大胆な国際化に成功し、他の銀行もそのモデルを追った<sup>29)</sup>。

しかし、こうした投資バンキングのモデルをアイスランドで行うことは、資金調達や為替レートの安定性に疑念を生じさせた。もし国際金融センターが資金調達に応じなくなった場合、あるいは、為替レートが大きく変動する場合、アイスランドの銀行は流動性を維持できず、支払不能になる。それに対応するアイスランドの中央銀行は、積極的な国際協力を築こうとせず、バンキング部門の規制にも消極的であった<sup>30)</sup>。

2006年3月、デンマークの銀行 *Danske Bank* やメリルリンチなどから、ア

---

28) Jonsson (2009) pp. 48-49. 訳 91-92 頁。銀行は、レバレッジを利用した持ち株会社による買収を通じて、株主というより、オーナーたちの利益に利用された。さらに Jonsson (2009) pp. 97-104. 訳 163-173 頁、参照。

29) Jonsson (2009) p. 59. 訳 109 頁。

30) Wade (2009) p. 15, 24.

アイスランドの銀行部門が危険であることを知らせる報告が出たことで、投資家たちは不安を高めた。これは「ガイザー（間歇泉）危機」と呼ばれる。その条件として、大規模に行われたキャリー・トレードがあった。アイスランド・クローナの価値が高過ぎると判断し、その反転を予想して、ヘッジファンドはアイスランドの通貨と金融市場を攻撃した。

ガイザー危機の背景には、2003年に現れた3つの刺激による景気過熱があった、とジョウンソンは指摘している<sup>31)</sup>。すなわち、(1)地熱発電による安価な電力を必要とする2つの新しいアルミニウム製錬所が巨額の投資を行った。(2)選挙を前にした政府が預金準備率を引き下げるといふ金融緩和を行い、ブームを過熱させた。(3)政府が銀行の民営化における最後の株式売却に踏み切った。また、デンマークの銀行を買収したカウプシングが格付けを上げ、国内市場にも住宅ローンを拡大する競争に火を付けた。

小国のインフレ・ターゲットはうまく機能しなかった。インフレ率がターゲットを超えたために中央銀行は金利を引き上げたが、それは一層のキャリー・トレードと資本流入を招いた。すなわち、投機的な資金が、低金利の国からアイスランド・クローナに投資された。通貨の増価、地価・株価の上昇、借入・消費ブーム、インフレを抑えるための金利引き上げが繰り返され、危機へと向かったのだ。

ガイザー危機では、投機的な売りに対抗して、アイスランド政府はあらゆる民間部門の外貨をプールしてクローナの価値を維持するため介入した。さらに、著名なエコノミストたちを雇い、銀行システムは健全であり、リスクは正しく管理されている、というキャンペーンを、特にオッドソンの指導下で行った<sup>32)</sup>。政府は通貨市場のパニックを回避することに成功した。

アイスランドの危機を警告するエコノミストたちもいた。アリバーは2007

31) Jonsson (2009) pp. 64-67. 訳 116-120 頁。

32) ウェードは、エコノミストたちが報酬によって政府の求める報告書の共同執筆者になった、と厳しく批判する。Frederick Mishkin は 13 万 5000 ドルをアイスランド商工会議所から得た。Wade (2009) p. 21.



年6月にアイスランドを訪れ、レイキャビクの建設用クレーンを数えて、危機が起きることを確信した。そして、危機まで「後1年だ」と講演で述べた<sup>33)</sup>。また、ブイターらの報告は、アイスランドの最後の貸し手が失われたことを重視した。

ガイザー危機が生じた背景にある、ホールセール市場に依存することの脆弱性は、基本的に国際投資を減らすか、ユーロ圏を中心に経営しない限り解消できなかった。金融危機を経験してから、CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）のようなデリバティブの国際規制を、欧米諸国も議論するようになった。国際制度の改革を待たずに、アイスランドの各銀行は債券を発行し、あるいは、海外の資産家に株式を売って、準備金や自己資本を増やした<sup>34)</sup>。ランズバンクが2006年10月から、イギリスに開いたアイスセーブで預金を拡大したことも、こうした資金調達が多様化であった。

アイスセーブは、インターネット・バンキングを通じて他国の預金を集める点で、新しい解決策と思われた。追加のコストをほとんど必要とせずに、高い金利を提示して、イギリスのさまざまな団体から預金を移転させることに成功した。しかし問題は、その預金をだれが保護しているか、という点である。アイスランドの中央銀行はそれを考えていなかった。しかも、リテールバンキングは報道に弱い、とジョウンソンは指摘する。否定的なニュースはランズバンクの取り付けに発展し、それが国有化された後、カウプシングとグリトニルにも及んだ。

アイスランドと北欧諸国の中央銀行やイギリス政府・大蔵省との疎遠な関係は、緊急融資を妨げた。アイスランドの金融状態を彼らは詳細に把握していなかったし、むしろ不安や疑念を強めていた。アイスセーブ問題では、イギリス政府による資産凍結という異例の国際対立になった。ゴードン・ブラ

33) Wade (2009) p. 22 による。Zoega (2011) p. 23 は「後9カ月」と書いている。

34) ジョウンソンは、カタールの王室にも及んだカウプシングの最後の抵抗を描いている。Jonsson (2009) p. 160. 訳 251 頁。

ウン首相は、反テロ法によってランズバンクの資産を凍結したのである。

アイスランド政府、ホルデ首相は危機に迅速に対処できず、中央銀行総裁オッドソンは危機を激化させた<sup>35)</sup>。オッドソンは、テレビのインタビューで、対外債務を支払わない、と断言し、また、安全保障上の重要な位置にあることを利用して、ロシアから（あるいは、それを懸念するアメリカから）大規模な融資を得ると発表した。しかし、ただちにロシア側に否定された。IMFのチームが来るまでに、外貨準備がないにもかかわらず、アイスランド・クローナをユーロに固定した。それは史上最短の固定レート制となった。そして金利を12%に下げた。それは13日後にIMFにより18%へ引き上げられた。ホルデは2009年1月に辞任したが、オッドソンは辞任を拒否し、その後、半年以上もICB総裁にとどまった。

アイスランドの調整過程は、3銀行の破綻と国有化を経て、IMF融資によってショックを緩和された。国内の銀行システムは国際バンキングの処理と切り離された。IMFは為替レートを大幅に切り下げて固定し、資本規制を認めた。急激な財政引き締めは避けられた。IMF融資を検討する国際会議の紹介ビデオで、ジョセフ・E・スティグリッツやポール・クルーグマンがこうした融資条件を好意的に評価している<sup>36)</sup>。

寒空の下、国会前には群衆が集まってフライパンを叩き、政府に抗議した。アイスランドは世界金融危機の中で最初に政権が崩壊した国であった。ホルデ首相の辞任後、社会民主同盟と左派緑の党が連立政権を組み、ヨハンナ・シグルザルドツティルが首相となった<sup>37)</sup>。銀行民営化から金融自由化・国際化を進めた保守派と金融ビジネスのイデオロギーが後退し、EU加盟をめざす左派政権が金融危機の処理と責任追求、回復策を担うことになった。

35) オッドソンのインタビュー。Jonsson (2009) pp. 171-174. 訳 266-269 頁。

36) <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/isl/>

37) 彼女は、労働組合や社会民主主義を支持しただけでなく、世界初の法的な同性結婚を認められた女性首相として、保守的な政治スタイルからEU型の多様な価値を尊重するイデオロギーへの移行を代表する指導者と見なされた。

しかし、その後、重大な金融犯罪の訴追は実現せず、アイスセーブ問題でも政府の進めた妥協案は国民投票によって拒まれた。切下げによって魚介類の輸出が伸び、大幅な落ち込みから急速に回復したが、国民は住宅や資産を失い、IMFの緊縮策や資本規制に不満を強めた。しかも、ユーロ危機とヨーロッパの緊縮策は、アイスランドがEUに加盟することの魅力を失わせた。2013年4月の選挙では左派の連立政権が敗北し、金融危機の責任を問われたはずの独立党が最大の支持を得て政権に復帰した<sup>38)</sup>。

#### アイスランドの通貨危機に関わる主要事件<sup>39)</sup>

1984-86年	銀行の金利自由化。
1985年	アイスランド株式市場設立。
1987年	金利の完全自由化。
1993年	外国為替の銀行間市場を設立。
1994年	ヨーロッパ経済圏（EEA）に設立メンバーとして参加。長期資本移動の完全自由化。
1998年秋	アイスランドの銀行民営化が Landsbanki, Bunadarbanki の株式売却で始まる。
1999年	
1月1日	金融監督庁（Financial Supervisory Authority）設立。
2月	アイスランド中央銀行（the Central Bank of Iceland: CBI）が銀行に流動的な資源を与える。
2000年	
1月1日	CBI が銀行に新しい流動的な資源を供与。
5月15日	Islandbanki と the FBA Investment Bank の合併。後に Glitnir と名称を変更。
10月5日	Landsbanki がイギリスで銀行 Heritable Bank を子会社にする。

38) "Iceland vote: Centre-right opposition wins election," BBC, 28 April 2013. "Iceland's election: Right back," *The Economist*, April 30th 2013.

39) Aliber and Zoega (2011) Table 3.1 A chronology of events, pp. 34-39. 一部省略。

2001年	
3月27日	ISK (アイスランド・クローナ) の為替レート変動の制限を撤廃する。 2-2.5%のインフレ目標を設定する。
2002年	
10月21日	Samson ehf が Landsbanki の政府保有株式の 45.8% を 123 億 ISK で購入する。政府は少数株主になる。Landsbanki の民営化完了。
2003年	
1月16日	S-グループとドイツの銀行が Bunadarbanki の株式 45.8% を政府 から購入。
3月22日	残りの政府保有株も売却される。Bunadarbanki の民営化完了。 CBI が準備条件を下げ、約 80 億 ISK の資金を銀行に利用可能に する。
4月12日	Bunadarbanki と Kaupthing が合併し BK Bank になる。後に Kaupthing と名称を変更。
12月7日	CBI が準備条件をさらに下げる。約 150 億 ISK を利用可能する。
2004年	
9月29日	Kaupthing がデンマークの投資銀行 FIH を 850 億 ISK で買収。
11月5日	Islandbanki が 100% の住宅融資を始める。
11月8日	Landsbanki と Kaupthing が 100% の住宅融資を始める。
12月	Glitnir (Islandbanki から改名) がノルウェーの BN 銀行を 330 億 ISK で買収。
12月28日	Landsbanki が 100% の住宅融資を止める。
2005年	
2月1日	Landsbanki が the UK Teather and Greenwood を買収。
4月	Kaupthing が the UK Singer & Friedlander を 520 億 ISK で買収。
4月20日	デンマークの新聞 <i>Berlingske Tidende</i> がアイスランド経済の過熱 に関するレポートを載せる。
7月	アイスランド・テレコムの民営化。
9月5日	Landsbanki が Kepler Equities を買収。
11月15日	Landsbanki がアイルランドの証券会社 Merrion Capital を買収。

12月16日	デンマークのラジオが、バブルによる「アイスランドの驚異」をレポートする。
2006年	
1月1日	個人所得税の減税。財産税と高率の所得税を打ち切る。 Glitnir が100%の住宅融資を止める。
2月21日	格付会社のフィッチがアイスランドの見通しを安定からネガティブに変更。
3月	Danske Bank が非常に悲観的なレポート “Iceland: Geyser crisis” を22日に発表する。これに対してアイスランドの諸銀行 (Kaupthing, Landsbanki, Glitnir) からエコノミストたちの強い反対論が出る。  Merrill Lynch は31日の記事 “Resolving Iceland’s Banking Crisis” を発表してアイスランド諸銀行を、以前認められたほど信頼できない、と批判する。それはメディアの注目を集め、銀行家や政治家たちの不和を生じる。
5月1日	CBI が銀行に対する外貨準備ルールを緩和する。為替レート調整後の資産・負債の差額を自己資本の30%まで許す。  Mishkin, Frederic S., and Tryggvi T. Herbertsson (2006) <i>Financial Stability in Iceland</i> 発行。
6月7日	Standard & Poors がアイスランド政府債を格下げ。
6月24日	Glitnir がスウェーデンの証券会社 Fischer Partners を買収。
9月	CBI の外貨準備は1000億ISK。
9月25日	Landsbanki が Cheshire Guernsey Ltd. 買収。
10月3日	アルミニウム製錬所 Nordural が22万トンまで生産拡大。
10月	Landsbanki が UK で Icesave 預金の営業開始。
2007年	
2月	Moody’s がアイスランドの諸銀行を A1, A2 から, AAA に格上げする。  Glitnir がフィンランドの FIM Group を買収。
7月	アイスランドの諸銀行に対する CDS スプレッドが50ポイントに。

8月	Danske Bank が報告書を発行。アイスランドをレバレッジド・バイアウトによる経済を持つ最初の国家とみなす。
11月29日	Kaupthing がデンマークの投資銀行 NIBC を買収する意図を表明。 Portes, Richard, and Fridrik Mar Baldursson with Frosti Olafsson (2007) <i>Internatinalisation of Iceland's Financial Sector</i> 発行。 アルミニウム製錬所 Nordural が 26 万トンまで生産拡大。
11月30日	アルミニウム製錬所 Karahnjukar 操業開始。
年末	Icesave の UK 預金勘定が 5900 億 ISK に増大。Landsbanki がその企画でマーケティング賞を受ける。
2008年	
1月	アイスランドの諸銀行に対する CDS スプレッドが 400 ポイントに達する。
1月30日	Kaupthing が NIBC 買収交渉から撤退。その費用は 2860 億 ISK。
1月・2月	Kaupthing が預金勘定 Edge をイギリス、ベルギー、フィンランド、ノルウェー、スウェーデンに開設。
2月	主要銀行や債権者、Moody's と会談した後、アイスランドの銀行が支払い不能であることを外国の関係者が懸念している、という中央銀行のメモ。 <i>Financial Times</i> がアイスランドを「一つの巨大なヘッジファンド」と呼ぶ。
3月	イギリス金融監督庁が、アイスランドの銀行は安全ではない、と預金者に警告する。
3月25日	CBI が金利を 13.75% から 15% に引き上げる。 CBI が海外支店の外国負債に関して預金準備を廃止する。
4月	アイスランド首相とイギリス首相が外貨準備を増やすスワップ協定について議論する。
5月	Landsbanki がオランダで Icesave 預金を開設する。
5月16日	北欧諸国とのスワップ協定が成立。
6月4日	中央銀行が諸銀行の外貨建残高を抑制する。
8月14日	アイスランドの諸銀行が金融監督官 (FME) のストレス・テスト

	を受ける。
9月	CBIの外貨準備が5000億ISKになる。アメリカ連銀は、アイスランドの銀行システムがGDPに対して大きすぎる、と主張して、通貨スワップを拒否する。
9月15日	リーマンブラザーズが倒産。
9月25日	Glitnirが6億ユーロの緊急融資をCBIに要請する。
9月29日	政府がGlitnirの経営権を取得する意図を公表。アイスランドの信用格付けが下がる。アイスランドの諸銀行に対するクレジット・ライン閉鎖。
10月3日	イギリス金融監督庁がIcesave勘定に関してLandsbankiに2億ポンドの現金準備を追加するように求める。 CBIとアイスランド政府はLandsbankiへの融資を拒む。 流動性を求めるKaupthingは、FIHのオランダ子会社を担保にCBIから5億ポンドを借り入れる。
10月6日	議会が、FMEによる銀行の経営権取得を可能にする法案を通過させる。
10月7日	FMEがGlitnirとLandsbankiの経営権を取得。
10月8日	イギリス当局が、2001年の反テロ活動・犯罪・安全保障法で、イギリスのLandsbanki資産を凍結。イギリス金融監督庁がKaupthingのSinger & Friedlanderの営業を閉鎖する。
10月9日	FMEがKaupthingの経営権を取得。 アイスランドの金融システムが崩壊する。非常事態法が発動される。 Glitnir, Landsbanki, Kaupthingの経営権が国家に移される。

#### 4 ラトビア危機の経過

ラトビア共和国は、人口220万人、面積は日本の約6分の1、バルト海に面するハンザ同盟で栄えた都市リガが首都である。ドイツとロシアに挟まれ

た位置にあるため、厳しい歴史を刻んでいる。金融危機の条件は、こうした困難な時代がソビエト連邦からの独立で終わり、EUとNATOに加盟を果たした2004年から始まったブームの結果として現れた。

金融危機の厳しさは、一般に、国際収支の不均衡を調整する過程が、資本の流出によって一気に強制されることで生じる。国民の雇用や生活水準をできるだけ維持するためには、資本流出を抑えることが課題になる。多くの場合、それは国内需要を抑制し、純輸出を増やして資本流入に対する依存を減らし、資本流出を抑えるための高金利政策を取ることになる。

ラトビアの危機の特異さは、その調整過程にある。エコノミストたちが考える望ましい政策を無視・反対して、ラトビアはあえてユーロに固定した為替レートを守ったまま、国内の緊縮策によって物価を下げる「内的切下げ」を選択した。ラトビアの、GDP成長率、インフレ率、失業率、経常収支、で見た危機の大きさを第5～第8図により示す<sup>40)</sup>。

以下では、主にアンデーシュ・オスlundとヴァルディス・ドムブロブスキスの研究を使って、ラトビアの危機の経過を整理する<sup>41)</sup>。

ソビエト連邦からの独立は、その金融的な混乱から逃れることをラトビアの最初の課題とした。ソ連崩壊後の1990-93年、ラトビアの政府統計でGDPが49%も減少した<sup>42)</sup>。価格の自由化、貿易の自由化、マクロ経済の安定化、民営化、が制度や法律の整備と並行して進められた。このとき、バルト3国は同時に厳しい安定化計画を進めたが、カレンシー・ボードを採用したエストニアと違い、外貨準備の不十分なラトビアは管理フロート制を採用した。それは非公式なベッグ制であり、1994年2月からはSDRsに固定し、擬似的なカレンシー・ボードによってインフレを抑えることに成功した<sup>43)</sup>。

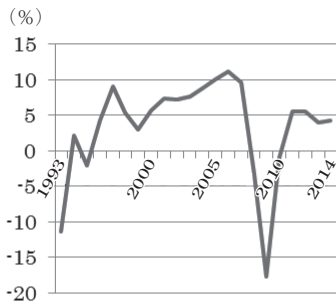
40) ただし、1992年は成長率とインフレ率のデータがない、また、2013年、2014年は推定値である。

41) Aslund and Dombrovskis (2011)。

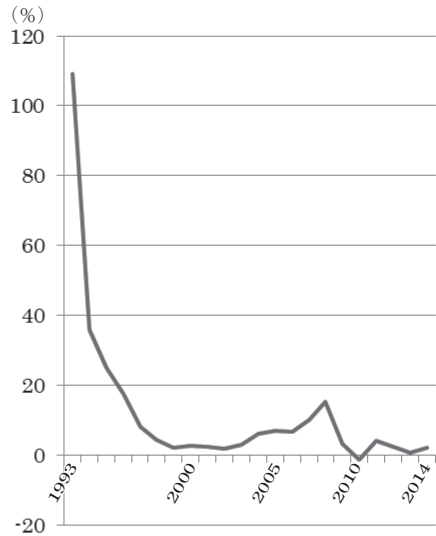
42) Aslund and Dombrovskis (2011) p. 7。

43) 1992年のインフレ率は959%であったが、1993年には35%、1997年7%、それ以降は3%程度になった。Aslund and Dombrovskis (2011) p. 9。

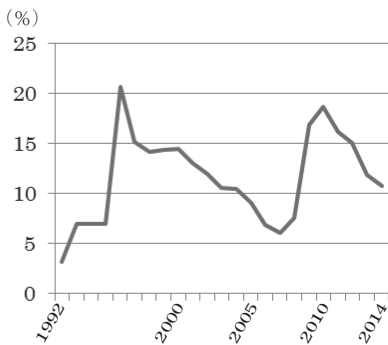




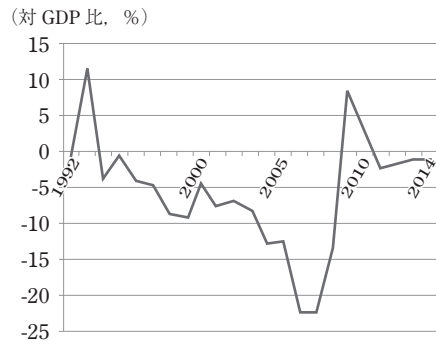
第5図 GDP成長率 (1993-2014)



第6図 インフレ率 (1993-2014)



第7図 失業率 (1992-2014)



第8図 経常収支 (1992-2014)

(出所) IMF, World Economic Outlook, October 2013 より作成。

ラトビアの危機は、大規模な資本の流入と高い成長率、政治的な自己満足が重なって生じたものである。EU加盟国として資本規制はできず、ユーロの

採用をめざして為替レートを固定していた。その結果、バブルを生じても金融政策で抑制できなかった<sup>44)</sup>。資本流入が不動産価格を高め、消費や投資を刺激し、インフレと経常収支赤字が顕著な金融危機の条件を示したのは、アイスランドと同じである。ただし、アイスランド以上に、移行期の安定化や構造改革とユーロへの為替レート固定化とが強く結びついていた。

他の東欧諸国と異なり、ラトビアは外国の銀行がすべての融資を支配したわけではなかった。1998年、ロシア・ルーブルの危機に際して、ラトビアの銀行システムは再編された。多くの小規模な銀行が主にスウェーデンの銀行によって買収された。2007年までに、主要4銀行が融資の4分の3以上を占めた。その内、3行がスウェーデンの銀行であり、1行が第2位を占めたラトビアのParex Bankだった。主要銀行は、預金ではなくEUのホールセール市場から資金を調達した。なぜなら、ラトビアのインフレ率を考慮した場合、実質金利がマイナスであったからだ。外国銀行が本店からも資金を調達できるのに対して、Parex Bankは国際市場金利の変動に対して脆弱であった<sup>45)</sup>。

融資額は、2000年から2006年まで、年37%~54%で増大した<sup>46)</sup>。アメリカ連銀やECBの低金利政策で、融資は大きな利潤をもたらしたが、銀行はそのリスクを意識し始めた。2007年、スウェーデンの2行(Swedish BankとSEB)が融資を減らした。しかし、後発のNordeaとラトビアのParex Bankは拡大を続けた。

ラトビアはハイパーインフレーションを経験したことで、その後に、厳しい貨幣不足の時期を生じた。融資の急拡大にも関わらず、GDPに対する融資額の比率は非常に小さく、2000年に18%、2007年でも88%であった。それはまだEUのほぼ平均の水準である。ラトビアの融資は過度のレバレッジや悪性のデリバティブを含まなかった点で、欧米の金融危機と異なっていた<sup>47)</sup>。

---

44) 「アジアの虎」として高成長した後、金融危機に陥った香港、シンガポール、韓国、台湾、と似ている。Aslund and Dombrovskis (2011) p. 17.

45) Aslund and Dombrovskis (2011) p. 20.

46) Aslund and Dombrovskis (2011) p. 19.

47) Aslund and Dombrovskis (2011) p. 20.

ブームは資本流入に支えられ、活発な投資が続いたため、2004年からインフレ率は6%～8%に上昇し、2007年後半に17.9%で頂点に達した。インフレ率上昇の背景には、他のEU諸国と価格が収斂していったこと、石油・天然ガスの価格上昇もあったが、信用膨張による建設業など国内部門の価格上昇、労働力不足による賃金上昇があった<sup>48)</sup>。

景気の過熱は輸入の超過、経収支の赤字拡大をもたらし、2006年、2007年にはGDPの20%を超えた。IMFは2005年以来、明確な警告を繰り返しラトビアに与えた。しかし、既述のように金融政策を制約されていたため、基本的に、財政的な引き締めと銀行融資の規制強化が求められた。しかし、たとえ好況期でも、民主的な政府が財政の黒字を増やすことは難しい。IMFは、銀行の預金準備率を引き上げ、資本取引や建設に課税すること、そして、賃金上昇の抑制を求めていた<sup>49)</sup>。こうした政策は危機の直前に一部を実施したが、ブームは政府に強気と自己満足を生んでいた。

ラトビアの金融危機の原因は、2008年9月のリーマンブラザーズ倒産によって起きた流動性の消滅、外国融資の「突然死」であった<sup>50)</sup>。Parex Bankが2008年11月に倒産した。政府はこれを国有化した。その費用はあまりに大きく、IMFと欧州委員会の緊急融資に頼った。Parex Bankの救済は、ラトビアの移行期に重要な役割を担った2人のオリガークが所有していた銀行であったため、政治的に紛糾した。

国内の政治状況は、その後の政策を理解する上で重要だ。すなわち、2007年に、腐敗防止・追及局（KNAB: Corruption Prevention and Combating Bureau）の長官を解任しようとした首相が国民の反発にあって失脚していた。ブームの後、国際的なショックで始まった金融危機の処理と、ラトビアの腐敗・汚職の追及に向けた国内政治の流れとが結びついて、移行経済の改革として緊縮

---

48) Aslund and Dombrovskis (2011) p. 23, Figure 2.4 参照。

49) Aslund and Dombrovskis (2011) p. 29.

50) Aslund and Dombrovskis (2011) p. 33.

策に国民の支持が集まった。政府は、公務員の10%削減と2009年までの賃金凍結を提案したが、労働組合などは緊縮策に反対した。

流動性の枯渇から、急激な景気悪化が予測され、経済危機に対する不満が高まった。国民と野党は、財界と政界のエリート層による既得権を維持するものではないかと政府案を疑い、もっと厳しい緊縮策を求めた<sup>51)</sup>。

2008年11月15日、Parex Bankに預金者の取り付けが起き、それは外国為替市場におけるラトビア通貨(Lat)からユーロなどへの交換になった。政府は切下げを強く否定し、中央銀行は流動性を供給することでこの取り付けに対応した。外貨準備が失われる中で、Parex Bankの救済はラトビア政府の負担として大き過ぎたため、その調整過程は外部からの融資、特にIMF融資に頼るものとなった。

しかし、ラトビア政府は切下げを行わなかった。IMFから派遣されたチームは、財政緊縮策による調整過程、いわゆる「内的切下げ(減価)」<sup>52)</sup>に強い抵抗を示した。それは金融危機によるデフレを加速し、厳しい不況で維持できなくなる、と考えたからだ。通貨価値を切り下げることで不況を緩和することができる、というのが多くのエコノミストの意見であった<sup>53)</sup>。

IMFのチームを率いたクリストファー・ローゼンバーグは最終的に政府の方針を受け入れてスタンドバイ取極に合意する<sup>54)</sup>。その第1の理由は、これがラトビア政府・議会の求める政策であるからだ。調整過程の選択を外から押し付けることはできない。しかも、ラトビアの切下げはバルト3国にただちに「感染」する恐れが強かった。地域の経済を破壊することは避けるべき

---

51) 「太ったネコを罰するべきだ」と政治・社会運動は主張した。Aslund and Dombrovskis (2011) p. 37.

52) 「内的切り下げ(減価)」internal devaluation (depreciation)とは、為替レートを切り下げるのではなく、国内物価、特に労働コストを下げることで競争力を回復する政策を意味する。ユーロ圏に参加した国として、ギリシャが離脱と切り下げを避け、財政破綻を回避するために救済融資を受けた際の条件が「内的切り下げ」として注目された。

53) Blanchard (2012).

54) Aslund and Dombrovskis (2011) pp. 60-62.

である。また、ラトビアはEUやスカンジナビア諸国と緊密な関係を築いてきた。流動性の供給や支援策について、地域的な枠組みが利用できた<sup>55)</sup>。

2009年、ラトビアのGDPは18%も減少し、特に不動産価格は2年間で70%下落したが、2010年第3四半期に、GDPが減少から増加に転じた。ラトビアの金融危機が、実体経済ではなく、資本流入の停止による金融的な困難である以上、中央銀行とECBがもっと積極的な役割を果たすべきだった。ECBは行動しなかったが、それでも回復は、ラトビア経済が輸出を急速に伸ばすことで可能になった<sup>56)</sup>。

ラトビアは、GDPの13.3%も財政収支を引き締めた。それは政治的支持を受けて、初期に大幅な公的部門の削減を行うことで実現できた。2008年初めに比べて、2010年第3四半期までに政府機関の半分は廃止され、公務員の30%が削減された。しかし、公的な医療と教育システムは維持された。社会的な弱者に対する福祉政策には政府が配慮した<sup>57)</sup>。

ドムブロブスキスは、この金融危機と調整過程を指導した首相である。オスルンドは、多くのエコノミストの合意と異なり、ラトビアの為替レートを維持し、緊縮策による安定化と回復が重要だ、と主張してきた。この2人の研究は、ラトビア経済の急速な回復と2010年10月の議会選挙で与党が勝利し、ドムブロブスキスが政権を維持したこと、2014年からラトビアがユーロを採用できたことを強調している。しかし、ピークで20%を超え、今も10%を超える失業率が続いていることには強い批判がある。

---

55) 欧州委員会は、2008年8月、ESF (European Stabilization Fund) を使ってハンガリーの安定化に関与した。ラトビアについても積極的な支援としてESFを使うことができた。Aslund and Dombrovskis (2011) p. 45.

56) Aslund and Dombrovskis (2011) p. 103.

57) *Washington Post* でApplebaum はギリシャとラトビアを比較した。Applebaum (2013).

ラトビアの通貨危機に関わる主要事件<sup>58)</sup>

1990年 5月	ラトビア共和国が「法的」独立を宣言する。
1991年	
8月21日	モスクワで軍事強硬派のクーデタが失敗した後、ラトビアは1922年の憲法に従う独立の民主共和国である、と宣言する憲法案がラトビア議会を通過する。
9月6日	ソビエト連邦がラトビア独立を承認する。
1992年 5月19日	IMF・世界銀行に参加。
7月	ルーブル圏を離脱して、独自通貨ラツツ lat を発行する。
1993年 6月	初めての完全な自由選挙によりラトビア議会の100議席を決める。
1994年 8月31日	最後のロシア部隊が撤収する。
1995年	銀行危機。
10月13日	EU加盟申請。
1998年 8月17日	ロシアの切下げとデフォルト。
1999年 2月10日	WTO加盟。
2004年 3月29日	NATO加盟。
5月1日	EU加盟。
2008年	
9月15日	リーマンブラザーズ倒産。グローバルな流動性危機。
10月28日	IMFとハンガリー政府との間で125億ユーロ(157億ドル)の融資に合意。
11月6日	IMF理事会が157億ドル17カ月のハンガリー向けスタンバイ融資を承認。
11月14日	ラトビア議会が2009年予算案を承認。
12月19日	IMFとラトビア政府との間で17億ユーロのラトビア向けスタンバイ融資に合意。75億ユーロの国際金融支援の一部。

58) Aslund and Dombrovskis (2011) Chronology of Events, pp. 127-131. 一部省略。

12月23日	IMF 理事会が 27 カ月 23.5 億ドルのラトビア向けスタンバイ融資を承認。
2009 年	
1月13日	首都リガで多数のデモ隊が警察と衝突する。
1月20日	ECOFIN（EU の経済・財務相理事会）が、ラトビアの非ユーロ圏に対する国際収支融資のため、31 億ユーロを金融支援。
1月26日	EU が 21 億ユーロまでラトビアに金融支援するという合意覚書に署名。
2月20日	Aigars Godmanis 首相辞任。国民に不満が広がり、連立政権崩壊。
2月25日	欧州委員会が最初の 10 億ユーロの支払を実施する。
3月12日	Valdis Dombrovskis が 5 党の連立政権で首相に就任する。
6月6日	ラトビア地方選挙。ヨーロッパ議会選挙。
6月	ラトビア政府、労働組合、雇用者の中で、補正予算による政府支出の大幅削減を合意。
7月2日	欧州委員会が 2 度目の 12 億ユーロの支払を 7 月 27 日に実施すると決める。
7月27日	IMF とラトビア当局との間でスタンバイ融資の最初のレビューを行うことに合意。
8月27日	IMF が最初のレビューを完了。1.95 億ユーロの支払を実施。
12月1日	議会が 2010 年予算を承認。
2010 年	
2月17日	IMF と 2 度目のレビューを完了。2 億ユーロの支払を実施。
2月26日	EU との補完的合意覚書。
3月11日	欧州委員会が 3 度目の 5 億ユーロの支払を実施。
3月	緊縮策に繰り返し反対してきた最大議席数の人民党が連立政権から離脱。政府は議会の過半数を失う。
5月2日	ギリシャ金融危機に関する EU サミット。
5月9-10日	ユーロ圏金融危機に関する EU サミット。

7月13日 <sup>59)</sup>	EU財務相会議がエストニアの2011年1月1日ユーロ加盟を承認。
7月21日	IMFと3度目のレビューを完了。1.06億ユーロの支払を実施。
10月2日	ラトビア議会選挙。現政権が勝利する。
11月3日	Dombrovskis が the Union of Farmers and Greens との連立政権を組閣。
12月20日	議会が2011年予算を承認。

## 5 危機の政治経済学

アイスランドとラトビアは、小国が国際通貨・金融システムの中で金融危機に陥る条件を示していたが、その発生過程と危機に対する対応、選択した調整過程は大きく異なった。金融危機の一般的な説明とは別に、固有の政治経済的な対立過程が示す特徴を考察する必要がある。

まずアイスランドを考察する。アイスランドは、2007年、国民の平均所得が70000ドル近くに達し、アメリカの1.6倍であった。「幸福度」や「透明性」に関する評価も高く、金融危機前に達成した高い生活水準を、市場自由化の成果として称賛する議論があった<sup>60)</sup>。しかし、そのブームや富は持続不可能な条件を含んでいた。

アイスランドに来たIMFのスタッフは、通常、金融的な資源の枯渇に苦しむ貧しいアフリカで問題に取り組んでいた。同じ金融危機でも、ここは全く違う、と述べた。世界最高の生活水準を享受し、高等教育を受けた国民が、貧しい漁業国から急速に発展して金融史上最大のバブルを起こした。その特徴は、政府と中央銀行が協力して投機的な銀行業の国際的拡大を図ったこと

59) Aslund and Dombrovskis (2011) p.130. では2011年7月13日。しかしロイターは、6月7日のEU財務相会合で承認された、と伝えている。

60) Wade (2009) p.6; Wade (2012) p. 129.



だ。「アイスランドはもはや国家ではない。ヘッジファンドだ。」<sup>61)</sup>

歴史的に、アイスランドはノルウェーやデンマークによって600年以上も支配されていた。初期の国家は農奴制であり、一部の地主たちが耕地を所有して、漁業や交易は彼らの利益に反するものとして抑圧された。20世紀の初め、アイスランドは北欧諸国で最も封建的な、西ヨーロッパの最貧地域に属していた。

しかし、エンジン付きボートの導入が漁業を可能にした。20世紀に入って漁業の拡大は農奴制の支配を終わらせ、外貨の利用や商業、造船業などが発達した。農奴制からの解放は、独自に保持したアイスランド語とともに、自由と独立、をアイスランドの政治的な神話として確立した。過去60年の大部分において政権を担った独立党が、こうしたイデオロギーをさらに強化した。

第2次世界大戦後のアイスランドは、NATOの軍事基地からの支出とマーシャル・プランの支援が加わったが、基本的に厳しく規制された漁業を中心とした経済であった。1960年から漸進的な自由化が始まり、通貨の切下げ、関税や量的規制の緩和、金利引き上げに進み、賃金と物価の連動制を廃止した。それでも国有銀行を通じて政府は経済を管理していた。1960年から1989年まで、アイスランドは平均4%の成長を実現し、西ヨーロッパでもっとも豊かな国の一つになった。

ウェードは、アイスランドの政治システムをコーポラティズムと見る<sup>62)</sup>。近代的な資本主義に変わっても、かつて封建制下で支配した14家族(The Octopusと呼ばれた)が、そのまま輸入、輸送、銀行、漁業、米軍基地への物資供給、を管理し、主要な政治家を出した。アイスランドの保守派を代表する独立党は、メディアと警察を支配し、官庁の上級職を指名し、常に政治システムの中心にあった。これに加えて、農村部とビジネス界が支持するもう一つの保守政党、進歩党がある。左派政党は15%~20%の得票で、保守政党と

61) Lewis (2009) の最初に紹介されている。

62) Wade (2012) pp. 131-132.

の連立を組むことで政権に参加した。

こうした政治システムがアイスランドのバブルと国際的な投資銀行ビジネスに強い影響を及ぼしていた。たとえば、アイスランドの閉鎖的な金融界には、まったく無から資金をねん出する方法があった<sup>63)</sup>。彼らは互いに債券を使って銀行に融資させたが、不動産価格や株価、アイスランド・クローネ (ISK) の為替レートは必ず増価すると考えた。資金が続く限り、実際に資産の評価額が高まるまで、返済できる資金流入があればよかった。そして、中央銀行も彼らの仲間であった<sup>64)</sup>。

こうした政治システムの中で、オッドソンという指導者が果たした役割は重要である。オッドソンがこうしたコーポラティズムをレーガンやサッチャーの新自由主義革命で破壊した、というのは表面的な理解である。むしろアイスランドに新しい成長のエンジンを求めた法律や企業管理を学ぶ若者たちのグループ(“The Locomotive”)が1970年代初めに現れ、その中心人物であったオッドソンとホルデが既存の制度を利用した<sup>65)</sup>。

ただし、英米の自由主義イデオロギーや国際銀行ビジネスの拡大が、ソフトやハードのインフラとして時代を支配していたからこそ、アイスランドのモデルはこれほど大きな成功をおさめ、バブルを生みだした、と理解できる。それ以前のアイスランドの財政が保守的に運営されていたことが債券の格付けを高くし、また、債券の少ないことが資本流入による資産価格上昇も大きくした。

オッドソンの人柄について、ウェードは、極端なマキャベリズム、アイスランドのエドガー・フーバー、という批判者の意見を紹介している。オッドソンは公開の討論には国会を含めて参加せず、同僚たちのさまざまな内輪の情報を集めて取引に使った。彼がインタビューに応じるのは、自分と記者が

63) 「ラブ・レター」について Wade (2012) p. 138; Jonsson (2009) p. 133, 訳 213 頁, 参照。

64) Wade は、こうした民間部門と公的部門に広がる個人のフレキシブルなネットワークがバブルを増幅したと考える。Wade (2012) p. 128.

65) Wade (2012) pp. 132-133.

1対1で話す形式だけだった。アイスランドの外で暮らしたことはなく、経済や金融の専門的知識も持たなかった<sup>66)</sup>。

IMFのチームは、オッドソンと仲間たちから金融政策と経済管理の指導権を取り上げた。財政支出の急激な圧縮は回避された。為替レートは大幅に減価し、そのレートで安定するように資本流出を規制した。銀行の債務を政府は引き受けず、倒産させた。これらは金融危機の救済策として、アジアやロシアに対する失敗から学んだと言える。政権が交代して、アイスランドで初の左派政権が、福祉国家の制度や低所得層を守る法律を強化したことも重要であった<sup>67)</sup>。

ただし、オッドソンは2009年にアイスランド最大の日刊紙で編集主幹となった。左派政権はEU加盟をめざしたため、アイスセーブ問題では交渉による返済条件を提案したが、2度も国民投票で否決された。イギリスの資産凍結措置に対する不満があり、政府は国際投資家に味方するのか、という反発が強かった。独立党の政権復帰は、金融危機のまったく異なる神話を広めている。

次にラトビアを考える。ラトビアが「内的切下げ」を選択した強い政治的決意は、その厳しい現代史と切り離せない。

第1次世界大戦終結のすぐ後、1918年、ラトビアは独立を宣言したが、数週間後にソビエトが支援する共産主義者たちが支配権を握る。独立派はドイツともロシアとも戦い、1920年の和平条約で、ソビエト・ロシアはラトビアの独立を承認した<sup>68)</sup>。

しかし20年後、第2次世界大戦に向けてロシアとナチス・ドイツが不可侵条約を結び、両国間で東欧やフィンランドを勢力圏に分割した。この条約はバルト3国をソ連の勢力圏にした。1940年、ソビエト軍がラトビアに侵攻し、

---

66) Wade (2009) p. 23.

67) Wade (2012) pp. 142-143.

68) 以下の記述は、Aslund and Dombrovskis (2011) pp. 5-6による。

占領した。インテリや政治・ビジネス界のエリートたち、約3万5000人がシベリアに追放され、その多くは死亡した。その後、1941年6月にはナチス・ドイツがラトビアに侵攻し、約7万人のユダヤ人をホロコーストで、また約1万8000人のラトビア人を占領中に殺害した。1944年、ソビエト赤軍が戻り、ラトビアをソビエト連邦の共和国の一つにした。ソビエト政府は10万人以上のラトビア人を追放もしくは殺害し、少なくとも15万人が西側に逃亡した。

第2次世界大戦後、ラトビアの政治と経済は完全にソビエト化され、民族のロシア化が強いられた。相対的に発展の遅れたロシア、ウクライナ、ベラルーシから人口が流入し、ラトビアにおけるロシア語の使用者が急速に増えた。ラトビア人は自国におけるマイノリティーになることを恐れた。

ソ連崩壊の最初の事件として、ラトビアが登場する。ラトビア人は、歴史的・地理的にスカンジナビア諸国と関係が深かった。バルト3国の一つとして、1980年代後半、ミハエル・ゴルバチョフが権力を握ったソ連に独立の機会を見出した。ゴルバチョフはバルト諸国を、ソ連で最もリベラルな、開明的な人民であると考えたが、彼らは独立を望んでいた。彼らは、当時、許されていた唯一の政治運動である環境問題で組織を築いたが、関心は急速に独立へ向かった。しかし、ラトビアには優れた港があり、バルト3国の中でも最大のソ連軍が駐留していた。

1990年2月、3月の選挙で、バルト3国のナショナリストたちが議会の3分の2を超えた。彼らは独立を宣言したが、ソ連政府は認めなかった。しかし1991年8月、モスクワで、ゴルバチョフの改革に反対するクーデタが起きた。クーデタが失敗に終わったとき、ロシアのボリス・エリツィン大統領がバルト3国の独立を承認した。そして1994年8月31日、長い交渉の末、ソ連軍がラトビアから退去した。

金融危機に対処する上で、その政府や国民が政治経済体制に何を求めているか、は無視できない。オスルンドとドンブロフスキスは、ラトビアの現代史をふり返って、国民が成熟した民主主義の文化を持ち、ラディカルな移行

期の経済改革を経験してきたことを強調する。ラトビア人は、ロシアではなく西側に属すること、「ヨーロッパへの回帰」を国民的願望としたのであった<sup>69)</sup>。

ラトビアの国内政治システムも、困難な調整過程を支持する上で有効であった、とオスルドらは主張する<sup>70)</sup>。ラトビアの政党は、イデオロギーに大きな差がなく、主要な政治家を中心に5つのグループを形成していた。その支援者として、各政党は資産家・財界指導者である特定のオリガークと関係があった。ロシア人のグループは議席が最も少なく、政権に影響しなかった。

ラトビアの政治システムでは、ほぼ毎年、連立政権が再編された。オスルドらは、ラトビアの教訓として、こうした民主政治の伝統と、活発な政権の組み換えが、金融危機の対応策をめぐって国民の合意形成に重要だった、と主張する。厳しい緊縮策は民主主義に受け入れられず、政治的混乱と不況を悪化させる、という事前の悲観論をラトビアは否定した。

政治経済学の視点を導入するとは、社会・歴史構造の変化と、それに対する集団的な利害と反応を、現実の理解に積極的に反映させることである。調整過程の選択をめぐるラトビア内外の政治条件は、アイスランドとまったく異なっていた。

## 結 び

金融危機の発生と、その後の調整は、各国の政治システムやイデオロギー、国際システムの在り方に強い影響を受ける。

デリバティブ取引や国際資本移動に積極的な国際通貨・金融システム、ネオリベラリズムの思想があったことで、アイスランドの政府と投資銀行のネットワークは大規模なバブルを起こすことができた。ソ連邦の崩壊や移行経済の混乱、ハイパーインフレーションやロシアに対する恐怖があったから、ラ

69) Aslund and Dombrovskis (2011) p. 7.

70) Aslund and Dombrovskis (2011) pp. 30-31.

トビアは切下げを拒んだ。もしグローバルな金融規制が効果的に行われ、国際的な最後の貸し手になる準備金のプールや中央銀行間の協力体制があれば、あるいは、対外債務や銀行倒産の明確な処理が予め合意されていたら、金融危機は緩和できただろう。

国際通貨システムは、各地における金融危機の発生と、それに対する政治的な模索・飛躍に関係する。それは、金融や情報通信技術の変化によって不安定化する通貨圏や帝国の崩壊を抑えるものでもある。

#### 【参考文献】

- Aliver, Robert and Gylfi Zoega, eds. (2011) *Preludes to the Icelandic Financial Crisis*, Palgrave Macmillan.
- Applebaum, Anne (2013) "Economic Change Depends on Culture and Society," *Washington Post*, January 11.
- Aslund, Anders and Valdis Dombrovskis (2011) *How Latvia Came through the Financial Crisis*, Peterson Institute for International Economics.
- Aslund, Anders (2012) *Why a Breakup of the Euro Area Must Be Avoided: Lessons from Previous Breakups*, Policy Brief 12-20, the Peterson Institute for International Economics, August.
- Aslund, Anders (2012) "Why a Collapse of the Eurozone Must be Avoided," VoxEU.org., 21 August. (<http://www.voxeu.org/article/why-collapse-eurozone-must-be-avoided-almost-any-cost>)
- Aslund, Anders (2013) "Paul Krugman's Blind Spot," *Foreign Policy*, November 8.
- Benediktsdottir, Sigridur, Jon Danielsson and Gylfi Zoega (2011) "Lessons from a Collapse of a Financial System," *Economic Policy*, Vol. 26, No. 66, April, pp. 183-235. (以下のPDFで利用。 [http://dev3.cepr.org/meets/wkcn/9/979/papers/benediktsdottir\\_etal.pdf](http://dev3.cepr.org/meets/wkcn/9/979/papers/benediktsdottir_etal.pdf))
- Blanchard, Olivier (2012) "Lessons from Latvia," *iMFdirect*, posted on June 11. (<http://blog-imfdirect.imf.org/2012/06/11/lessons-from-latvia/>)

- Boyes, Roger (2009) *Meltdown Iceland: Lessons on the World Financial Crisis from a Small Bankrupt Island*, Bloomsbury.
- Buiter, Willem H. and Anne Silbert (2008) *The Icelandic Banking Crisis and What to Do about it: The Lender of Last Resort Theory of Optimal Currency Areas*, CEPR Policy Insight, No. 26, in Aliver and Zoega, eds. (2011) pp. 241–275.
- Buiter, Willem (2009) “Can the UK Government Stop the UK Banking System Going Down the Snorthing without Risking a Sovereign Debt Crisis?” *Financial Times*, January 20.
- Buiter, Willem (2011) “The Terrible Consequences of a Eurozone Collapse,” *Financial Times*, December 7.
- Gros, Daniel (2008) *Iceland on the brink? Options for a Small, Financially Active Economy in the Current Financial Crisis Environment*, CEPR Policy brief No. 154, in Aliver and Zoega, eds. (2011) pp. 276–289.
- Joly, Eva (2011) “Iceland, fight this injustice,” *The Guardian*, Friday 8 April.
- Jonsson, Asgeir (2009) *Why Iceland? How One of the World's Smallest Countries Became the Meltdown's Biggest Casualty*, McGraw-Hill. (アウスゲイル・ジョウンソン著。安喜博彦訳『アイスランドからの警鐘——国家破綻の現実』新泉社、2012年。)
- Kindleberger, Charles P. (1986) *The World in Depression, 1929–39*, revised and enlarged edition, University of California Press.
- Krugman, Paul (2011) “Can Europe Be Saved?” *New York Times*, January 12.
- Krugman, Paul (2011) “The Path Not Taken,” *New York Times*, October 27.
- Lewis, Michael (2009) “Wall Street on the Tundra,” *Vanity Fair*, 51–4, April.
- Mishkin, Frederic S. and Tryggvi T. Herbertsson (2006) *Financial Stability in Iceland*, Iceland Chamber of Commerce, in Aliver and Zoega, eds. (2011) pp. 107–159.
- Portes, Richard and Fridrik Mar Baldursson with Frosti Olafsson (2007) *Internatinalisation of Iceland's Financial Sector*, Iceland Chamber of Commerce, in Aliver and Zoega, eds. (2011) pp. 160–240.
- Roubini, Nouriel (2009) “Latvia's Currency Crisis is a Rerun of Argentina's,” *Financial Times*, June 10.
- Roubini, Nouriel (2011) “The Eurozone Heads for Break Up,” *Financial Times*, June 13.

- Roubini, Nouriel and Arnab Das (2010) "Medicine for Europe's Sinking South," *Financial Times*, February 2.
- Sigurðardóttir, Jóhanna (2009) "Icelanders are Angry but Will Make Sacrifices," *Financial Times*, August 13.
- Thomsen, Poul M. (2011) "How Iceland Recovered from its Near-Death Experience," *IMFdirect* Posted on October 26. (<http://blog-imfdirect.imf.org/2011/10/26/how-iceland-recovered-from-its-near-death-experience/>)
- Wade, Robert (2008) "Iceland Pays Price for Financial Excess," *Financial Times*, July 2.
- Wade, Robert (2009) "Iceland as Icarus," *Challenge*, May-June, pp. 5-33. ([www.challengemagazine.com/extra/005\\_033.pdf](http://www.challengemagazine.com/extra/005_033.pdf))
- Wade, Robert H. and Silla Sigurgeirsdottir (2012) "Iceland's Rise, Fall, Stabilisation and beyond," *Cambridge Journal of Economics*, 36, pp. 127-144.
- Wyplosz, Charles (2012) "The Eurozone's May 2010 Strategy is a Disaster: Time to Pay Up and End this Crisis," *VoxEU.org.*, 20 June. (<http://www.voxeu.org/article/eurozone-s-may-2010-strategy-disaster-time-pay-and-end-crisis>)
- Zoega, Gylfi (2011) "The Chapters in This Volume," in Aliver, Robert and Gylfi Zoega, eds. (2011) pp. 13-25.

(おのづか よしみつ・同志社大学経済学部教授)



## The Doshisha University Economic Review, Vol. 66 No. 2

## Abstract

Yoshimitsu ONOZUKA, *Financial Crises in Iceland and Latvia: The Influences of Ideology and the International System*

Iceland's economy expanded aggressively with global capital inflows. Although the inflows led to bubbles, the government and the central bank supported the high growth model until the crisis. In Latvia, the economy grew with a fixed exchange rate to the euro, and the rate did not change even after the sudden stopping of capital inflows. Latvia then chose to go for the "internal devaluation" of its currency. In both cases, the economic models cannot explain how the crises and the adjustment processes actually progressed. To understand the political and economic processes, we need to consider the country's internal political systems, histories, and ideologies. As the international monetary system becomes chaotic, the financial crisis of even a small country could turn into a systemic crisis and lead to political revolutions, and even wars.