

『ラテンアメリカ・カリブ研究所レポート』

「今試されるマクリ政権の経済改革政策：ペソ急落の背景と今後の見通し」(下)

桑山幹夫¹

- I. 経済・金融危機の要因とその背景 (上)
- II. 軍事政権以後の対外債務問題 (上)
- III. マクリ政権が進める改革路線の整合性 (上)
 - A. GDP 成長会計
 - B. 貿易収支
 - C. 経常収支と財政収支
 - D. 金融収支
 - E. 金融政策
- IV. 近年のアルゼンチン経済の動向 (下)
- V. マクリ政権が犯した 4 つの失策 (下)
- VI. 今後の見通し (下)

IV. 近年のアルゼンチン経済の動向

2016 年にスタグフレーションに見舞われたアルゼンチン経済は、マイナス 1.8%の成長から 2017 年に 2.9%に回復するが、それは外的と国内要因の両方に起因する。外的要因として、特に、過大の外資流入によって景気が上向きになったこと挙げられる。また、ブラジル経済が若干上向き基調にあったため、対ブラジル輸出が僅かだが回復したこともプラスに働いた。国内要因としては、実質賃金の上昇と社会支出の増加、公共事業の拡大、民間部門への銀行融資の増加の影響で消費と投資が拡大したことが大きい。2018 年の GDP 成長率は経年 (2017 年第 2 四半期から 2018 年第 1 四半期の期間) で 3.6%増となり、ブルーバーク社の 3.5%の予想をわずかに上回った。アルゼンチン経済は、本年 4 月まで景気回復基調にあったのは確かだが、今回の経済・金融混乱が起こったことで、マクロ経済政策がこれからどのように修正されるかによって、回復基調が維持されるかどうかが決まってくる。

今回の経済・金融混乱は、米国の金利の引き上げがきっかけで外資の流出が加速したとの見方がある一方で、アルゼンチンが抱える大きな財政赤字と経常収支赤字の双子の赤字、急増する対外債務依存度ならびに頑強なインフレ圧等の国内要因に起因するところが大きいと言える。年間のインフレ率は 2016 年の約 40%から 2017 年には 24.8%まで低下したが、

¹ *ラテンアメリカ協会常務理事。ラテンアメリカ・カリブ研究所上級アナリスト。神戸大学経済経営研究所フェロー。本稿で示された見解は著者個人のものであり、必ずしもラテンアメリカ協会の見解を反映するものではない。

政策当局によると、消費者物価は 2018 年 5 月に先月比で 2.1%上昇、年間インフレ率が 25.5%まで高まっていると発表した。2018 年 5 月の REM (52 人の民間エコノミストによる中央銀行 BCRA の予測集計値) の報告書によると、2018 年の成長見通しが前回調査の 2.5%から 1.3%に下方修正された。大豆とトウモロコシの生産に過大な被害を与えた干ばつの影響で 2018 年の GDP 成長率が 0.75%ポイント低下し、2018 年の第 2 四半期の GDP がマイナスになるとの予測もある (Errea y Tassone (2018))。大幅な景気後退が予測されるため、2019 年と 2020 年の GDP 成長率をそれぞれ 2.2%、2.6%まで引き下げられた。アナリストらは名目為替レートについて、2018 年 5 月末には 24.97 ペソであった為替レートが 6 月末に 25.1 ペソ、2018 年年末には 27.3 ペソまでペソ安が進むと予測していたが、6 月末に既に 28 近くまでペソ安が進んだ。

本年 6 月 21 日に、MSCI 指数を算出・公表する米 MSCI 社がアルゼンチンを「新興市場」の位に格上げしたことを受けて、ペソが 0.2 ポイント (6 月 22 日には 27.20 ペソ)、証券市場のメルバル指数が 6%上昇したことで、一時的にペソ安傾向に歯止めがかかったが、その後、ペソ安傾向が続いている。BCRA が 4 月 27 日から 5 月 4 日の 8 日間に立て続けに 3 回利上げし、政策金利を年 27.25%から 40%に引き上げた。自国通貨安が続くメキシコでも 5 月に 25 ベーシスポイントを上乗せして、政策金利が 7.75%まで引き上げられた。メキシコのインフレは 5 月までの 1 年間で 4.5%を記録した。ブラジルでも為替安が加速するが、5 月までの 1 年間のインフレ率は 2.86%で、政策金利 (SELIC) は 6.5%に据え置かれている。このように、ラテンアメリカの主要国と比較しても、アルゼンチンのマクロ経済が突出して脆弱化していることが分かる。本レポート (下) では、同国で今回の経済・金融混乱が引き起った理由を国際収支の観点から詳しく分析し、今後の見通しについて考察する。

A. GDP 成長会計

2017 年にアルゼンチン経済の総需要を牽引したのは総固定資本形成と民間消費である。財務省 (2018e) によると、総固定資本形成が 11.3%増、民間消費が 3.6%増となったが、公共消費は 0.3%増に過ぎなかった (図表—3A)。投資が回復していることが好材料だ。投資と民間消費は 2.9%の GDP 成長率において、それぞれ 0.9%、1.1%を占めた。輸出と輸入は前年比でそれぞれ 0.4%、14.7%増大した。輸出が低迷する中、輸入が大きく伸びて、貿易収支と経常収支赤字の主要因となっている。GDP 構成を供給側からみると、鉱山と採掘 (前年比で 14.3%増)、建設 (10.4%増)、金融仲介 (5.1%増)、運輸・通信 (2.7%増)、農業 (3.9%増)、不動産・事業活動 (3.2%増) の部門が成長に大きく貢献した (図表—3B)。2017 年末での投資の GDP 比は 21.8%まで上昇した。この比率は 2011 年第 3 四半期に記録された最高値 (22.1%) に近い数値だ。個人消費が上昇した理由として、BCRA は実質賃金の上昇と家庭クレジットの拡大を挙げる。2016 年上半期から始まった景気回復は投資拡大に起因するところが大きいことを考慮すると、2018 年以降にも設備投資と民間消費が引き続きアルゼンチン経済を牽引していく可能性は十分ある (BCRA 2018)。

図表—3：アルゼンチンの GDP 動向 年変動率 2016～2017 年
(前年比 パーセント)

A. 総需要

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
国民総生産(GDP)	8.9	8.0	9.0	4.1	-5.9	10.1	6.0	-1.0	2.4	-2.5	2.7	-1.8	2.9
輸入 FOB (財およびサービス実質値)	15.8	11.0	19.6	13.6	-18.4	35.2	22.0	-4.7	3.9	-11.5	4.7	5.7	14.7
総供給	9.9	8.5	10.7	5.7	-8.2	14.2	9.1	-1.8	2.7	-4.4	3.1	-0.3	5.3
差差漏洩	///	///	///	///	///	///	///	///	///	///	///	///	///
総需要	9.9	8.5	10.7	5.7	-8.2	14.2	9.1	-1.8	2.7	-4.4	3.1	-0.3	5.3
民間消費	7.4	11.0	9.3	7.2	-5.4	11.2	9.4	1.1	3.6	-4.4	3.7	-1.0	3.6
公共消費	9.9	3.7	7.8	5.0	5.6	5.5	4.6	3.0	5.3	2.9	6.9	0.3	2.0
輸出 FOB (財およびサービス実質値)	12.9	5.6	8.2	0.7	-9.3	13.9	4.1	-4.1	-3.5	-7.0	-2.8	5.3	0.4
総固定資本形成	15.8	14.5	20.5	8.7	-22.6	26.3	17.4	-7.1	2.3	-6.8	3.5	-4.9	11.3
在庫品増加	///	///	///	///	///	///	///	///	///	///	///	///	///

B. 総供給

	2016		2017	
	生産高(百万ペソ)		年変動率(前年比)	
国民総生産(GDP)	708,338	728,624	-1.8	2.9
補助金の対象となる商品税金(所得総額、特定収入、借入と銀行のクレジット、輸出税)	55,794	57,591	-0.2	3.2
IVA	54,017	55,585	-2.6	2.9
輸入税	7,507	8,824	3.8	17.5
総付加価値	591,020	606,624	-2.0	2.6
A - 農業、畜産、狩猟、食料品	50,398	52,379	-4.7	3.9
B - 水産	2,236	2,556	-0.1	14.3
C - 鉱山と採掘	21,862	21,120	-5.5	-3.4
D - 製造業	118,748	122,042	-5.2	2.8
E - 電気、ガス、水道	12,640	12,499	1.3	-1.1
F - 建設	20,029	22,113	-11.2	10.4
G - 卸売、小売業および修繕	92,570	94,979	-2.4	2.6
H - ホテルとレストラン	11,194	11,391	1.8	1.8
I - 交通・運輸とコミュニケーション	57,685	59,219	3.4	2.7
J - 金融仲介	26,320	27,666	-3.2	5.1
K - 不動産およびレンタル業	72,161	74,463	-0.1	3.2
L - 行政・防衛管理; 社会保障制度	33,053	33,113	2.6	0.2
M - 教育	26,629	26,930	2.3	1.1
N - 社会保健サービス	23,022	23,477	2.5	2.0
O - その他の公共サービス活動	18,228	18,458	-0.5	1.3
P - 家庭内ドメスティック・サービス	4,244	4,220	-0.7	-0.6

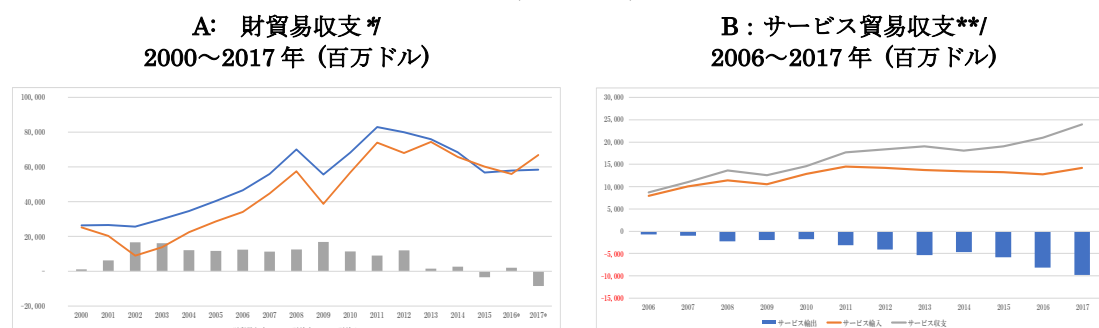
出所：INDEC のデータバンクから筆者作成。

財務省 (2018a) によると、2018 年の第 1 四半期には、総固定資本形成と民間消費の経年変動率がそれぞれ 18.3%、4.1%と引き続き伸びている。総供給の観点からみると、前年同期比では、農業、畜産、狩猟、林業セクターの付加価値が前年同期と比較して 0.2%増加した。漁業部門の付加価値は 6.2%、鉱山や採掘は 1.2%、製造業は 3.5%、建設は 9.7%上昇した。卸売業および小売業のセクターおよび修理業の伸び率は 6.2%だった。卸売業および小売業のセクターおよび修理業とレストランとホテルは、それぞれ 6.2%と 3.6%の上昇を記録した。その反面、電気、ガス、水道は、2017 年の同四半期に対して 2018 年第 1 四半期に 0.2%減少した。マクリ政権がより慎重なマクロ経済政策を取り入れて、今回の経済・金融混乱を乗り越えることができれば、アルゼンチンの実体経済が引き続き穏やかな成長を遂げることは可能だ。

B. 貿易収支

貿易収支を通関統計（本レポート（上）に含まれる図表—2 の数値は国際収支のデータに基づくことから通関統計とは異なる）でみると、輸入の増加が輸出の増加を上回ったことで、財（モノ）貿易収支が 2016 年の 19.7 億ドルの黒字から 85.2 億ドルの赤字に転じた（図表—4A）。自動車産業等の特定の部門でも高い成長率が記録された。対照的に、輸入制裁措置の緩和と現地通貨の上昇の影響を受けて、繊維・エレクトロニクス産業が引き続き後退した。輸入面では、消費財、資本財、自動車の輸入が堅調に推移した。2017 年の数値は過去 20 年間で最大の財貿易赤字である。従来、赤字を計上するサービス貿易は、輸出が伸び悩む中、輸入が急増して、貿易収支が悪化している。2017 年のサービス収支は財貿易赤字を上回る 97.8 億ドルに達している。アルゼンチン貿易（財およびサービス）においてサービスが 3 割超を占めることから、経常収支を長期的に黒字に導くためには、一次産品を中心とする財貿易だけでなく、サービス貿易においても構造改革が必要となってくる。

図表—4： 貿易収支（財およびサービス）の推移
（百万ドル）



*/推計値。 **/アルゼンチンの貿易当局の数値に基づく。よって、輸出は FOB（本船渡し価格値）、輸入は CIF（保険料・運賃込み価格）値であり、輸入も FOB 値で推計する国際収支の数値とは異なる。
出所：INDEC のデータバンクから筆者作成。

**/輸出・輸入の数値は FOB 値に基づく。
出所：INDEC のデータバンクから筆者作成。

だが、2018年の第1四半期に、財の輸出額が前年同期比で8%増加したことも確かだ。2017年の第4四半期からは16%の増加となる。特に、穀物、肉、一般金属、自動車の出荷が際立って増加した。ブラジル経済と密接に関連している産業を中心に、過去6か月間に輸出の伸びが拡大した。今後の見通しも悪くない。その背景にはアルゼンチンの貿易を後押しするのが主要貿易相手国の景気回復があるからである。中国が米国からの大豆輸入に25%の関税を課すと発表した直後に価格は下落した。米国の供給を完全に置き換えることのできる大豆の生産者が限られているため、消費量は減少するかもしれないが、中国輸入価格は上昇するはずだ。特に、関税が課されていないアルゼンチンの大豆生産者にとっては、中国市場における競争力強化に繋がる。また、アルゼンチンは多種多様な商品をブラジルに輸出している。アルゼンチンの対ブラジル輸出の16%を占める自動車部門は特に重要である。その他に、ブラジルで加工される電気器具材料、プラスチックポリマー、各種農産物などの中間

品が主な輸出品目だ。ブラジルの食品飲料産業とアルゼンチンの農業との間には相補性が存在する。したがって、ブラジル産業の回復がアルゼンチン輸出の需要拡大に寄与することは間違いなく、特に中間財の需要の増加が見込まれる（BCRA 2018）。

不利な外的要因と干ばつ²が重なったことで、アルゼンチンの多国間実質為替レート（Tipo de Cambio Real Multilateral：ITCRM）が下落したが、変動為替制度の導入以後に記録された水準付近にとどまった。ペソはドルに対して名目上ではペソ安となったが、アルゼンチンの主要貿易相手国の通貨がドルに対して安くなったことで、ITCRM指数は2018年第1四半期に8.2%下落した。国内インフレが為替に及ぼす影響が名目上、部分的に相殺された形だ。アルゼンチンの実質為替相場に見られるボラティリティは、類似の為替相場制度を有する他国と同じ水準にあると、BCRA（2018）は指摘する。名目上の交易条件は回復基調にある。ドルで換算した一次産品の国際価格は、2018年1～3月で7%上昇した。これは、農産品価格が昨年の12月以来11%上昇したことによる。大豆関係商品と原油価格は前年同期比でそれぞれ17%、3%上昇した。石油が29%、農産品と金属がそれぞれ5%、10%上昇した（BCRA 2018）。アルゼンチンの主要貿易相手国の景気回復がこれからも続くと予測されることから、国際商品の価格が上昇し、アルゼンチンの交易条件が改善される可能性は高い。

C. 経常収支と財政収支

2017年に財政赤字と経常収支赤字が深刻化するが、それらは対外借り入れ、すなわち対外債務の著しい増加によって賄われた。外資の流入は外貨準備の増加に寄与した。公共部門による資本調達に圧倒的な役割を果たした2016年とは異なり、2017年には民間部門が経常収支赤字に寄与した（BCRA 2018）。直接投資（FDI）の収益は、過去最高の水準に達した。この動きは、2016年の対外債務債権者との紛争解決後に、アルゼンチン経済が国際金融市場に統合されたことを示唆している。財およびサービス輸入の増加を反映して経常赤字は2017年に拡大したが、それは景気回復と輸入制裁措置の撤廃と関税率の低減、および為替率の上昇、対外債務に対する利払いの拡大を反映したもので、2017年の経常収支は307億ドル（GDP比で5.2%）の赤字を計上、前年の147億ドル（GDP比で2.7%）と比べて2倍増となった（本レポート(上)の図表—2を参照）。この経常赤字の増大が今回の経済・金融混乱の深刻さを浮き彫りにしている³。

² 大豆とトウモロコシの生産に過大な被害を与えた干ばつの影響で、2018年のGDP成長率が0.75%ポイント低下するとの予測が出ている。これらの作物の生産が落ち込むことで、農業、輸送、商業、製造業などの他の生産部門にも間接的な影響が出ると予想される。2017年12月から今年の3月まで続いた水力と火力発電能力が低下したこともあって、2018年のトウモロコシと大豆の生産見通しが前収穫期比で、それぞれ15%と33%減少すると予測される。これらの作物の収穫が毎年3月から6月に集中することから、最も可能性の高いシナリオとして、2018年第2四半期のGDP（季節調整済み）が0.6～2.8%縮小する反面、第3四半期には0.6～2.9%の完全回復が期待できる。干ばつの影響が一時的なものであることから、2019年にはトウモロコシと大豆の生産が2017年と同様の水準に回復すると予想される（Errea y Tassone 2018）。この情報はBCRAのウェブサイトに掲載されており、信憑性が高いと考えられる。

³ 上記したように、経常収支の動向は財貿易収支がマイナスに転じたことと、サービス貿易および第一次所得収入（対外金融債権・債務から生じる利子・配当金等の収支状況を示す）の赤字の拡大によって説明される。第一次所得収入は2016年の121億ドルから2017年の160億ドルの流出となり、海外投資家の本国への利益返還額が約3割増えた。2017年の所得収入の赤字は前年比で31.7%増となった。

2017年の基礎的財政支出はわずか21.8%増加したとニコラス・ドゥホブネ財務相が述べた。公共サービスの補助金の削減、「財政誠実化」(本国帰還)プログラムによる特別財源や経済活動の活性化に伴う税収増があったことで、基礎的財政収支(利払いを除く)が2016年から2017年にかけて縮小した⁴。2017年の基礎的財政赤字はGDPの3.9%を記録、当初の予測のGDP比の4.2%を下回って2004年以来赤字幅が初めて減少した。フェルナンデス・デ・キルチネル前政権がGDPの3.9%の基礎的財政黒字を達成した2004年以来、歳出が歳入を下回ったのは2017年が初めてである。支出は実質額だけでなくGDP比でも減少した。よって、2004年以来初めて2017年に歳出の増加幅が歳入のそれを下回ったことになる。歳入が22.6%増加した。財務省は、この年、経済が2.9%成長を遂げた年にもかかわらず、歳出のGDP比が拡大するのではなく、赤字幅が1%ポイント低下したことを成果として強調した。

特に2016年12月に導入された「財政誠実化」から得られた財源により、歳入が同年のGDP比で0.9%上回った。この新しい制度により、財務省は1,200億ペソの追加税収を得たことになる(La Nación 2017)。BCRAからの余剰金、年金保証基金の利息および基礎的財政収支に含まれていない利払いを加算すると、財政赤字はGDP比で2015年の4.1%から2016年の4.7%まで拡大した(「財政誠実化」制度の影響を除外すると28.1%増)。また、社会保障局(Administración Nacional de la Seguridad Social : ANSES)と共同で執行する15%の州向けの財源転移はGDP比で0.2%の歳出を意味する。したがって、「12年連続して拡大した基礎的財政支出(年平均8.4%で増加していた)が着実に減少している。」「この支出額の減少は、社会福祉の重要性を無視することなく実施されたおり、社会支出が総支出に占める割合が高まっている」とドゥホブネ財務相が結論づける。

中央政府は投資と輸出を促進するために、企業に対する財政的圧力を軽減するために提案された税制改革案を2017年末に議会に提出した。最も顕著な点は、再投資された利益に対する減税(現在の35%から2021年には25%)を図り、社会保障制度に対する雇用者の拠出金を削減することを目標とする。同様に、地方政府との間に新しい財政責任法(州内での実質支出と雇用に関する規則、連邦税の分担の見直し、国税に加算される地方税の減額などからなる)を採用する方針が合意された。補完的な政策として、インフレと賃金水準に照らし合わせて、年金の増加を抑制する新しい年金改革案を議会に送った⁵。

2018年に入っても財政は引き続き改善していると政府当局は指摘する。デュボフネ財務相は同年3月の第1四半期の基礎的財政赤字がGDPの0.3%に留まったと発表した。政府

⁴ 2017年には公共支出が実質的に拡大したことで、緩和的な財政政策が取られた。基礎的財政収支の歳出に関しては、社会支出(38.2%)、設備投資(20.4%)、経済補助金(22.9%)での部門で著しい伸びが見られた。退職者(過去に算定された年金給付の遡及調整を含む)に対する「歴史的賠償」プログラムは社会福祉歳出を押し上げ、ガスと電力の公共料金の上昇で補助金が減少した。歳入面では、景気回復と「財政誠実化」プログラム(10月の時点で430億ペソの財収が見込まれたが、それはGDPの0.5%に相当する)を反映して、税収は29.6%増加した。

⁵ アルゼンチン下院は2017年12月19日、年金改革法案を可決した。上院では既に可決していた。しかし、野党は本法案によって高齢者への年金支給額が減るとして強く反発した。議会外では社会活動団体が抗議活動先鋭化させるとともに、有力労働組合は24時間ゼネストを決行した。2018年2月18日には国会議事堂周辺で抗議デモ隊と警察が衝突し、多数の負傷者が出た。

の0.6%の当初予測を大きく下回った。政府は2018年にGDP比で3.2%の基礎的財政赤字を目指している。利払いを含む3月の財政赤字は379億ペソで、前年同月比37.3%増となった。第1四半期の基礎的財政赤字は310億ペソで、利払いを含む財政金融赤字は915億ペソとなった(図表-5)。歳入では税収が大きく伸びた。歳出では、社会保障費が引き続き拡大した反面、経済的補助金が削減された。利払い額が1~3月の期間で前年の293億ペソから2018年に入って605億ペソまで急増したのが懸念材料となる。同期間に徴収された歳入の10%以上が利払いに向けられているが現状だ。

図表-5：財政赤字の推移、2018年第1四半期（前年同期との比較）
(百万ペソ、パーセント)

	月別データ		年変動率		年累積額(1~3月)		年変動率	
	2018年3月	2017年3月	%	ペソ	2018年	2017年	%	ペソ
総歳入	195,942	160,941	21.7%	35,002	572,038	467,685	22.3%	104,353
税金	163,576	148,547	10.1%	15,028	509,425	431,109	18.2%	78,316
不動産収入	25,327	5,957	325.2%	19,370	41,172	18,391	123.9%	22,782
その他の経常収入	6,709	6,494	4.3%	275	21,017	18,137	15.9%	2,879
資本所得	332	3	10593.5%	328	425	48	778.3%	377
基礎的財政歳出	210,644	179,125	17.5%	31,520	603,039	509,029	18.5%	94,010
基礎的経常支出	194,853	160,637	21.3%	34,216	563,538	457,686	23.1%	105,902
社会保障費	131,190	101,238	29.6%	29,952	363,177	278,300	30.5%	84,877
経済的補助金	9,508	12,479	-23.8%	-2,971	28,606	35,911	-20.3%	-7,305
政府運営費およびその他の費用	37,232	30,513	22.0%	6,719	116,048	94,166	23.2%	21,883
州への経常移転	3,802	6,143	-38.1%	-2,341	16,245	16,833	-3.5%	-588
その他の経費	13,121	10,264	27.8%	2,857	39,462	32,427	21.7%	7,036
資本支出	15,792	18,488	-14.6%	-2,697	39,502	51,393	-23.1%	-11,891
エネルギー	3,168	1,932	63.9%	1,236	6,777	4,705	44.1%	2,073
運輸・運送	4,795	5,816	-17.6%	-1,021	11,613	13,431	-13.5%	-1,818
教育	2,316	1,085	113.3%	1,230	3,776	2,608	44.8%	1,168
住宅	2,451	3,340	-26.6%	-889	5,020	11,102	-54.8%	-6,082
下水道	658	1,976	-66.7%	-1,318	3,782	4,935	-23.4%	-1,153
その他	2,405	2,599	-7.5%	-195	8,533	10,780	-20.8%	-2,246
Fondo Federal Solidario		1,739	-	-1,739	0	3,833	-	-3,833
基礎的財政収支	-14,702	-18,184	-19.2%	3,482	-31,001	-41,344	-25.0%	10,343
利払い	23,194	16,897	37.3%	6,297	60,522	29,293	106.6%	31,229
金融収支	-37,896	-35,082	8.0%	-2,814	-91,523	-70,637	29.6%	-20,886

出所：アルゼンチン財務省のデータから筆者が作成。

2018年4月に入っても、財政の改善が進んでいる模様だ。10か月連続で歳入が歳出を5%ポイント以上回った。2018年4月に限っても基礎的財政収支赤字は前年同月と比較して44.6%減少した。歳入総額は1,929億630万ペソ、年間で算出すると20.9%の増収となる。徴税が1,692億140万ドルに達し、年率で13.6%に拡大した。この上昇はVAT(年間で33.9%増)、クレジット・デビット(65.8%増)、および雇用者による拠出金などの社会保障費(25.9%増)の増大に起因する。これら3つの税源を合わせると、総歳入の合計資源の80%以上を占めた。

一方で、歳出の伸びは2018年4月に再度減速、同年で最も低い伸び(14.1%増)をみせて、2012年4月以来、四半期としては最低総額(2,033億6百万ペソ)を示した。経済補助金(17.6%減)、公共企業の赤字(96%減)が減少したことが大きい。政府の設備投資も前年同月比で24.6%減となった。一方、州への移転は前年同月比で2か月減少した後に10.5%増加した。4月に記録された社会的利益は退職年金(4月までの12か月で31.3%増)、PAMIプログラム(Programa de Atención Médica Integral)⁶(39.8%の前年比)やその他の社会

⁶ PAMIは70歳以上の退職者の中で年金の恩恵を受けていない退職者とマルビナス戦争の兵士などに対

プログラム（64%増）となり、基礎的財政歳出のほぼ60%を占めていた（2017年の同期にはそのシェアは52%だった）。人件費は3月にこれまでと同様に増加したが（19.1%）、国立大学への移転額の伸び（22.5%）を僅かに下回った。

公的債務の利払いを加えると、2018年1~4月の4か月間には、財政赤字⁷は134億9,820万ペソ、名目では12.8%の増だったが、GDP比では低下したことになる。財政の健全化が進む中で、社会福祉の項目で歳出が削減されているわけでない。中央政府が2018年の4月に財政赤字目標をGDPの0.5%ポイント引き下げ、GDPの2.7%にすることを決めたことは既に指摘した。年初の4か月間の基礎的財政収支の赤字は、2016年同期に記録された0.6%の半分のGDP比0.3%（2018年予算の名目GDPを使用）にとどまった。これからも財政の健全化が確保されるかどうかがマクリ政権の経済運営の鍵となる。

D. 金融収支

経常収支赤字は金融収支⁸の余剰（GDPの5.1%）によって完全に補填された。公共部門による債券発行によるところが大きい（図表-6）。レポート（上）でも指摘したように、対内FDIは2016年の33億ドルから2017年には119億ドルの3倍まで増大した。マクリ政権が始まった2016年から対内および対外証券投資が大幅に伸びており、対外証券（ポートフォリオ）投資は特に2017年に増大し54億ドルに達した。対内証券投資は2016年と2017年にそれぞれ360億ドル、401億ドルと巨額の外資が流入した。2017年第4四半期の純流入だけでも96億ドルに達したが、前年同期と比較して25億ドル少なかった。同期における主な債券発行は国債（BIRAE 2023, BIRAE 2028, BIRAE 2043, BONAR 2022）と地方債を合わせた66億ドル、および39億ドルのBCRAによるLEBAC債であった（Ministerio de Hacienda 2018b）。2018年の最初の数か月だけで国際市場における債務総額が5%（ソブリンおよび民間企業の合計）増加した。2017年の第1四半期には70億ドルだったソブリン債が2018年の同四半期に90億ドルに増加した一方で、同時期で民間企業の債務額が23億ドルから7億5,000万ドルに減少した（BCRA 2018）。ペソ建ての中銀債の残高が膨大であるだけでなく、公的部門の債務が増大していることが懸念される。

「金融派生商品」では大きな流出入はなかったが、その他の投資において、対内外で大量の資本転移があった。例えば、「対内その他投資」は2016年の55億ドルの流出から2017年には120億ドルの流入に転移した。だが、対外債務が増大する一方で、外貨準備の水準は十分とは言えない。対外債務が2015年末の1,674億ドル（GDP比で26%）から2017年末には2,330億ドル（同36.5%）まで拡大した。為替制度が変動相場に移行した後をみると、外貨準備額は2016年と2017年に順調に増大し、2017年末には551億ドル（GDP比で10%）まで伸びたが、対外短期債務比でみると、適正目安となる1倍の水準を維持するこ

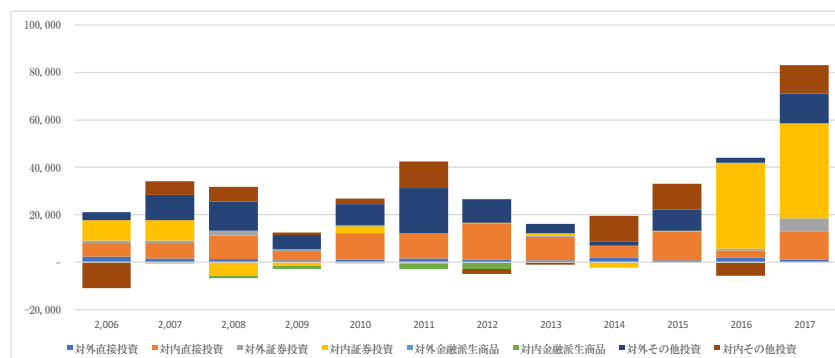
して医療サービス費を補助する中央政府の社会福祉プログラムである。

⁷ 2018年の最初の4か月間では、基礎的財政収支赤字は413億4,300万ペソで、2017年の同期間に比べて31.1%減少した。この削減は歳入（7,650億200万ペソ）と歳出（8,063億450万ペソ）の格差による（歳入の成長率が22.0%対して歳出は17.3%）。

⁸ 金融収支は直接投資、証券投資、金融派生商品、その他投資及び外貨準備の合計を示す。金融資産にかかる居住者と非居住者間の債権・債務の移動を伴う取引の収支状況を示す。

とができた。ペソ急落後の 2018 年 6 月 19 日時点の外貨準備は 481 億ドルで、外貨準備が減ってきているため、IMF やその他の金融機関からの支援が必要となったと考えられる。しかし、現在の外貨準備は 2008～2012 年のコモディティ・ブームの時期とそれほど変わってはいない。

図表—6 : 金融収支の内訳 対内および対外投資項目別 2006～2017 年
(百万ドル)

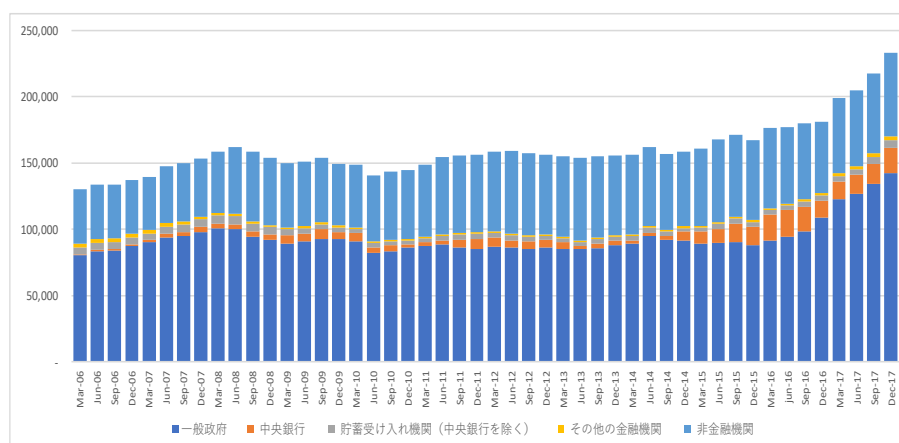


出所：INDEC のデータバンクから筆者作成。

アルゼンチンの対外的な債権債務の残高を表す統計である対外資産負債残高 (International Investment Position) を見てみると、2017 年 12 月末の対外金融資産総額は 3,348 億ドルで、その内訳は FDI が 12%、証券投資が 17%、その他投資（主に通貨および預金から構成される）が 54%、外貨準備が 16%であった。一方で、対外金融負債総額は 3,123 億ドルで、その内訳は、証券投資が 49%、FDI25%が 25%、その他投資が 25%、金融派生商品が 1%だった。2017 年第四半期に最も増加したカテゴリーは証券投資で、その額は 118 億ドル（その大半は証券によるもの）およびその他投資の 53 億ドル（主に融資および商業ローンによるもの）であった。公共部門による資本調達に圧倒的な役割を果たした 2016 年とは異なり、民間部門が経常収支赤字を埋める資金調達に大きく貢献した。FDI の収益と民間部門が発行するポートフォリオ商品の合計額は、過去最高の水準に達した。この動きは、2016 年の対外債務債権者との紛争解決後に、アルゼンチン経済が国際金融市場に復帰すると同時に (BCRA 2018)、対外債務がアルゼンチン経済にとって再び最大の課題となってきたことを示唆している。

対外債務は有価証券の名目価値および市場価値で表示される。財務省のデータによると、2017 年 12 月末現在、対外債務の 61%は政府一般、8%が中央銀行、3%が預金を預かる金融機関、1%がその他の金融機関、残りの 27%はその他の部門と関係する負債である (図表-7)。2017 年 12 月末の名目額面の対外債務総額は 2017 年の 9 月末に比べて 154 億ドル増加、2,330 億ドル推定されている。この増加は政府一般と中央銀行による債務の拡大に由来する。名目対外債務総額の 88%が外貨建てで、その中でもドルの占有率が 68%と高いのが特徴だ (Ministerio de Hacienda 2018b)。

図ー 7 : アルゼンチン 対外債務の内訳、金融機関別 2016年3月～2017年12月
(百万ドル)



出所：INDEC のデータバンクから筆者作成。

E. 金融政策

BCRA が短期金利を設定する金融政策の枠組みでは、外部資産の購入から発生するマネタリーベースの増加は自動的に不胎化される。金利が BCRA の期待する水準を下回るまでマネー供給が過剰となる場合には、手形または受動的な取引の売却によって自動的に吸収される。その結果、外部資産が増加すると同時に、BCRA の非貨幣性負債がペソ建て短期国債 (35 日) (LEBAC : (Letras del Banco Central)、現金担保付債券 (7 日間の銀行間レポ) (LELIQ : Letras de Liquidez del Banco Central) などの中銀債、そして パススルー債券 (同種複数の債権をプールし、証券化したもの) を通じて増加した。2016 年 3 月初めから 2018 年 3 月末までに、非貨幣性負債額が GDP 比で 7.5% から 12.8% に上昇したものの、当該期間に BCRA が取得した外貨準備を差し引くと、この比率は GDP 比 1.4% ポイントの低下を示した。

2017 年に BCRA がインフレ目標設定制度を正式に制定し、LELIQ を策定した。2017 年にインフレを目標範囲内 (12%～17% の範囲圏) に収めるために、金融当局は高金利政策を維持して LEBAC と LELIQ の発行を試みたことで、ペソの吸収力が増加した。政策金利は、公共サービスやその他の規制価格の上昇によるインフレ圧の影響を受けて、1 月の 24.75% から 11 月の 28.75% に増加した。2016 年に銀行ローンの元本をインフレ率にインデックスする UVA 制度 (Unidades de Valor adquisitivo) ⁹ が導入されたことで銀行融資

⁹ 2016 年 4 月、BCRA は通達 A 第 5945 号により、ブエノスアイレス、コルドバ、ロサリオ、サルタの各市および (サンタフェ・デラ・ヴェラ・クルスからパラナにかけての) 海岸地域の 1 平方メートル当たり平均工事費単価 (2016 年 3 月 31 日現在) に基づく当初価格で、購買力ユニット (Unidades de Valor Adquisitivo: UVA) と称する制度を導入した。UVA 価額は、安定化指数 (CER) に基づき日次で調整される。また、2016 年 9 月、政府は法律第 27271 号により、アルゼンチンの 1 平方メートル当たり平均工事費単価に基づく当初価格で、住宅供給ユニット (Unidades de Vivienda : UVI) と称する商品を導入した。UVI の価額は、INDEC により公表される「大ブエノスアイレス圏工事費指標 (Índice de la Construcción para el Gran Buenos Aires)」に基づき月次で調整される。2017 年 3 月 23 日、金融省は、国有銀行 (アルゼン

が増大した。住宅ローン、担保付ローンおよび個人向けローンが顕著に増加した。10月までに前年同期比で49%拡大した。拡大する銀行融資が今後、これから投資や個人消費を刺激するかもしれない。

今回の為替危機がアルゼンチン経済の脆弱性を露呈した理由として、LEBACの年間名目金利が世界最高の40%まで引き上げられ、BCRAが持続的に債務返済できなくなるリスクが高まることへの懸念が挙げられる。LEBACの発行残高は依然として大きく、償還期限を迎えるたびに、アルゼンチン経済の命運は金融市場に金融市場の動揺に翻弄されてしまう。これは、為替変動の予想幅を拡大させるだけでなく、投機的な金融投資の機会に繋がる可能性を秘めており、実体経済面での生産的な投資を抑制する。第2に、公的部門の外貨建て債務額が2年前に比べると急増しているため、為替リスクの拡大は、公的債務の持続可能性にも疑問を投げかける (Stiglitz y Guzmán 2018)。

マクリ大統領が5月16日に記者会見を行い、今回の経済・金融混乱は終息したと宣言したが、それには5月15日のLEBACの償還(全額6,740億ペソ:約285億ドル)が成功したことが背景にある (Do Rosario and Olivera 2018)。しかし、6月19日に行われた買戻しでは、長期と短期の年金利がこれまでの38~40%から42~47%のレンジに引き上げられたにもかかわらず、満期を迎えた5,148億ペソのLEBAC債券の内、僅か3,085億ドル(総額の60%)しか償還されなかった。今回の取引でLEBACの残高が2,063億ペソ削減された。この金利上昇で全てのLEBAC債保有者が償還することにならなかったが、祝日明けの21日には1,500億ペソの取引に繋がる可能性があると報じられる。また、市場が短期主義を回避するために、3か月ものと4か月もの債券の貸付金利が5ポイント引き上げられた (Blanco 2018)。今後のオークションにおいてLEBACの償還プロセスが順調に進むかは、マクリ政権が経済の健全化を達成できるかどうかにかかっている。2018年のLEBACオークションは7月18日、8月15日、9月18日、10月18日、11月21日、12月19日に予定されている¹⁰。

インフレーション・ターゲティング戦略の中で、BCRAは、LEBACを発行することによって、マネタリーベースの伸びをかなり不胎化することができた。実際には、公共部門はBCRAによる短期債権の発行によって、基礎的財政収支赤字(2016年および2017年のGDP比それぞれ4.2%および3.83%)の大部分を調達している。LEBACの発行額は膨大で、2015年12月以降345%増加した。マクリ政権の経済政策が期待通り結果をあげていたならば、大量のLEBAC発行は持続可能であったはずだ。それほど積極的ではない不胎化介入が行われた場合には、中央銀行の負債増加が抑制されて、ペソ安の圧力を避けられたはずだ。だがひ、それは一方で、インフレを加速する結果をもたらしたかもしれない。イン

チン国立銀行、ブエノスアイレス州銀行およびブエノスアイレス市銀行)による中所得層向け住宅担保ローンを拡充するためのプログラムを実施すると発表した。返済期間が最長30年までの住宅担保ローンでは、購買力ユニット(UVA)と同じ金利で融資を受けることができる。

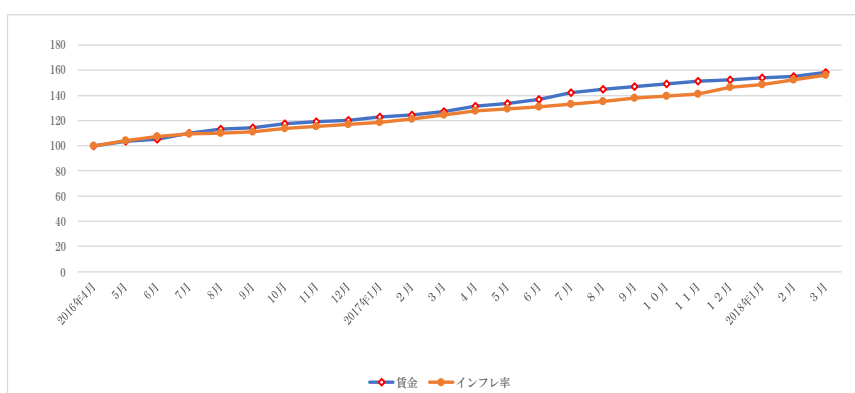
¹⁰ BCRAによると、それぞれのオークションで満期となるCEBAC債は次のとおり。7月18日(5620億2261万8000ペソ)、8月15日(2012億2585万7000ペソ)、9月18日(1404億8483万8000ペソ)、10月17日(813億5647万2000ペソ)、11月21日(164億4060万8000ペソ)、12月19日(35億2905万9000ペソ)。合計で1兆50億5945万2000ペソ)。

フレ率の低下と財政赤字の縮小を同じペースで行うことがより賢明な政策だった。詰まる
ところ、政策が期待に合わない結果となり、調整コストが拡大する時には、マクロ経済政策
の決定は楽観的な仮定に基づいて策定されるべきではない、とジョセフ・スティグリッツ米
コロンビア大教授とマルティン・グスマン・ブエノスアイレス大准教授は指摘する (Stiglitz
y Guzmán 2018)。

インフレ率は 2017 年には 2016 年の 40.5%から 24.8%へと低下した。2017 年 1 月から
国家統計局 (INDEC) が全国をカバーする消費者物価指数を公表し始めた。全国の世帯数
を表す消費者物価指数 (CPI) の全国水準は、2018 年 4 月に前月比で 2.7%増、ブエノスア
イレス市の指数は 2.6%であった。商品価格が前月比で 2.2%増、サービスが 3.7%上昇し
た。2018 年 1~4 月には住宅、水道、電力、ガス、その他の燃料 (13.9%)、交通・運輸 (13%)、
通信 (15.4%)、教育 (17.7%) の価格が特に高騰した。一方、INDEC は 2017 年上半期の
貧困率を人口の 28.6%、極貧率を 6.2%と推計している。前者は 2016 年の上半期から 1.7
パーセンテージ・ポイント下落、後者は 0.1 パーセンテージ・ポイント上昇した。しかし、
2017 年の下半期には、貧困層の世帯の割合は全世帯の 17.9%と推計される。人口の 25.7%
を占める。2017 年上半期と比較して、貧困と極貧率が低下していることが分かる
(Ministerio de Hacienda 2018d)。

2017 年第 4 四半期の失業率は 7.2% (前年同期比で 0.4%ポイント低下) となり、活動率¹¹
が上昇して 46.4%まで上昇した。登録労働者の賃金指数は、2016 年 4 月から 2018 年 3
月までの 2 年間で 59%上昇した一方で、インフレ率は同期間で 56%伸びた (図表-8)。実
質的には、賃金がインフレとスライドしていることが分かる。同期間における賃金所得者の
名目賃金累積上昇率は、民間部門(55%)よりも公共部門 (58%) の方が僅かに大きかった。
2017 年 9 月の最低賃金は 8,860 ペソで、最低退職年金は 7,245 ペソであった。

図表-8 : 賃金とインフレ率上昇率の比較 2016 年 4 月~2018 年 3 月
(2016 年 4 月=100)



出所 : INDEC のデータベースから筆者作成。

¹¹ 活動率とは、就労中の人口と 16 歳以上の労働年齢との比率を示す。

V. マクリ政権が犯した4つの失策

BBC のパブロ・パルド特派員は、マクロ政権は4つの失策を犯したとしている (Pardo 2018a)。第一に政府当局の対応策が遅れたことを指摘する。上述したように、IMF からの救済はアルゼンチン・ペソが2週間で15%切り下げられた後に発表された。政府はペソ下落を国際金融市場の変動に由来するものと指摘したが、米国への外資の引き揚げが増大したことによって、アルゼンチンほどドルに対して自国通貨安になった国は世界ではない。BCRA はペソ水準を維持するために、外貨準備金から1週間で50億ドルの外貨準備を費やしてペソ崩壊を緩和しようとした。多くの経済学者は、政府が抱える約700億ドルの大量の外貨準備金を使った為替防衛措置が米国への資本移動が始まった2017年12月の時点で、直ちに実施されるべきであったと主張する。一方で、国際金融市場の動向よりも、危機が勃発する2週間前に外国人投資家に新たな所得税が設定されたために、外貨流出が加速したとして、同税を制定したことが誤りであると主張する専門家もいる。

第二の失策として挙げられるのは、危機の引き金となったのは国際金融市場の変化によるもので、国内の財政・金融政策のバイアスから生じたものではないとするマクリ政権の判断だ。マクリ大統領は、今回の経済混乱の原因として米国の金利正常化と激化する保護主義を叱責する。インフレ、財政赤字、不況を生み出すフェルナンデス・デ・キルチネル前大統領の政策の影響を断ち切ろうとしたマクリ大統領は、経済の混乱と低迷から回復するための戦略として「国際市場への復帰」を第一の課題として挙げた。マクリ大統領は「ホールドアウト債券問題」に終止符を打つと同時に、国債を発行して外資誘致を優先するようになる。

米金利の上昇で、外資の逆流が大規模に起こり、対外債務負担が急増したマクリ政権の経済運営を難しくしている。マクリ大統領の期待に反して、彼の改革政策は、実体経済に直接影響を与える FDI ではなく短期の外貨建ての債券投資の誘致に繋がった。このような投資が急増したことについては政府当局と BCRA の責任が大きい。インフレを目標水準まで引き下げる政策は功を奏さず (2018年では年率にして25%程度で推移)、一方、金利の引き上げは投機的な資本流入を促した。外資流入が外的不均衡を悪化させ、アルゼンチンの外的ショックに対する脆弱性を高めたとスティグリッツ教授とグスマン准教授は指摘する (Stiglitz y Guzmán 2018)。

また、国際金融市場に復帰するための政策の一環としてマクリ大統領は、米大統領選ではヒラリー・クリントン候補を暗に支持した。だが、保護主義的政策を提唱するトランプ氏が勝利したことで、マクリ氏は政策修正を余儀なくされた。欧州連合 (EU) は英国の EU からの離脱 (Brexit) の影響を懸念していた。そこで、マクリ政権は両ブロックとの自由貿易協定に署名することを望んだ。その結果として外国投資の誘致と輸入価格の安定化が期待された。しかし、貿易収支と経常収支はさらに悪化してしまう。マクリ大統領自身、5月8日の演説で、「最初の2年間は、非常に有利な国際経済の環境に恵まれたが、それは今日変化している。」「新興国の通貨が切り下げられ、金利が上昇している。我々が抱えている問題は世界で最も外資に依存している国であるということだ」と国際市場への依存は前フェルナンデス政権の遺産であると述べているが、批評家は「国際市場への復帰を目指す」というマクリ政権の政策路線が誇張されたことが大きく影響を及ぼしたと指摘する (Pardo

2018a)。大統領に就任してから2年後に国際経済の環境が大きく変わったことが、今回の危機に繋がったとマクリ大統領は外的要因を強調する (Elliott 2018)。

第三の失策は、マクリ政権が掲げた「漸進主義」の一貫性である。「漸進主義」という表現は、マクリ政権のキャッチフレーズの一つである。マクリ政権は前フェルナンデス政権から継承した経常収支や金融赤字の不均衡を是正するために、「漸進的に経済政策を実施することで、雇用促進と開発を促し、成長しながら脆弱性を修正する」政策を打ち出した。それは、財政赤字を削減し、インフレ圧力を抑制するために公的支出の調整を段階的に行うことを意味する。だが、政府はインフレ抑制と同時に、財政赤字の削減を図って、為替の安定化と経済成長を促したかった。だが、一度に3つすべて達成することは難しい。特に、所得格差が大きく、貧困問題に対処するために社会保障政策が重要となるラテンアメリカにおいては、IMFの処方箋に沿ったショック療法が僅か2年で具体的な成果を上げることは困難だ。

例えば、財政赤字を削減するためには、公共サービスや交通・輸送補助金を廃止することが不可欠だが、その一方で、価格が規制されている商品 (Precios Cuidados) の価格が為替安などの影響で上昇したことで、2017年のインフレ率に8%ポイントが追加された。BCRAが2018年のインフレ率を27.1%と予想していると発表した後、エネルギー・生産省は100種類の新製品を「Precios Cuidados 制度」バスケットに加えて、同プログラムを491品目まで拡大すると発表した。同年9月6日までそれらの商品の価格を固定する予定だ。政府は5月6日、対象商品を264品目から391品目に拡大したが、5月にペソが20%ほど安くなったことで為替安の影響が規制品目の価格に跳ね返らないために、フランシスコ・カブレラ前工業生産相は再びスーパーマーケット業界の代表と会見、対象品目の拡大に踏み切った (Diamante 2018)。

金利上昇はインフレだけでなく成長を阻害する可能性がある。だが、インフレに加えて、多くの国民は既に水道、電気、ガス料金の支払いに、給与の3分の1を当てているのが現状だ。政治学者のマルコス・ペーニャ首相が率いる経済チームは、徐々に改革を進めなければ、調整ショックは国民にとってあまりにも大きな打撃を与えると主張してきた。漸進主義の問題は、政治、インフレ、国際情勢の影響で、時間が経つにつれ調整プロセスがより複雑かつ拡大する恐れがあることだ。マクリ政権は2年間を費やして公共料金の引き上げを図ったが、IMFの助言が受け入れられることになれば、漸進の時代の終焉が近づくことになる (Economist 2018)。

エネルギー補助金の財政負担を軽減するための公共料金の凍結法案¹²や、2017年末のインフレ目標を低減するという政府の戦略的なミスによって、インフレ目標への信頼度が損なわれている。政府はインフレ目標をより現実的にするために、金利引き下げて国際競争力の強化という課題に取り組む姿勢を見せていた。しかし、インフレ目標に関する政府とBCRAとの間の判断が不一致であったため、インフレとの戦いに対する政府のコミットメ

¹² マクリ大統領は5月31日、均衡のとれた予算を確保するために、公共サービス価格を凍結させる法律について拒否権を行使した。

ントへの信頼性が損なわれた。今年下半期にはインフレが抑制される可能性は高いかもしれないが、その間に、急速な為替変動が物価をさらに上昇させ、2018年末のインフレ目標である15%も上回る（インフレは4月の時点で年間25.5%）水準まで高まるのではないかと懸念される。まさに、インフレーション・ジレンマである。

2つの基本的な戦略が経済の安定化に繋がると考えられる。一つは金利に基づくインフレ目標の達成、もう一つは基礎的財政収支赤字の緩やかな削減である。だが、この政策ミックスはいくつかの懸念を提起する。第一に、変動為替レートがマクロ経済の一貫性を保証するというBCRAの前提を支持するエビデンスは、ほとんどないとブエノスアイレス大学のグスマン准教授は指摘する（Guzman 2018）。外為変動を重視しない金融政策は、間接的に為替レートに大きな影響を与える。事実、経済を安定化させるためにはインフレ圧を抑制する必要があるが、過度に野心的なインフレ目標を設定して、急速にインフレ圧を緩和しようとする政府の試みは、外的不均衡を悪化させるだけだとの見解もある。財政赤字の大部分が外貨建ての債務で調達されると、外的不均衡は公的債務が将来的に持続不可能になるまで拡大するリスクがあることを忘れてはいけない。

加えて、高金利がすぐにインフレ抑制に繋がるというBCRAの考え方は誤っているとグスマン教授は指摘する。両者間の関連性は間接的であり、保証されているものではない。さらに、インフレ目標の達成は、安定した成長を遂げている経済に適用される場合にのみに有効な政策であり、アルゼンチンには必ずしも当てはまらないと同教授は強調する。2012年にユーロ圏を救うために欧州中央銀行（ECB）が導入した戦略を反映してか、「目標達成にはどんな手段でも取る」との姿勢を示すことによって、インフレ目標を設定する際に生じたマクロ経済の問題を補うように試みるかもしれない（Politi and 2018）。しかし、アルゼンチンの場合、可能な政策は、「どんな手段であっても」金融当局の能力を超えている。1つの例として、賃金交渉で明らかになったように、2016年には15%ポイント、2017年には7.8%ポイント、それぞれ2年間にインフレ目標を上回った（Guzman 2018）。問題は経済の安定化に政府が期待していたよりも時間がかかり、国内外の投資家がアルゼンチン向け投資に消極的になっていることだ。

インフレ目標に過度にこだわったことが、国際収支をむしろ悪化させ、アルゼンチン経済を脆弱化してしまった、とスティグリッツとグスマン両教授は主張する。そこで、「短期的なインフレ圧力の高まりは、対外不均衡の拡大と為替相場の大幅下落のリスクを最小限にするための代償と捉えて、短期中銀債の残高を徐々に減らすことが必要だ」と両教授はインフレ目標の達成には柔軟な姿勢を示すべきと強調する。インフレ目標設定の一環としてBCRAは短期中銀債の発行を通じてマネタリーベースの拡大部分を吸収してきた。変動幅は大きくリスクが高いと考えられる短期の中銀債の増加を抑えれば、物価上昇に繋がったかもしれないが、インフレ率の低下と財政赤字の削減を同じスピードで進めた方が賢明であったかもしれないと、両教授はマクリ政権の政策を評価する（Stiglitz y Guzmán 2018）。

第四に、アルゼンチン経済が持続的な経済成長を遂げるには、何が必要であるかについてのコンセンサスが政府内でも国民の間でも出来ていないことだとパルド特派員は指摘する。貧困、経済の脆弱性、ポピュリズムを根絶することに加えて、マクリ政権は約束として対立

社会の是正を挙げてきた。自らを中道と見なす政府は、権力の「赤い円陣」¹³と呼ばれるグループ内だけでなく、国民の間で大きなコンセンサスを生み出すことを目的としていた。だが、アルゼンチンは何十年にもわたって政治的対立に苦悩しており、時間の経過と共にそれが持続可能な社会経済モデルの実現を難しくしてきた。その意味で、フェルナンデス前大統領とマクリ現大統領の間には、何等かの連続性があると言える。ポプリスト的なキルチニズム時代に「亀裂」が拡大したのではない。マクリ大統領は政治的対立を牽制するように努めることで、大統領選で投票を伸ばした。しかし、時間の経過とともに、裁判所と報道への圧力、政府運営の不透明さ、テクノクラートや起業家で構成される政府に対する利害の衝突などの苦情が蓄積している (Guzman 2018)。

マクリ政権の政策がこれからどのように転換していくのかは明らかではないが、インフレ緩和には、生産性の向上が不可欠となる。また、生産性の向上は短期に達成できるものではなく、中長期的な構造改革路線と産業政策が必要となってくる。「国民一人ひとりが成長することで、国が発展する。そして、雇用を通じて初めて国民各々の開発基盤ができる。個人の才能と (アルゼンチンの) 巨大な天然資源を結びつけたい」とマクリ大統領は生産性を高めるには人的資源の開発、インフラ投資と規制緩和、その他の要素が必要だと強調する (Schmid 2017)。だが、今のところ、その具体策は見えてこない。

VI. 今後の見通し

今回の経済・金融混乱は、これまでに約束された成果が具体的に出せていないマクロリ大統領の経済改革を背景に発生した。ペソの急落は米国の金利の上昇が引き金となった。多くの新興経済国の通貨がドルに対して切り下げられた。世界中で外資が先進国に逆流し、リスク回避の傾向が強まっている中、アルゼンチンだけでなく多くの新興国市場に影響を与えている。4月初めの1ドルあたり20ペソから5月3日に23ペソまで下落したアルゼンチン・ペソ安傾向は、国際金融市場の動きの一環と捉えるのが一般的だ。だが、アルゼンチンは、依然として大きなマクロ経済の不均衡に対する懸念を払拭しきれていないことから、ブラジルやメキシコなどのその他のラテンアメリカ市場と比べて大きな打撃を受けているといえる。大規模なポートフォリオ投資の流入、依然として高いインフレ圧の結果として、ペソは2015年後半のマネージド・フロートへ移行された後でも過大評価されてきた。マクリ政権は2018年のインフレ率が15% (2017年は25%以下) に収まると期待しているが、民間アナリストは20%~25%を予測している。政府はマクリ政権が任期終了となる2019年12月の時点には23.5ペソを目指す (Pardo 2018b)。だが、2018年6月中旬になってもペソ安に歯止めはかかっているのが現状だ。

マクリ大統領は2015年の大統領選挙において経済改革を推し進めることで、改革当初はいろいろな問題に直面するかもしれないが、何年も停滞した経済を活性化させてインフレを抑制することが出来ると国民に説いてきた。しかし、大統領に就任してから2年半たっ

¹³「赤い円陣」(el círculo rojo) は、アルゼンチンでキルチリズムの終焉を狙う、中道右派の Pro (Propuesta Republicana) 連合とセルシオ・マッサ派との協調路線を目指すグループを意味する。

た現在でもインフレが抑制されておらず、多くのアルゼンチン人が忍耐力を失いつつあるのが現状だ。貿易自由化、市場競争の促進、大規模な国庫補助金削減による財政赤字削減などの政策で象徴されるマクリ大統領の政権誕生以来掲げてきた「漸進主義」は未だに具体的な成果が上げていないと国民の多くが認識しているようだ。「改革連合」(Cambiamos)内の主な政党や野党は、膨らんだ公的補助金の削減によって水道や電気の公共料金が上昇した煽りを受けて、これらの補助金削減が及ぼす社会的影響を危惧する。その結果として、マクリ大統領の支持率は昨年60%超から現在では45%まで低下している。

ほんの数か月前には、議会の演説でマクリ大統領は「最悪の事態はすでに過ぎた」と発表した。多くのアルゼンチン人はこの見解を共有しておらず、経済的苦難が続く中、政府は様々な角度から批判を受けている。マクリ政権は、金融政策を緩和し、成長を促進するためにインフレ目標を10%から15%に引き上げると同時に、基礎的財政収支赤字の削減幅をGDP比で当初目標の3.2%から2.7%に修正して、引き締め政策を強化して財政運営に対する信認回復を図った。これらの政策修正によって、同政権が進める経済プログラムの信認度が損なわれる結果となった(Politi and 2018)。マクリ政権が誕生して以来、明確な経済政策を立案し実行できる有力な財務相がないとの声が上がっていた(Binetti 2018)。2015年12月以来の100%以上となる通貨切り下げにより、高いインフレにもかかわらず経済の競争力を維持できてはいるが、輸入商品のコストも上昇している。

政策当局は外為市場の沈静化を図り、継続的な通貨下落圧の低減を目指す。2018年5月4日に、BCRAは政策金利を30.25%から33.25%に引き上げたが、翌日に40%までそれを引き上げた。わずか1週間間に政策金利は1,275 ベーシスポイント上昇した。短期的には自国通貨の変動幅がさらに広がる可能性があるが、金融引き締め政策により、市場が安定化して、緩やかな金融緩和が可能となるかもしれない。政策当局は2018年にインフレが後退し始めると明言している。また、優先順位が低い支出を削減して投資家を呼びこむことで、基礎的財政赤字がGDPの3.2%を下回る目標まで引き下がる可能性もある(Economist 2018)。しかし、大幅な金融引き締め政策は成長に影響を与えるだけでなく、徴税力が弱まることから、政策決定がさらに複雑になるリスクもある。

今回の利上げで、市場の信頼度が低下し、不確実性が増して、金融投資がより収益性が高い部門に向かう可能性がでてくる(Pardo 2018b)。ワシントンの米アメリカン大学の経済学者であるアルトゥーロ・ポルツカンスキー氏は、「実際に、マクリ政権は過去2年間で1,000億ドル超を借り入れ、基本的にクレジット枠がピークに達した」と語っている。「政府の責任を国際市場に押し付けて批判するのは間違だ」と同教授はマクリ政権を非難する。「食料価格が安いことを理由に、患者が肥満になったと医者を読得するようなものだ」と言う。この高金利は、国内雇用の70%を創出する中小企業の活動資金に依存する多くのアルゼンチン人に、多大な影響を与えることは間違いない(Pardo 2018b)。

マクリ政権は、依然として債務危機を回避するという課題に直面している。経済活動を活性化し、脆弱性を是正するためには、財政赤字を徐々に削減する政策を維持しなければならない。しかし、対外債務の持続可能性に影響を及ぼす外的不均衡の拡大からアルゼンチン経済を救うためには、金融政策の変更が必要だとスティグリッツとグスマン両教授は指摘す

る (Stiglitz y Guzmán 2018)。財政赤字の削減よりも早いペースでインフレを抑制することは高いリスクを伴う。また、将来の大きな為替の切り下げリスクを最小限にとどめるには、中銀ペソ建て債 (LEBAC) を慎重に減らすことが重要となる。短期的にインフレ圧が高まったとしてもそれは必要悪で、対外不均衡から生じるリスクを最小に食い止めると共に、さらなるペソ下落を回避することの代償であるとの認識が必要となってくる。インフレ目標に過度に執着するのは、国際収支の悪化に繋がる可能性がある。

フェデリコ・アドルフォ・ストゥルゼネゲル前中銀総裁はインフレ目標の達成にコミットしていた。政府が厳しい政策を実施して、政策立案への信頼を回復に繋がる協調的な努力を惜しまなければ、金利の上昇は為替安の傾向を抑制するであろう。今後も通貨安が続く可能性はあるが、政策金利の上昇の結果、市場がやがて落ち着きを取り戻し、BCRA が金利引き上げ基調を抑制できるようになる可能性がある。その反面、最新の出来事により、徴収能力が低下し、財政目標を逃して悪循環に陥り、政策決定の枠組みがより脆弱化するリスクがある。エコノミスト誌 (2018) はアルゼンチン経済の不均衡を緩和する能力を政府がこの数か月で持ち合わせるようになるとは考え難く、今後の見通しは悲観的にならざるを得ないとしている。

根底にある問題はまだ解決されていないが、危機は過ぎたとみるアルゼンチン人も少なくない。5月15日に満期を迎えた約250億ドルに相当するLEBACの決済に応じられるか懸念されたが、その償還が成功したことでペソ安基調に歯止めがかかったと判断する専門家もいる (Reuters 2018b) ¹⁴。これは国内債権を再編、ドルを市場に注入し、ペソ建ての新しい債券を発行してBCRAと財務省が市場に強く介入した結果である。しかし、6月19日の買い戻しではそれほど成果は上がらなかったと報じられてもいる。これから毎月、償還期限を迎えるたびに、「アルゼンチン経済は、金融市場の地合いに委ねられることになる」とスティグリッツとグスマン両教授は述べている (Stiglitz y Guzmán 2018)。加えて、公共部門の外貨建て債務が急増しているのが最大の懸念材料だ。為替リスクの高まりで、対外債務返済が以前と比べて難しくなる。

マクリ政権は過大な経済・政治的な問題に直面しているが、依然として楽観的な見方をする専門家も少なくない。政策当局は2018年にインフレが後退し始めると確信している。また、本質的に不必要な支出を削減して投資家を呼びこむことで、基礎的財政収支赤字をGDPの3.2%を下回る目標まで引き下がることは可能だとみている。IMFは2018年4月の予測で2018年のアルゼンチンの成長予測を2.5%から2%に引き下げた。干ばつの影響を受けて、大豆とトウモロコシの収穫が2018年の第2四半期に大きく落ち込み、同期間にGDPがマイナスになる可能性は残されている (Errea y Tassone 2018)。だが、景気が減速したとしても、来年の10月の大統領選挙を前に、経済成長と実質賃金が回復する可能性も残されている。

¹⁴ 5月15日にBCRAが発行するLEBAC債の償還が成功したことで、翌日にアルゼンチンの株式市場は上昇したが、中銀が現物市場でドルを売却しなかったため、やや弱めに終わった。アルゼンチン中央銀行は満期を迎えた630億ペソの有価証券の内、短期LEBAC債の6,133億ペソ(260億ドル)を売却した (Reuters 2018)。

マクリ政権は既に補助金を大幅に削減してきているため、公共料金は今後数か月で安定し、一般市民の支持を回復するかもしれない。また、2018年後半にはインフレ率が低下し、19年にはさらに低下するとの予想もある。政府戦略のもう一つの柱はインフラ投資だ。経済活動を促進するための公共事業への投資を大幅に増やし、19年選挙では人気が高まると予想する報道筋もある (Binetti 2018)。これからどれくらいインフレが急騰するのか、経済チームの対応力とその信認度が低下するのか、特にIMFの融資条件がどのような影響を及ぼすのか、マクリ大統領の支持率にどのような影響を与えるのだろうか、など多くも問題が残っている。「金利の上昇と米国や欧州の経済の健全化が進めば、新興国への投資はこれまでのように魅力的なものではなくなる」とクラウドディオ・ローザー前IMFラテンアメリカ担当ディレクターがBBCニュースに語っている (Lissardy 2018)。

米国経済が堅調で、これからも資本の逆流が続くであろう。米国の2018年第1四半期の年率成長率は2.3%で経済学者の2%予想を上回った。4月の米失業率は2000年以来初めて4%を下回り、3.9%となった。ワシントンポスト紙のマットオブライアン記者が報じるように、「米国にとって良いことは、世界にとって常に良いこととは限らない。多くのドルを借り入れて、中央銀行の独立性が確保されていない場合には、特にそのような状況に陥るものだ」。連邦準備理事会 (FRB) の金利引き上げと合わせて米経済の成長から波及するドル高傾向は、アルゼンチンのような国々の通貨の目減りに繋がり、債務支払いの履行能力を低下させる。国際金融研究所 (Institute of International Finance) はドル高と米国債の高利回りが定着することは投資家に「パラダイムシフト」をもたらすと指摘する。ワシントンに本拠を置く同研究所は、今年度の新興市場における資本流入額の予測を4,330億ドルまで低減すると指摘する。アルゼンチンに加えて、トルコ、ブラジル、南アフリカ、ロシアなどの国々でも最近通貨下落を記録している (Lissardy 2018)。

アルゼンチン経済の回復は、FRBの金利引き上げのペースと関係してくる。FRBが2020年に向けて政策金利を3.6%まで引き上げていくとすれば、新興国への融資金流入額は、2018年、19年には毎年400億ドル減るとIMFは推定する。米利上げペースが加速すれば、資本流入の減少幅は年600億ドルに達する可能性がある。2010年～17年の年間流入額の4分の1相当の額が減少することになる。アルゼンチンでは外貨建ての公的対外債務が総額に占める割合が88%と高いだけでなく、公的債務のうち、海外投資家が保有する割合が40%と高く、通貨ペソ安傾向が深刻化すれば、返済負担がさらに跳ね上がる。外貨建ての公的債務の割合、もしくは海外投資家が保有する割合が相対的に高いメキシコ、トルコ、ロシア、インドネシア、フィリピン、南アフリカも外資流出の嵐に巻き込まれかねない。一方で、タイ、ブラジル、インドなどは、海外資金への依存度が低いことから、抵抗力があると考えられる¹⁵ (滝田 2018)。

ラテンアメリカは今回のアルゼンチン危機からどのような教訓を得ているか？アルゼンチンがラテンアメリカ地域で最大の外貨建て債務国であり、その問題が独特であることを

¹⁵ ブラジルやメキシコは、外貨建て債への依存度、経常収支の水準 (2017年の経常収支の対GDP比はブラジル0.5%、メキシコ1.6%)、外貨準備の対外短期債務比 (2017年に各々7.2%、3.2%) の指標から判断すると、両国は通貨安に対する耐性が強く、危機の連鎖は避けられるとみずほ総合研究所はみている (西川 2018)。

認識したとしても、最悪の場合に備える必要性を否定するアナリストは少なくない。その一方で、「アルゼンチンのように対外債務額が過大であり、財政赤字が GDP の 6%以上、経常収支赤字が GDP の 5%以上の国であれば、自国の政策を警戒視せざるを得ない」と、ポルトカンスキー教授は自国の政策路線を見直す重要性を指摘する。肝心なのは、市場の風向きが変わった際に、外資に過度の依存することを避けることである。アルゼンチンほど脆弱になっていないが、このような環境にある国にも注意を払うことが必要だ。外資が「比較的安い期間は終わった」とローザー氏は警告する (Lissardy 2018)。

いかなる政策を IMF がとるにせよ、IMF への支援要請はマクリ大統領にとって政治的な賭けとなることは間違いない。その条件として、2019 年の財政赤字を GDP 比で 2018 年目標の 2.7%から 1.3%に大幅に削減することが義務付けられたからである。IMF は、2021 年までに基礎的財政収支を黒字にすること、金利の調整とインフレ目標を設定について BCRA の独立性を担保する条件で、総額 500 億ドルのスタンバイ融資に合意した。アルゼンチン政府は、合意されたパッケージのうち 150 億ドルを引き出す予定であり、その半分は予算財源として活用するものと報じられる。残りの 350 億ドルは、IMF の執行理事会による四半期毎のレビューの結果に基づき、契約期間中に利用可能となる。ラガルド IMF 事務局長は融資承認に当たって、「アルゼンチン政府が意図した政策は、長期間続く脆弱性に対処し、債務を持続可能として、インフレを緩和し、貧困を削減しながら成長と雇用創出を促進することを目指すものである」と付け加えた。IMF の最も緩い融資枠である「フレキシブル・クレジットライン」は安定した経済の危機予防の保険として供与されるもので、危機に陥った国の救済策とは目されていない。今回の合意には社会福祉プログラムの適用が必要とされる場合には、財政赤字目標が緩和される「社会保障条項」も含まれていると述べている (BBC 2018a)。これについてファイナンシャルタイムズ誌は、マクリ大統領の国内の政治的な便宜のために、IMF は融資基準を緩和するべきではないと指摘していた (Elliott 2018)。

マクリ大統領は 2018 年 5 月末に公共サービス料金の値上げ法案に対して拒否権を行使したが、インフレが 20%台で推移する中、IMF からの援助を要請した決断は政治的リスクを伴う。IMF が 2001~02 年の金融危機に及ぼした影響についての記憶は国民の間では未だに新しい。最近の世論調査では、回答者の 55%が IMF 融資を求める決断に異論を唱える一方、75%が IMF はアルゼンチンの経済・金融問題に対処できないと批判する (Elliott 2018)。IMF 支援の真のインパクトは、歳出削減の度合いと経済がどのようにそれに対応するかにかかってくる。IMF は行政改革と財政再建を優先事項に置いて支援するとの立場を明らかにしたが、野党のペロニズム派 (正義党) やその他の社会団体は、これから生じかねない経済・社会的混乱の責任を IMF に押し付ける可能性がある。マクリ政権は、政治経済政策に抗議する 2 つの主要な労働組合との間で軋轢が強まることは間違いない。政府は年金、基礎所得保障、その他の給付などの社会支出を一般に想定されているほどには削減出来ないだろう。削減の大部分は公共事業と政府管理費などの分野に集中すると考えられる。野党は分断されたままではあるが、景気の後退は 2019 年の選挙でペロニズム政党にプラスになるだろう。しかし、強力な対戦候補が見つからない現状では、マクリ大統領は、依然として強力な候補者であるとみるのが一般的だ。

マクリ大統領は、4月に始まった通貨危機に対処するため、6月15日にフアン・ホセ・アラングーレン（Juan José Aranguren）エネルギー・鉱業相を解任した。この解任によって、エネルギー料金の引き下げ、石油市場の自由化に対する見通しをより透明なものにすることに狙いがある。かつてアルゼンチンのシェル社長を務めたことのあるアラングーレン氏の後任には、アルゼンチン国道局の元局長、ハビエル・イグアセル氏（Javier Iguacel）が指名された。また、フランシスコ・カブレラ（Francisco Cabrera）工業生産相が解任され、その後任として経済学者のダンテ・シカ（Dante Sica）氏が指名された。同大統領は、為替相場混乱の責任を取り辞職したフェデリコ・アドルフォ・ストウルゼネッゲル（Federico Adolfo Sturzenegger）中銀総裁に代えてルイス・カプト金融相を後任に指名したが、今回の閣僚改造により、マクリ大統領は経済チームの強化を図りたい意向だ。

現時点では、マクリ大統領が2019年の総選挙で勝利する可能性は高い。だが、IMFプログラムが成功しなければ、マクリ大統領は前キルチネル氏の二の舞を演じることになるかもしれない。大統領選挙に勝利するには、インフレ圧の抑制と為替レートを安定化することが重要であり、これらに代わる「プランB」は存在しないとみられる。しかし、公共支出の削減と労働や社会保障などの分野における改革が引き続き実施されれば、政府に対する社会的反発が強まるだろう。今回の混乱が抑制できなければ、外資流出が長期化して、ペソ安がさらに進み、インフレ圧が高まり、賃金は実質的には縮小することになる。また、アルゼンチン経済が持続可能な成長を遂げるには、経済構造の改革と生産性の向上に的を絞った中長期的な戦略が必要となるが、その道筋は今のところみえていない。

国民が抱える経済的な不満は多くの派閥間で分断が生じていた野党の正義党を目覚めさせた。マクリ政権はごく最近まで彼の前任者であったフェルナンデス・デ・キルチネル前大統領との間に明確な相違を描いてきた。彼女は政界では約35%の支持率を残していた。しかし、中間選挙でフェルナンデス自身の敗北により彼女の政治的地位が侵食された。キルチネル派が復活することは難しいのかもれないが、反マクリ姿勢の州知事と議員から成る新しいグループが台頭してきている。これらのペロン主義者の中には、サルタ州知事で2019年大統領候補として有力視されるフアン・マヌエル・ウルテュベイ氏、2015年の大統領選で3位に食い込んだセルジオ・マッサ氏、上院のペロニズム指導者のミゲル・ピチェット氏がいる。Cambiamos 与党は両院で過半数を占めていないが、ペロニストが支配する州への財政移転とインフラ・プロジェクトと引き換えに、ペロニストの穏健主義者との協調路線を打ち出す姿勢をみせている。この協調体制が2019年の大統領選まで残存することは難しいと考えられる（Binetti2018）。

緊縮財政の動きは、正義党派であるがマクリ政権との合意に達している州知事との関係を複雑にする可能性がある。2019年にフェルナンデス・デ・キルチネル前大統領が復帰する可能性は低いと言えるが、より緩やかな反対派でさえもマクリ政府が抱える深刻な問題とIMF支援要請の責任を現政権に押し付けて、来年の選挙を有利に進めると予想される。ただ、正義党は分断されており、現政権の政策に対する明確な選択肢を提示できていない。IMFとの協調が経済を軌道に乗せるために必要な時間を付与してくれるのであれば、2019年の総選挙でマクリ大統領が再選されるチャンスは強まる。

英・西語文献

Banco Central de República Argentina (2018), “Informe de Política Monetaria”, ISSN 2525-071X, Edición electrónica, abril.

BBC Mundo (2018a), “Argentina acuerda con el FMI un préstamo de US\$50.000 millones que le compromete a bajar el déficit y la inflación”, BBC Mundo, 8 de junio.
<http://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-44408231>

BBC Mundo (2018b), “5 precios que subieron estrepitosamente en Argentina desde que Mauricio Macri asumió como president”, BBC Mundo, 22 de mayo.
<http://www.bbc.com/mundo/noticias-44204401>

BBC Mundo (2018c), “Macri anuncia que Argentina busca "apoyo financiero" del FMI para tratar de frenar el desplome del peso”, 9 de mayo.
<http://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-44046923>

Binetti, Bruno (2018), “Argentina Is Getting Impatient With Macri’s Painful Economic Reforms”, World Politics Review, May 2.
<https://www.worldpoliticsreview.com/articles/24655/argentina-is-getting-impatient-with-macri-s-painful-economic-reforms>

Blanco, Javier (2018), “El BCRA subió las tasas de las Lebac para completar su batería anticorrida”, La Nación, 20 de junio.
<https://www.lanacion.com.ar/2145685-el-bcra-subio-las-tasas-de-las-lebac-para-completar-su-bateria-anticorrida>

Cantamutto, Francisco y Martín Schorr (2018), “El mejor equipo de los últimos 50 años»Notas sobre la actual crisis financiera en Argentina”, Nueva Sociedad, Mayo.
<http://nuso.org/articulo/el-mejor-equipo-de-los-ultimos-cincuenta-anos/>

CEPAL (2017), *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe*, (LC/PUB.2017/28-P) Santiago de Chile, dicimembre.

Clarín (2018), “Historia secreta de la salida de Sturzenegger del Banco Central”, 14 de junio.
https://www.clarin.com/opinion/historia-secreta-salida-sturzenegger-banco-central_0_HklEGYgb7.html

De Bolle, Monica (2018), “Argentina: Back to the Brink”, Peterson Institute of International Economy (PIIE), May 9.
https://piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/argentina-back-brink?utm_source=update-newsletter&utm_medium=email&utm_campaign=2018-05-18

Diamante, Sofia (2018), “Se sumarán 100 productos más a Precios Cuidados”, La Nación, 5 de junio.
<https://www.lanacion.com.ar/2140918-se-sumaran-100-productos-mas-a-precios-cuidados>

Do Rosario, Jorgelina and Ignacio Olivera Doll (2018), “Argentina to Accelerate Deficit Reduction as Part of IMF Talks”, Bloomberg, May 7.
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-05-16/argentina-to-accelerate-deficit-reduction-as-part-of-imf-talks>

Economist (2018), “The crisis of Argentine gradualism: The world economy makes Mauricio Macri’s job harder”, May 3.
<https://www.economist.com/news/americas/21741601-world-economy-makes-mauricio>

[macris-job-harder-crisis-argentine-gradualism](#)

Economist Intelligence Unit (EIU) , “Argentine Economy: Rates lifted sharply to contain currency pressures “May 4th.

<http://country.eiu.com/article.aspx?articleid=136698197&Country=Argentina&topic=Economy>

Elliott, Larry (2018), “Fear and loathing in Buenos Aires: will Argentina’s IMF gamble pay off?”, The Guardian, 9 May.

<https://www.theguardian.com/world/2018/may/09/fear-and-loathing-in-buenos-aires-will-argentinas-imf-gamble-pay-off>

En Mercopress (2018), “Argentina posted a primary fiscal deficit of 3.9% of GDP during 2017”, January 20. <http://en.mercopress.com/2018/01/20/argentina-posted-a-primary-fiscal-deficit-of-3.9-of-gdp-during-2017>

Errea, Damián y Paola Tassone (2018), “El L IMPACTO DE LA SEQUÍA EN LA ACTIVIDAD SERÁ TRANSITORIO Y CONCENTRADO EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2018”, ideasdepeso.com, 4 de junio.

<https://ideasdepeso.com/2018/06/04/el-impacto-de-la-sequia-en-la-actividad-sera-transitorio-y-concentrado-en-el-segundo-trimestre-de-2018/>

Goñi, Uki (2018), “Argentina seeks IMF loan to rescue peso from downward slide”, The Guardian, 8 May.

<https://www.theguardian.com/world/2018/may/08/argentina-seeks-imf-loan-to-rescue-peso-from-downward-slide>

Guzman, Martin (2018), “Argentina’s Unseen Fragility”, Project Syndicate, May 4.

<https://www.project-syndicate.org/commentary/argentina-needs-to-stabilize-external-debt-by-martin-guzman-2018-05>

IMF (2003), “The Role of the IMF in Argentina, 1991-2002”, Issues Paper/Terms of Reference for an Evaluation by the Independent Evaluation Office (IEO), IMF, July.

INDEC (2018), “Mercado de trabajo, principales indicadores (EPH): Cuarto trimestre de 2017”, Informes Técnicos vol. 2 n° 49, Trabajo e ingresos vol. 2 n° 1, Marzo.

Inter-American Dialogue (2018a), “Argentine Labor Federation Plans One-Day Strike”, Latin America Advisor, June 13.

Inter-American Dialogue (2018b), “IMF Staff, Argentina Agree on \$50 Billion Credit Line” , Latin America Advisor, June 8.

Inter-American Dialogue (2018c), “Argentine Central Bank Rolls Over Billions in Debt” , Latin America Advisor, May 16.

Inter-American Dialogue (2018d), “Can Argentina’s Macri Prevent an Economic Crisis?”, Latin America Advisor, May 11.

Inter-American Dialogue (2018e), “Argentina Enacts Capital Market Reforms”, Financial Services Advisor, May 3~16.

La Nación (2018a), “La mesa chica del Banco Central: quiénes son los integrantes”, 15 de junio. <https://www.lanacion.com.ar/2144428-la-mesa-chica-del-banco-central-quienes-son-los>

integrantes

La Nación (2018b), “Tras la salida de Sturzenegger, Macri evalúa más cambios para fortalecer a Dujovne”, 15 de junio.

<https://www.lanacion.com.ar/2144268-tras-la-salida-de-sturzenegger-macri-evalua-mas-cambios-para-fortalecer-a-dujovne>

La Nación (2018c), “El Gobierno colocará el lunes deuda por hasta US\$4000 millones para empezar a desarmar las Lebac”, 15 de junio.

<https://www.lanacion.com.ar/2144324-el-gobierno-anuncio-que-licitara-el-lunes-dos-bonos-por-us4000-millones>

Lissardy, Gerardo (2018), “Qué tiene que ver Estados Unidos en la crisis del peso en Argentina y qué lecciones puede sacar América Latina”, BBC Mundo. 16 de mayo.

<http://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-44130753>

Mander, Benedict (2018), “Shift by Argentina’s central bank rings alarm bells”, Financial Times, February 1.

<https://www.ft.com/content/510d01fa-0660-11e8-9650-9c0ad2d7c5b5>

Ministerio de Hacienda (2018a), “Informe de avance del nivel de actividad :Primer trimestre de 2018”, Informes Técnicos” vol. 2 n° 114, Cuentas nacionales vol. 2 n° 9, junio.

Ministerio de Hacienda (2018b), “Cuentas internacionales”, Informes Técnicos, vol. 2 n° 55, vol. 2 n° 1, Cuarto trimestre de 2017, mayo.

Ministerio de Hacienda (2018c), “Índices de precios”, Informes Técnicos, vol. 2 n° 88, vol. 2 n° 15, Índice de precios al consumidor (IPC), Abril.

Ministerio de Hacienda (2018d), “Índice de Precios al Consumidor (IPC)”, Informes Técnicos vol. 2 n° 68, Índices de precios vol. 2 n° 11, Abril.

Ministerio de Hacienda (2018e), “Informe de avance del nivel de actividad: Cuarto trimestre de 2017”, Informes Técnicos vol. 2 n° 68, Índices de precios vol. 2 n° 11, Marzo.

Ministerio de Hacienda (2018f), “Incidencia de la pobreza y la indigencia en 31 aglomerados urbanos, Segundo semestre de 2017”, Informes Técnicos , vol. 2 n° 63, Condiciones de vida vol. 2 n° 4.

Pardo, Daniel (2018a), “Argentina: 4 errores que llevaron a Mauricio Macri a pedir auxilio al FMI para evitar una crisis económica en el país”, BBC Mundo, 9 de mayo.

<http://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-44062232>

Pardo, Daniel (2018b), “ Qué significa que Argentina tenga una tasa de interés de 40%, la más alta del mundo”, BBC Mundo, 7 mayo.

<http://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-44034053>

Pardo, Daniel (2018c), “El desplome del peso en Argentina: por qué la moneda se devaluó 9% en un solo día y las tasas de interés subieron a 40%, BBC Mundo, 4 de mayo.

<http://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-43999277>

Pardo, Daniel (2017a), “Un gobierno de 20 años”: cuál es el plan de Mauricio Macri para quedarse en el poder y cambiar a Argentina tras el triunfo electoral del domingo”, BBC Mundo, 23 octubre. <http://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-41716049>

Pardo, Daniel (2017b), “Qué es la "bicicleta financiera", un símbolo de la Argentina de Mauricio Macri con el que inversionistas de todo el mundo han ganado millones”, 27 junio. www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-40412729

Pardo, Daniel (2016), “Cuánto aumentó la deuda de Argentina desde que Mauricio Macri asumió la presidencia y por qué puede convertirse en su talón de Aquiles”, BBC Mundo, 1 noviembre. <http://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-37792062>

Politi, Aniel and Matt Phillipsmay (2018), “Argentina Raises Key Rate to 40%, Bringing Economic Uncertainty”, New York Times, May 4. <https://www.nytimes.com/2018/05/04/business/economy/argentina-economy-interest-rates.html>

Rapoza, Kenneth (2018a), “It Might Be Time To Get Out Of Argentina”, Forbes, May 3. <https://www.forbes.com/sites/kenrapoza/2018/05/03/it-might-be-time-to-get-out-of-argentina/#6392081c6ad2>

Rapoza, Kenneth (2018b), “The Likely Outcome Of Argentina's Return To The IMF”, Forbes, May 9. <https://www.forbes.com/sites/kenrapoza/2018/05/09/the-likely-outcome-of-argentinas-return-to-the-imf/#1870eb7e24fe>

Reuters (2018a), “Expectativas de inflación y economía de Argentina se hundien para 2018”, 6 de junio, Fuente: <https://lta.reuters.com/>

Reuters (2018b), “Argentine stocks climb after Lebac note auction”, May 17. <https://www.reuters.com/article/emerging-markets-latam/emerging-markets-argentine-stocks-climb-after-lebac-note-auction-idUSL5N1SN7GY>

Stiglitz, Joseph y Martín Guzmán (2018), “Las raíces de la sorpresiva crisis económica argentina”, Nueva Sociedad, junio. <http://nuso.org/articulo/las-raices-de-la-sorpresiva-crisis-economica-argentina/>

World Politics Review (2018), “Will an IMF Bailout Save Argentina’s Macri, or Sink Him?”, May 24. <https://www.worldpoliticsreview.com/trend-lines/24789/will-an-imf-bailout-save-argentina-s-macri-or-sink-him>

日本語文献

宇佐見耕一 (2006) 「アルゼンチン・キルチネル政権の反ネオ・リベラル経済・社会政策—左派政権? 反米? 反ネオリベラル?」『アジア研ワールド・トレンド』、日本貿易振興機構アジア経済研究所、10月。

桑山幹夫 (2017) 「アルゼンチン・マクリ政権: 10月議会選挙の鍵を握る業績評価」『ラテンアメリカ・カリブ研究所レポート』(上) (下)、ラテンアメリカ協会、五月。

桑山幹夫 (2016) 「アルゼンチン対外債務問題 —マクリ新政権による返済案の見通し」『新着経済情報』、ラテンアメリカ協会、2月。

桑山幹夫 (2014)、「債務国側からみたアルゼンチンの債務危機、国際金融界への影響と含意」、『ラテンアメリカ・カリブ研究所レポート』ラテンアメリカ協会、8月。

JETRO (2018)「大統領、通貨急落の混乱終息を宣言」、5月21日
<https://www.jetro.go.jp/biznews/2018/05/c7747fbce01e973b.html>

滝田洋一 (2018)「歴史は繰り返さないか 新興国通貨、安全網に注目」日本経済新聞、5月14日。

西川珠子 (2018)「通貨急落に直面するアルゼンチン・マクリ政権の構造改革路線は正念場」みずほ総合研究所 5月17日。

ファイナンシャルタイムズ (2018)「IMFは基準緩めるな アルゼンチンに融資すべきか」日本経済新聞 5月11日。

細野健二 塩澤健一郎 (2005)「アルゼンチン—経済危機とマクロ経済安定化への道のり—」開発金融研究所報 2005年9月第26号。

Tett, Gillian (2018), 「アルゼンチン危機の再来か? ペソ急落で IMF に支援要請、世界の脆さへの警鐘」ファイナンシャルタイムズ、5月14日。