



停滞する欧州の周縁経済

— 南東欧 6 カ国の比較分析

土 田 陽 介

はじめに

南東欧（西バルカン）地域は、欧州と中東・北アフリカの「結節点」としての役割が期待される重要な地域である。とりわけ欧州連合（EU）にとって、同地域は、拡大欧州の最後のフロンティアでもある。既に南東欧地域からはブルガリアなどいくつかの国がEUに加盟⁽¹⁾しているが、本稿が分析対象とする6カ国、すなわちアルバニア、ボスニア・ヘルツェゴヴィナ（ボスニア）、コソヴォ⁽²⁾、FYR マケドニア（マケドニア）⁽³⁾、モンテネグロ、セルビアは、まだその途上にある⁽⁴⁾。経済的にも所得水準が低く、また政治的にも不安定さを有している南東欧諸国をどう戦略的に組み込んでいくか。債務問題やユーロ危機などを経てかつてのような求心力を失いつつあるなかで、この課題はEUにとって殊更重要な課題になっている。

多くの中東欧諸国と同様に、南東欧諸国の場合もまた、旺盛な内需をエンジンとする高成長をリーマン・ショック前まで謳歌した。そしてそのエネルギーは、ドイツやフランス、イタリアといったEU主要国からの潤沢な資本流入であった。ただし南東欧6カ国の場合、旧社会主義体制下で構築された産業基盤が硬直的で生産性が低かったこと⁽⁵⁾や、旧ユーゴ紛争などの政

治不安を受けて市場経済化に向けた経済改革への取り組みが遅れたことなどから、対外不均衡の拡大が中東欧諸国よりも深刻なたちで現れたのである。

言い換えると、供給力の底上げが不十分であった南東欧の経済は、リーマン・ショック以降の資本流入の停滞の影響を、中東欧以上に受けているのである。また債務問題の震源地であるギリシャとも実体・金融の両面で経済関係が深いため、南東欧6カ国はギリシャ危機の影響を中東欧諸国よりも一段と色濃く受けている可能性も高いとみられる。本稿は、こうした南東欧6カ国のリーマン・ショック以降の展開を、主に資金循環の観点から比較・分析することを目的とする。

本稿の構成は以下の通りである。第1節では、南東欧6カ国これまでの軌跡、つまり体制移行が始まった1990年代初頭から足元の低成長局面に入るまでの経緯を整理する。続く第2節では、経常収支に着目し、低成長局面移行後の南東欧経済の資金循環構造の全体像を掴む。さらに第3節では、外国直接投資（FDI）と銀行の対外資金調達という2つのチャネルに焦点を当てて、南東欧諸国の資本流入の変化について分析する。さらにその上で、経済的に密接なギリシャの危機が南東欧経済に悪影響を与えた可能性を考察し、最後に簡単なまとめを行う。

土田 陽介：三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 調査部 研究員

国際金融 1265号 (26.10.1)

1. 低成長局面に入った南東欧経済

中東欧諸国と同様、南東欧諸国もまた1980年代末から体制移行、つまり民主化と市場経済化の道のりを歩んだ。ただ本稿が分析対象とする6カ国の場合、他の東欧諸国と比べると旧ユーゴ紛争の影響を色濃く受けしており、その分だけ体制移行も困難を極めたといえよう。そうした南東欧6カ国の経済成長の歩みを振り返ると、概ね以下の3つの時期（混乱期、高成長期、停滞期）に区分できる。

第1期が1990年代に相当する「混乱期」である。この間、旧ユーゴ連邦の崩壊とそれに伴う紛争を受けて、南東欧6カ国の経済は大きく混乱した。なかでも、1990年代前半を中心に直接的な戦闘を経験した新ユーゴ連邦（セルビアとモンテネグロによる連邦国家、当時はコソボもセルビアの自治州として含まれた）とボスニアの経済は深刻なダメージを受けた。マケドニアは紛争による直接的な戦火は免れたものの、主な通商取引先である新ユーゴ連邦の景気悪化の影響もさることながら、その国名を巡って隣国ギリシャから経済封鎖を受けるなどしたため、苦境に喘いだ。またアルバニアでも、急速な市場経済の導入による混乱によって無限連鎖講（ネズミ講）が蔓延し、またそれが旧ユーゴ紛争の小康化をきっかけに破たんするなど、混乱状態が続いた。

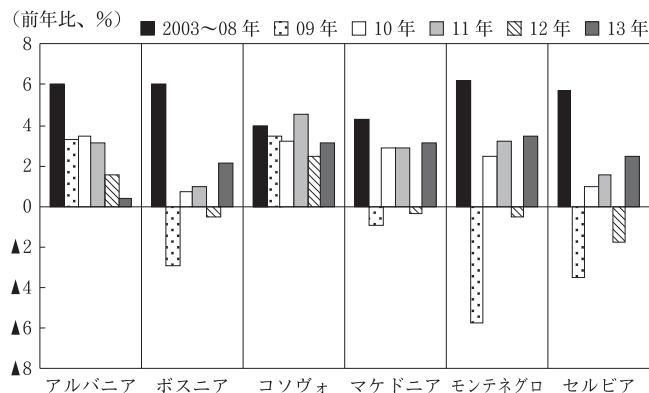
続く第2期は、内需主導の「高成長期」であり、2008年のリーマン・ショック以前の2000年代に相当する。政治情勢の安定を受けて、第2期の南東欧では供給と需要の両面で外資を推進力とするキャッチアップが図られた。供給面では、欧米やロシアから受け入れた外国直接投資（FDI）が生産性の一定の改善に貢献した。他方で需要面では、EUからの短期資本流入を受けた銀行が家計ローンを拡大させて、個人

消費や住宅投資を刺激した。ただ南東欧6カ国の場合、旧社会主义体制下で構築された産業基盤が硬直的でかつ生産性に乏しく、加えてそれが紛争によって破壊された。さらに市場経済化に向けた経済改革も遅れをとったため、中東欧に比べると供給力の向上が限定的であった。その結果、南東欧の経常収支赤字は一段と深刻化したのである（Bartlett and Prica, 2012）。

2008年秋のリーマン・ショックを受けて、それまで内需を刺激していた資本流入が停滞するようになり、加えて主な輸出先であるEUの景気が欧州債務問題の深刻化を受けて低迷したために、南東欧6カ国の経済成長も一気にスローダウンした（Anastasakis et al., 2011）。この際、セルビアとボスニアは国際収支の調整が深刻化したことから、国際通貨基金（IMF）よりスタンドバイ・クレジットの提供を受けている。スペインやギリシャなど南欧の重債務国の場合、構造調整圧力は根強く、EU経済は当面低成長が続く公算が大きい。マクロ経済の不均衡や金融取引に対する監督・規制が強化される流れもあって、南東欧経済は2000年代の高成長期のような資本流入を享受することは当面不可能であると考えられる。これらのことから、2010年代の南東欧経済は新たな時代区分、すなわち第3期の「停滞期」に突入したと位置付けられる。

図表1は第2期である2000年代の高成長期

図表1 南東欧6カ国の実質GDP成長率



(注) 2003~08年は幾何平均ベースの年平均値。

(出所) 各国中央銀行及び統計局、European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) Tradition Report, Various issues.

(より正確には、北大西洋条約機構 (NATO) によるセルビア空爆やマケドニア紛争、リーマン・ショックの影響を除くために 2003 年から 2008 年まで) から直近 2013 年までの南東欧 6 カ国の実質 GDP 成長率の推移である。ボスニア、マケドニア、モンテネグロ、セルビアの 4 カ国は、2008 年秋に発生したリーマン・ショックによって内外需要が腰折れしたため、2009 年の成長率は程度の差があるものの軒並みマイナスであった。その後景気は緩やかに復調したが、2012 年には欧州債務問題に伴う EU 経済の不調を受けて GDP は再び減少し、南東欧景気は二番底に陥った。2013 年は前年からの反発もあって比較的高い伸びとなったが、高成長期にあった 2000 年代に比べると依然低水準である。

ただアルバニアとコソヴォの場合は、他の 4 カ国と比べると成長のトレンドが異なっている。両国は他の 4 カ国よりも世界経済への統合度が弱いという特徴がある。そのため、リーマン・ショックの影響が相対的に軽微にとどまり、3 %台での成長が続いた。もっともその後、アルバニアに関しては、欧州債務問題を受けて経済的結びつきが強いイタリアの景気が停滞していることから、成長の減速が続いている。

2. 在外労働者による送金に依存した資金循環構造

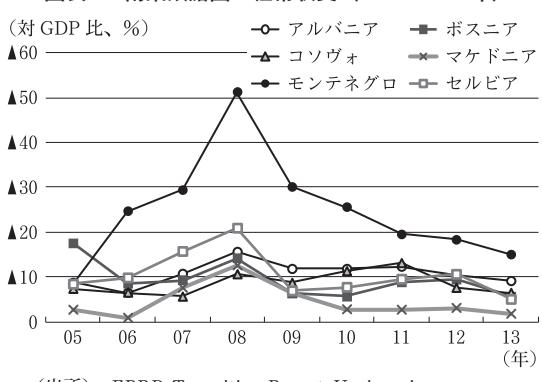
低成長局面に入った南東欧 6 カ国の経常収支は、程度の差はあるものの、不均衡が最も深刻化していた 2008 年頃から赤字幅が徐々に縮小している。

図表 2 は、南東欧諸国の経常収支の水準の推移（2005～2013 年）をみたものである。最新 2013 年時点において、対 GDP 比でみた経常収支の赤字幅が最も小さい国はマケドニア（-1.8%）である。それにセルビア（-5.0%）とボスニア（-5.6%）が並ぶ。さらにコソヴォ（-6.5%）とアルバニア（-9.1%）、モンテネグロ

（-15.0%）の順に赤字幅が大きくなる。もっともモンテネグロの場合、最悪期である 2008 年には赤字幅が -51.3% にも上っており、その時点からみれば改善は著しい。同国的人口は約 62 万人と南東欧諸国の中でも特に少なく、貿易財の生産力もまた極度に低いために財の輸入依存度が極めて高いことが、他国よりも経常収支の赤字幅が大きい背景にあると考えられる。

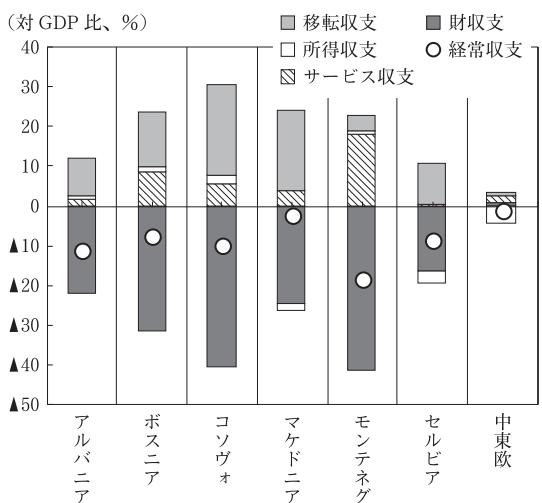
続いて、リーマン・ショック以降の南東欧 6 カ国の経常収支の構成（2010～13 年の算術平均）をみたものが図表 3 である。これによると、

図表 2 南東欧諸国の経常収支（2005～2013 年）



（出所） EBRD Transition Report, Various issues.

図表 3 南東欧諸国の経常収支構造



（注1） 2010～2013 年の算術平均。一部欠損値には推計値を採用。

（注2） 中東欧はチェコ、ハンガリー、ポーランドの算術平均。

（出所） 各国中央銀行及び統計局資料から作成。ただしアルバニアに関してのみ、IMF Country Report, Various issues.

モンテネグロを除く 5 カ国の資金循環は、圧倒的な貿易収支赤字を移転収支黒字で補うという特徴を有していることが分かる。この特徴自体は、リーマン・ショックを挟んでもほとんど変化していない。なおモンテネグロではサービス収支黒字⁽⁶⁾が財収支赤字の補填役になっているが、サービス収支黒字の大半が、南東欧諸国への海上輸出サービス（特に貨物）に基づく輸送収支黒字である。このことを考慮すれば、同国の資金循環もまた他の 5 カ国の資金循環構造に組み込まれているといえよう。なお比較のため既に EU に加盟した中東欧の主要 3 カ国（チェコ、ハンガリー、ポーランド）の資金循環構造をみると、これらの諸国では財収支と移転収支がほぼ均衡している。FDI の受け入れによって既にリーマン・ショック以前の段階で一定の供給力向上を果たしていたことが、その主な背景にあると考えられる。

既述の通り、圧倒的な財収支赤字は南東欧諸国の供給力の低さを反映した現象である。他方で、これを支える移転収支の重要な源泉は、国際社会からの資金援助もさることながら、在外労働者からの送金に他ならない。

在外労働者による送金が経常収支の安定に重要な役割を果たすこと自体は、開発途上国一般にみられる経済現象である。もっとも旧ソ連・東欧諸国の場合、社会主義体制下では労働力移動が厳しく制限されており、外国からの送金は大変困難であった。したがって、その流れが旧ソ連・東欧諸国で本格化するのは、旧体制の崩壊以降のことである。とりわけ東欧諸国の場合、移民の主な行先はドイツを中心とする EU の中核国やイスラエルであり⁽⁷⁾、在外労働者はこれらの国から本国に送金を行った (Mansoor and Quillin eds., 2006)。ただ旧ユーゴ連邦を構成した諸国だけは、旧体制時代から外貨獲得策の一環として在外就労が認められていたため、こうした送金の「伝統」を有している。それに加えて、旧ユーゴ紛争に伴う混乱が、在外労働者の増加に拍車をかけ、今まで続く巨額の送金流

入を生み出したと考えられている (Pissarides et al., 2007)。

当然であるが、南東欧諸国の対外不均衡の持続可能性について疑問を呈する先行研究は少なくない（例えば Aristovnik, 2006; Boljanović, 2012; Unevkska and Jovanovic, 2011 など）。現実的に考えても、在外労働者からの送金に依存した資金循環構造は脆弱といわざるを得ない。南東欧経済の持続可能性を高めるためには、当然のことながら国内の供給量を底上げしていく必要がある。そのためには、様々な摩擦や困難が生じるとしても、地場企業の育成や外資系企業誘致に向けた事業環境整備や制度改革を行い続けること以外に、具体的な戦略手段は存在しないだろう。

3. 金融危機以降滞る資本流入

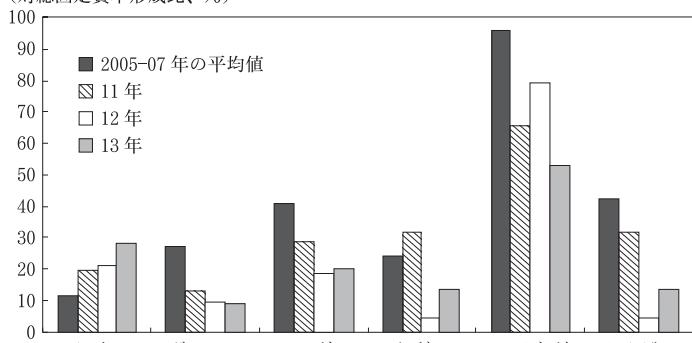
経常収支の赤字幅が縮小する一方で、それを支える資本流入もまた停滞しており、それが経済の低成長につながっている。本節では、FDI と銀行の資金調達という 2 つのチャネルに注目して、この問題を検討する。

まず FDI についてみてみよう。図表 4 は高成長期（2005～07 年）と金融危機以降の FDI 純流入の変遷を総固定資本形成との対比でみたものである。これによると、足元にかけて復調の兆しがみられるものの、主要な流出元である EU の景気低迷に伴い、どの国もその基調は弱含んでいる。例外的にアルバニアだけが安定的に FDI を増加させているが、この背景にはアドリア海横断パイプライン (TAP AG)⁽⁸⁾ の施設や水力発電など公営企業民営化の進捗といった要因などがあると考えられる。もっとも、こうしたプロジェクトが一巡すれば、他の南東欧諸国と比べて事業環境の整備が進んでいると言い難い環境の下で、FDI 流入は一服する公算が大きい。

なお水準を比較すると、一貫してモンテネグロが突出している。ただモンテネグロ中銀によ

図表4 南東欧諸国のFDI純流入

(対総固定資本形成比、%)



(注) マケドニアは総資本形成ベース。

(出所) コソボ、マケドニア、モンテネグロは各国中銀及び統計局資料から作成。一部欠損値は筆者推計。その他は国際連合貿易開発会議(UNCTAD)、World Investment Report

ると、2013年の総流入額（479.2百万ユーロ）のうちの42.2%が、拡大再生産に必ずしも直結しない不動産部門向けである。また投下元別にみた場合、筆頭がロシア（28.5%）であり、2位のスロヴェニア（9.9%）を大きく引き離している。こうした流れ自体は、リーマン・ショック直前から強まつものである（Rojec et al., 2007）。モンテネグロはアドリア海沿岸に景勝地を有しているなど不動産投資の基盤が整っていること、また南東欧有数の港湾機能を有していることなどが、ロシアマナーを惹き付ける要因になっていると考えられる。

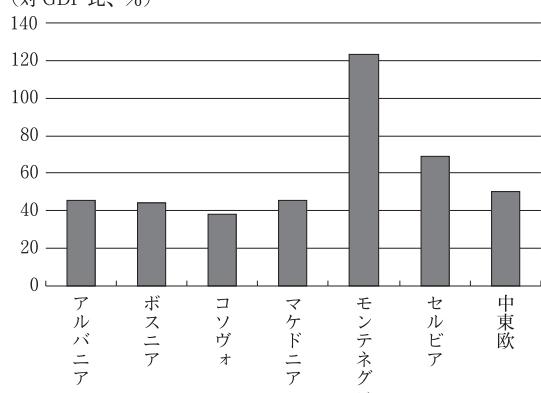
資金循環の側面のみならず、供給力の向上を図る観点からもFDIの受け入れは極めて重要である。ただFDI流入の復調が即座に見込めるかというと、南東欧諸国はそれ程楽観的な環境の中に置かれていらない。FDIの主な投下元であるEUやロシアの景気は、欧州債務問題やウクライナを巡る対立などから停滞の中長期化が予想される。当然企業の对外進出への機運も高まりにくいだろう。また図表5が示すように、南東欧6カ国の対GDP比でみたFDIの累積額は、既に中東欧3カ国と同等かそれ以上の規模に達している。もともと中東欧に比べて産業基盤が脆弱な南東欧6カ国の場合、魅力的な生産設備に乏しく、公益事業の民営化が一服すれば追加的なFDI流入が見込み難い環境にある。

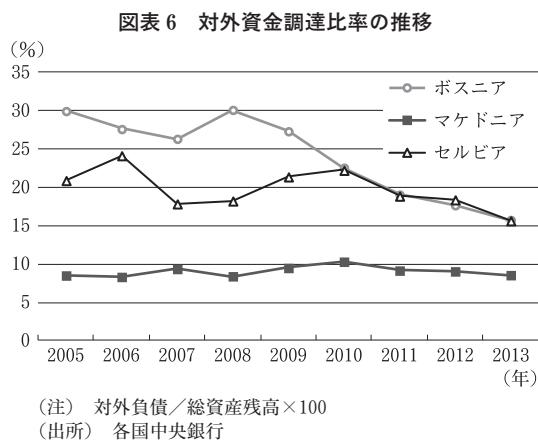
次に銀行を経由した資本流入について検討しよう。中東欧と同様に、南東欧の銀行部門も、またEU系の外国銀行の子会社ないしは出資法人によって「所有」されている⁽⁹⁾。有力な銀行の具体名を挙げると、伊ウニクレディットやインテーザ・サンパオロ、墺エアステやライファイゼン、ヒポ・アルペアドリア、仏ソシエテ・ジェネラルなどがある。リーマン・ショック前の南東欧では、そうした銀行が主に金融市场から得た資金や親子間の資金移転を元手に融資を急伸させた。それが、とりわけ家計向けローンに集中し、個人消費の過熱につながったことが、経済の高成長と対外不均衡の拡大を生み出す原因になった。

こうした流れはリーマン・ショックを受けて逆回転を起こし、中東欧と同様に南東欧でも信用収縮が一時強まった。その後、EU系の銀行が中東欧・南東欧で無秩序なデレバレッジを行うことを禁止した国際協定（ウィーン・イニシアチブ）⁽¹⁰⁾が結ばれ、銀行の大幅なバランスシート調整は回避された（De Haas et al., 2012）。ただ、欧州債務問題が深刻化するなかで、結局は追加的な対外資金流入は停滞している。図表6は、統計が確認できた3カ国（ボスニア、マ

図表5 FDIの累積額（2013年時点）

(対GDP比、%)

(注) 中東欧はチェコ、ハンガリー、ポーランドの算術平均。
(出所) 図表4と同じ



ケドニア、セルビア）に限定して、銀行部門の対外資金調達比率（総資産残高に占める対外負債の割合）の推移（2005～13年）をみたものである。これをみると分かるように、ボスニアとセルビアではリーマン・ショック前後をピークに同比率が持続的に低下しており、またマケドニアでも低水準での推移が続いている。こうした動きの変化は、EUで金融規制が強化されたことを受けて、EUの銀行による資金の引き揚げが進んだことを反映した流れであると考えられる。先行きのEUの景気は緩慢な回復に留まり、また金融規制が強化されるなかで、銀行を経由した資本流入もまた停滞を余儀なくされるだろう。

4. ギリシャ危機の影響

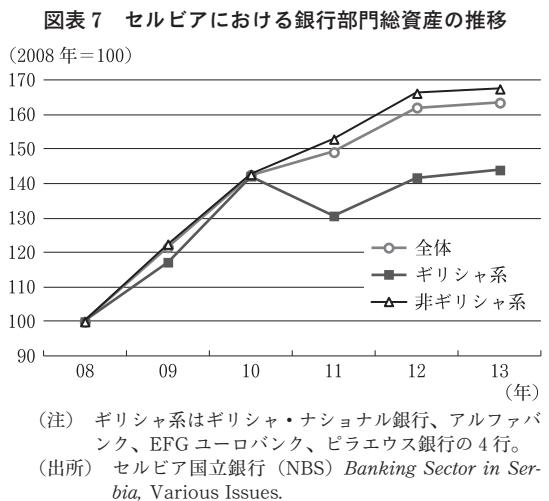
リーマン・ショックとその後の欧州債務問題は、程度の差はあるものの、中東欧や南東欧の資金循環を大きく変化させた。ただ南東欧諸国の場合、債務問題が殊更深刻であったギリシャと経済的なつながりが深かったため、その問題をより直接的に受けている可能性がある。資料上の制約から包括的な把握は困難であるため、把握可能な統計などからこの問題を検討しよう。

FDIについていえば、とりわけセルビアが色濃い影響を受けている。セルビア中銀によると、最大時の2006年にはギリシャから672百万ユーロの純流入（同年の純流入総額の20.2%

に相当）が観察されるなど、リーマン・ショック前まではギリシャから旺盛なFDI流入がみられた。もっとも、同ショック以降はその流れが停滞し、2009年から2011年の純流入額は平均27百万ユーロに留まった。さらに、債務問題が極めて深刻化した2012年には、296百万ユーロの流出超過に陥る事態になった。2013年には再び流入超過に転じたが、29百万ユーロとわずかな黒字に留まっている。またマケドニアの場合も同様の状況にあり、同國中銀によれば、ギリシャからのFDI累積額はピーク時である2008年の451百万ユーロから、2012年には436百万ユーロに減少し、また累積総額に占める割合も15.2%から11.8%に低下している。

なお南東欧諸国では、ギリシャの有力銀行も事業を積極的に展開してきた。具体的には、ギリシャ・ナショナル銀行、アルファバンク、EFGユーロバンク、ピラエウス銀行などいずれも主要な大手行である。他のEU主要国に比べると中東欧における事業展開で後れをとっていたギリシャの銀行にとって、地理的に近接した南東欧は戦略的に最も重要な市場であったといえよう。言い換えればこのことは、南東欧とギリシャの金融面でのつながりが深まつたことを意味しており、ギリシャの債務問題に伴う金融面からの調整圧力を中東欧以上に受ける事態をもたらしたと考えられる。

図表7は、セルビアの銀行部門の総資産残高の推移を、部門全体とギリシャ系（上記4行）及び非ギリシャ系に別けて、2008年を基準（=100）とする指数で比較したものである。これによると、債務問題が顕在化した2010年から2011年にかけて、ギリシャ系銀行の総資産規模は大きく減少し、銀行部門全体の総資産の伸びを圧迫していることが分かる。2013年の水準は143.9とそれ以前のピーク時である2010年（142.1）を若干上回っているが、この間もインフレが進んだことを考慮すれば、実質的な規模はむしろ減少していると評価される。なおこの過程でギリシャ系4行の市場シェアも後退



しており、2008年時点では銀行部門の総資産の17.0%であったのが、直近2013年には14.9%にまで低下するなど、その退潮は明白であった。

さいごに

以上本稿では、リーマン・ショック以降の南東欧6カ国の経済の展開を、主に資金循環の観点から比較・分析してきた。

EUからの資金流入が停滞し、低成長局面に入った南東欧6カ国経済は、対外不均衡が一見改善されている。もっとも、経常収支の構造をみると、圧倒的な財収支赤字を海外からの送金で賄うという脆弱な構造であることに変わりはない。南東欧6カ国に求められる経済運営上の戦略は需要の刺激よりも供給の底上げにあるが、その反面で、6カ国は既に相応のFDIを受け入れている。EUの景気停滞が中長期化する公算が大きいなかで、ただ受け身のままで6カ国が一段のFDI流入を獲得できる可能性は極めて低いといわざるを得ない。

こうしたなかで、南東欧経済に求められる取り組みは、企業活動活性化のための環境整備と、経済連携の一層の推進に他ならないといえよう。南東欧経済の最大のポテンシャルは、冒頭でも述べたように、そこが欧州と中東・北アフリカ

の「結節点」であるということである。また本稿が取り上げた6つの国は何れも小国であるが、全ての人口を合わせると2千万人弱となり、相応の市場規模も有している。歴史的に根深い政治的対立を抱えてはいるものの、EUという「スポンサー」の力が弱まった現在、南東欧が再び活力を取り戻すためには、政治経済空間の一段の統合を目指す以外に道はないと考えられる⁽¹¹⁾。

《注》

- (1) 南東欧からは、2007年1月の第5次拡大後半でブルガリアとルーマニアが、2013年7月の第6次拡大でクロアチアが、それぞれEUに加盟した。
- (2) コソボは2008年2月にセルビアからの独立を宣言した。セルビア自身は公には独立を認めていないが、2013年4月のブリュッセル合意以降は両国政府間で関係の正常化に向けた動きがみられるようになっている。なおEU内でも、ドイツなどコソボの独立を認めている国と、国内に少数民族問題を抱えるスペインなど独立を認めていない国があるなど対応が分かれている。
- (3) マケドニアは1993年に国連に加盟を申請した際、その国名を巡って隣国ギリシャが反発し、1995年まで同国から経済封鎖を受けた。なお国連には、マケドニア旧ユーゴスラヴィア共和国(Former Yugoslav Republic of Macedonia)として加盟しており、他の国際機関などもこの呼称を用いている。
- (4) 本稿執筆時点(2014年9月末)で、南東欧6カ国の中ではEUの加盟候補国に認定されている国はマケドニア(2005年12月)とモンテネグロ(2010年12月)、セルビア(2014年1月)、アルバニア(2014年6月)の4カ国である。残るボスニア、コソボは潜在的加盟候補国としての地位にとどまっている。最新情報は以下のURL(http://ec.europa.eu/enlargement/countries/check-current-status/index_en.htm)を参照されたい。
- (5) 旧ユーゴ連邦は旧社会主義国の中では例外的に对外開放志向が強く、国際競争に晒されていたが、連邦内では北部のスロヴェニアやクロアチア、ないしは盟主であるセルビアが貿易財の生産を担う一方で、その他国々は原材料供給や農作物生産を担うという分業体制が敷かれていた。またアルバニアでは戦後一貫して鎖国的な経済運営がなされたことから、貿易財生産部門の発展が著しく滞った。

- (6) モンテネグロのサービス収支黒字の源泉は、輸送収支と旅行収支の黒字である。前者に関しては、港湾都市バールがセルビアなど近隣諸国の輸出港として機能していることに基づくものである。他方で後者については、コトルやブドヴァなどアドリア海沿岸部に風光明美な観光・保養地を抱えていることによる。
- (7) 旧ソ連の構成共和国の場合、移民の主な行先はロシアであった。ロシア系住民の母国への「帰郷」という性格が強い人口移動であったと考えられる。
- (8) Trans Adriatic Pipeline (TAP AG) は、スイスの電力大手アクスボ、ノルウェー国営石油会社スタトイル、ドイツの公営大手エーフォンが参画するパイプライン事業体。アゼルバイジャンのカスピ海産ガスを、ロシアを経由せず直接欧洲へ運ぶことを目的としており、2019年までの稼働が予定されている。
- (9) Raiffeisen Researchによると、2013年時点の各国における総資産ベースでみた外国銀行のシェアはアルバニアが94%、ボスニアが90%、セルビアが75%であった。またEBRDによるとマケドニアは92.4%（2011年）、モンテネグロは89.7%（同）であった。
- (10) 中東欧や南東欧に進出しているEU系の銀行による無秩序なデレバレッジを防ぐために、世銀・IMFといった国際金融機関や各国当局、そして当該銀行との間で2009年1月に結ばれた協定。
- (11) 最大のポイントはコソボとセルビアの関係正常化であろう。公式な軍隊の創設が争点の1つとなった2014年6月のコソボの総選挙では、セルビア系住民が投票を棄権するなど、対立は依然燃えている。両者の対立は歴史的に根深い問題であるが、その関係正常化は南東欧地域が安定していく上で必要不可欠である。

参考文献

- ・土田陽介（2009）「資金循環からみるコソボの経済構造——試論——」『アジア経済』第50巻第6号（2009年6月号）、pp.41–56。
- ・Anastasakis, Othon, Jens Bastian and Max Watson eds. (2011) *From Crisis to Recovery: Sustainable Growth in South East Europe*, South East European Studies at Oxford.
- ・Aristovnik, Aleksander. (2006) "Current Account Deficit Sustainability in Selected Transition Economies," *Journal of Economics*, vol. 55, pp. 19–39.
- ・Bartlett, Will and Ivana Prica. (2012) "The Variable Impact of the Global Economic Crisis in South East Europe," *Papers on South Eastern Europe*, Issue. 4, LSE European Institute.
- ・Boljanović Srđan. "A Sustainability Analysis of Serbia's Current Account Deficit," *Economic Annals*, Volume LVII, No. 195 October-Decemnber 2012, pp. 139–171.
- ・Cocozza, Emidio, Colabillea, Andrea and Francesco Spadafora. (2011) "The Impact of the Global Crisis on South-Eastern Europe," *IMF Working Paper*, WP/11/300.
- ・De Haas, Ralph, Korniyenko, Yevgeniya, Loukoianova, Elena and Alexander Pivovarsky. (2012) "Foreign Banks and the Vienna Initiative: Turning Sinners into Saints?," *IMF Working Paper*, WP/12/117.
- ・EBRD [European Bank for Reconstruction and Development] *Transition Report*, Various Issues.
- ・IMF [International Monetary Fund] *Country Report*, Various Issues.
- ・Mansoor, Ali and Bryce Quillin eds. (2006) *Migration and Remittances: Eastern Europe and the Former Soviet Union*, The World Bank.
- ・Pissarides, Francesca, Sanfey, Peter and Svetlana Tashchilova. (2007) "Financing Transition through Remittances in South-eastern Europe: The Case of Serbia," Appendix: CD-ROM in *Development Financing and the Remittance Market in Serbia and Switzerland*, State Secretariat for Economic Affairs SECO.
- ・Raiffeisen Research CEE Banking Report, Various Issues.
- ・Rojec, Matija, Mrak, Mojmir, Szemlér, Tamás and Tamás Novák. (2007) "The Russian Economic Penetration in Montenegro," *European Parliament Briefing Paper*, December 2006.
- ・UNCTAD [United Nations Conference on Trade and Development] *World Investment Report*, Various Issues.
- ・Uvenska, Danica and Branimir Jovanovic. (2011) "Sustainability of the Macedonian Current Account," *National bank of the Republic of Macedonia Research Department Working Paper*, June 2011.