

Андрій МАРУНКЕВИЧ  
Марія СИДОРОВИЧ

## СУЧАСНІ БОРГОВІ ПРОБЛЕМИ ЕКОНОМІЧНО РОЗВИНУТИХ КРАЇН

---

*Проаналізовано динаміку боргового навантаження країн з розвинутою економікою та його вплив на світові ринки капіталу. Виявлено причини накопичення боргу країнами з розвинутою економікою, змодельовано можливі наслідки боргового навантаження на фінансові системи країн з розвинутою та з перехідною економіками. Запропоновано шляхи удосконалення боргової та бюджетно-податкової політик в контексті відновлення глобальної фінансової стабільності.*

---

На фоні поглиблення глобалізаційних процесів, взаємна інтеграція економік країн як з розвинутою, так і з перехідною економіками, набирає все більших обертів. Ці процеси стосуються всіх сфер діяльності економічних агентів, в тому числі і ринків капіталів, де відбувається залучення фінансових ресурсів для забезпечення фінансування внутрішніх потреб держави.

У відкритих економіках грошово-кредитна, бюджетно-податкова, валютна та торгова політики держави знаходяться у тісному взаємозв'язку, вони пов'язані через ринкові механізми та значною мірою визначаються вартістю капіталу. Саме тому залежність національних економік від зовнішніх позицій все більше поглиблюється в процесі лібералізації та глобалізації фінансових ринків. Мобільність і масштабність світових потоків капіталу, які постійно зростають, базуються на нерівномірності економічного розвитку країн та регіонів, на порушенні рівноваги поточних платіжних балансів.

Надмірне загострення боргових проблем з середини ХХ ст. призвело до формування економіки державного боргу як самостійного напрямку економічної науки.

Більшість тверджень і висновків економістів ХХ ст. щодо управління зовнішнім боргом країни базувалися на економічних працях А. Сміта, Д. Рікардо та Дж. Кейнса, Р. Дж. Барро, П. Артюса, С. Грея та ін. Дослідження механізму управління державним борговим портфелем стало особливо актуальним після "буму" міжнародних позик та латиноамериканської боргової кризи в другій половині 70-х рр. минулого століття. У зв'язку з цим, у 1980-х рр. знову виникла зацікавленість у дослідженні проблем державного боргу, коли торгова криза в країнах з перехідною економікою стала основним джерелом економічних труднощів та загрозою ефективному функціонуванню світової фінансової системи. Цю проблему почали ґрунтовно досліджувати такі вчені, як Ж-К. Бартелемі, Д. Коен, Дж. Булоу, К. Рогоф та ін.

Серед українських науковців, які вивчали світові боргові кризи та міжнародний ринок суверенних облігацій, варто виділити таких, як Т. Вахненко, В. Козюк, Ю. Кравченко, О. Мозговий, Т. Мусієць, Т. Оболенська, О. Шаров та ін. Разом з тим, дослідження ефективності боргової політики в умовах

глобальних фінансових дисбалансів, що накопичилися у світовій фінансовій системі, не втрачає актуальності. Запропонована стаття має на меті виявити причини надмірного накопичення боргу на сучасному етапі розвитку світової фінансової системи, оцінити можливі наслідки та запропонувати шляхи уникнення погіршення економічного становища як країн з розвинутою, так і з перехідною економіками.

Виникнення міжнародного ринку боргових фінансових інструментів сприяло формуванню нового витка розвитку світової економіки. Сконцентрувалися значні фінансові ресурси, які уряди та корпоративний сектор мали змогу залучати за певних умов і використовувати на поточні потреби. Такий розподіл міжнародних потоків капіталу в короткостроковому періоді сприяв підвищенню темпів економічного зростання як країн з перехідною економікою, так і економічно розвинутих країн. Проте ефективність залучення капіталу на міжнародних боргових ринках має певну межу – чим більший в країні потенціал економічного розвитку, тим доцільнішим є залучення позикового капіталу. В такому випадку залучені ресурси приносять більше матеріальних благ, ніж потрібно витратити на обслуговування цих боргових зобов'язань, результатом чого є швидке зростання економіки. Таке середовище для позикового капіталу здатні забезпечити країни з перехідною економікою, які володіють значним нереалізованим природо-ресурсним потенціалом. Основним недоліком є те, що економіки цих країн надто залежні від цін на міжнародних сировинних ринках. Низхідна динаміка цін на них призводить до різкого зниження рівня кредитоспроможності економік, що розвиваються. Саме такий розвиток подій і дав поштовх до виникнення світової боргової кризи кінця минулого десятиліття.

Якщо причиною попередньої світової боргової кризи кінця ХХ ст. була неспро-

можність саме країн з перехідною економікою обслуговувати свій державний борг, зокрема через зміну кон'юнктури на міжнародних сировинних ринках, то сучасні кризові явища на міжнародному ринку боргових фінансових інструментів відбулися внаслідок неефективної боргової політики окремих економічно розвинутих країн. Вплив цих подій на світову економіку може виявитися значно масштабнішим. Попередні загострення браку ліквідності нівелювалися шляхом рефінансування боргових зобов'язань, що чим далі підвищує ризики дефолту й ускладнює можливість рефінансування в майбутньому. Оскільки країни, що розвиваються, не мають такого значного впливу на міжнародні ринки капіталу, то відповідно зниження їх кредитоспроможності не так гостро впливає на світову фінансову систему, а рефінансувати їхні борги значно легше. Рефінансування боргу дає тимчасовий позитивний ефект, оскільки країна може на деякий час відтермінувати свої боргові зобов'язання. Але якщо темпи економічного зростання при цьому зменшуються, то в перспективі це призводить тільки до ще більшого нагромадження боргів. Вважається, що рефінансування боргу переносить вартість кризи на майбутнє покоління, зменшуючи при цьому темпи зростання економіки.

Останнім часом економісти дедалі частіше говорять про ймовірність виникнення другої хвилі глобальної фінансово-економічної кризи. Якщо причиною падіння світової економіки у 2008 р. були проблеми в корпоративному секторі (банкрутство банків у США через брак ліквідності), то причиною наступної рецесії можуть стати розлади саме в державному секторі. В обох випадках, перш за все, страждає банківська система: в першому – фінансові інституції відчули проблеми з ліквідністю через велику частку неліквідних активів на своєму

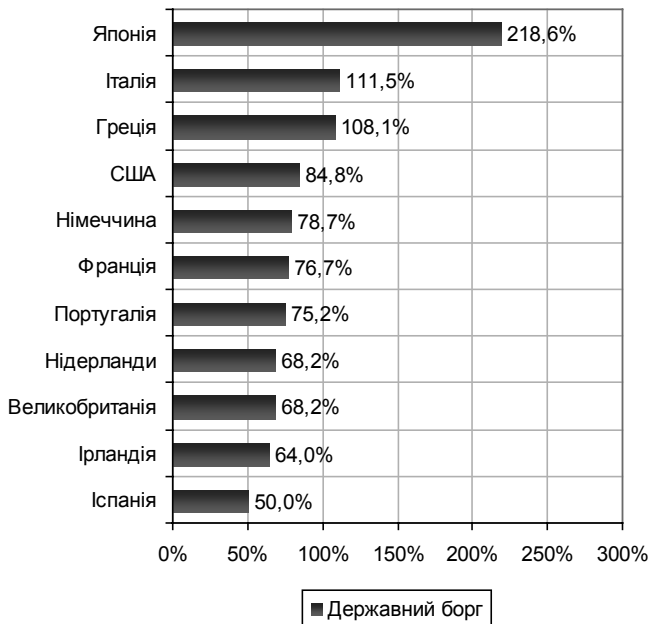
балансі (неповернуті боргові зобов'язання корпоративних позичальників); а в другому – банки можуть постраждати через невиконання кредитних зобов'язань за суверенними облігаціями, які знаходяться в їх портфелях, якщо боргові проблеми в світі прогресуватимуть і надалі. Особливо важливою в цьому контексті є частка зовнішніх запозичень у борговому портфелі, адже величина зовнішнього боргу та якість його обслуговування визначає перспективи країни на міжнародних ринках капіталу.

Для кожної країни є свій допустимий рівень зовнішнього боргу. При визначенні безпечного рівня зовнішнього боргу до уваги беруться темпи економічного зростання та природо-ресурсний потенціал країни. Проте існують загальноприйняті рамки щодо формування боргового портфеля, ви-

хід за які може загрозувати борговій безпеці держави. Так, згідно з Маастрихтською угодою зовнішній державний борг не повинен перевищувати 60% від ВВП [6]. Разом з цим, Світовий банк вважає критичним рівень державного зовнішнього боргу 50% від ВВП [7]. Незважаючи на це, більшість економічно розвинутих країн значно перевищили цю межу (рис. 1).

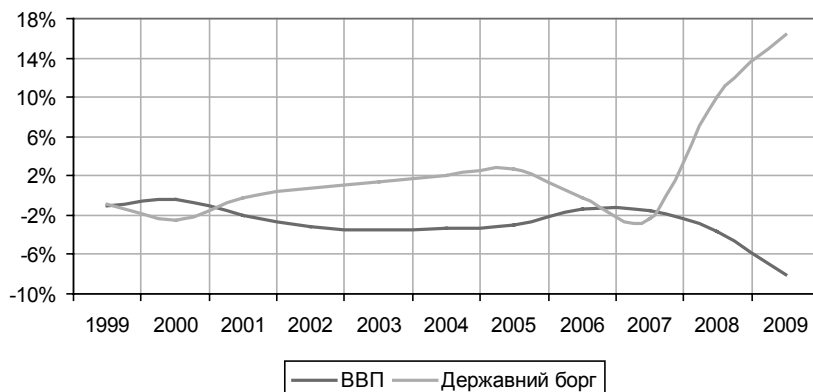
В економічно розвинутих країнах протягом останніх років державний борг зростає дуже швидко, тоді як темпи зростання ВВП знижуються (рис. 2). У такому випадку залучення позикових коштів не тільки втрачає свій позитивний ефект, а й навпаки, може призвести до негативних наслідків, таких як зменшення обсягів золотовалютного резерву, девальвації національної валюти та зростання рівня інфляції, а разом з цим і до втрати інвестиційної привабливості країни.

Причиною диспропорцій між зміною боргу та темпами економічного зростання стала світова фінансово-економічна криза 2008 р., в результаті якої в багатьох економічно розвинутих країнах суттєво знизилася активність реальної економіки, а вслід за цим збільшилося і боргове навантаження на економічну систему (рис. 3). Основною причиною збільшення державних боргових портфелів стало те, що уряди змушені були вдаватися до заходів з підтримки макроекономічної стабільності національної економіки



**Рис. 1. Частка державного боргу в економічно розвинутих країнах, у відсотках до ВВП (станом на 1.01.2009 р.)\***

\*Примітка: США, Японія [4]; решта країн [2].



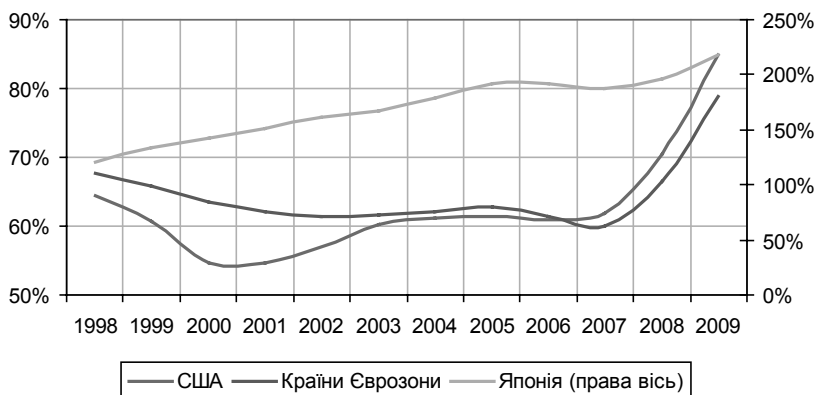
**Рис. 2. Зміна ВВП та державного боргу в економічно розвинутих країнах, у відсотках до попереднього періоду\***

\* Складено на основі [1].

(здійснювати рекапіталізацію банків, які відчували брак ліквідності; допомагати компаніям національного масштабу; запроваджувати та підтримувати програми стимулювання попиту), що вимагає значних фінансових ресурсів.

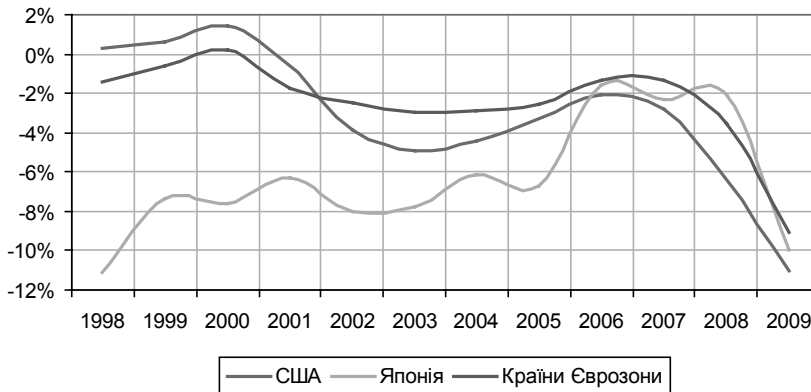
Важко спрогнозувати, яким буде економічне майбутнє країн, суверенні боргові зобов'язання яких вже перевищують 100% від ВВП. Як показує приклад Японії, краї-

ни можуть уникати дефолту за борговими зобов'язаннями, успішно розвиватися і з удвічі більшим борговим навантаженням. Проте варто звернути увагу на те, що більша частина суверенного боргу Японії – це внутрішні боргові зобов'язання, рівень яких створює певну загрозу внутрішнього дефолту, а не зовнішнього, що зазвичай має менш негативні наслідки для економіки країни та її партнерів.



**Рис. 3. Динаміка валового державного боргу економічно розвинутих країн, у відсотках до ВВП\***

\*Примітка: США, Японія [1]; країни Євросони [2].



**Рис. 4. Динаміка бюджетного дефіциту економічно розвинутих країн, у відсотках до ВВП\***

\*Примітка: США, Японія [1]; країни Євросони [2].

Зараз достатньо швидко зростає як рівень загального зовнішнього боргу, який включає всі боргові зобов'язання резидентів перед нерезидентами, так і рівень суверенних зовнішніх запозичень в економічно розвинутих країнах. Це спричиняє певну невизначеність на міжнародному ринку державних боргових цінних паперів. Зростання цих макроекономічних показників спостерігається вже тривалий період, однак раніше вони не мали значного негативного впливу на інвестиційні очікування на ринку, оскільки не виникало настільки ймовірної загрози дефолту за міжнародними облігаціями низки економічно розвинутих країн. Майбутня динаміка боргового навантаження цих держав залежатиме від таких факторів, як темпи економічного зростання, характер грошово-кредитної та бюджетно-податкової політики уряду.

Погіршення стану світової економіки протягом останніх років призвело до того, що одночасно зі зростанням державних боргів, зріс і бюджетний дефіцит в більшості економічно розвинутих країнах (рис. 4). Ці явища взаємопов'язані, адже за високого рівня бюджетного дефіциту та відсутнос-

ті резервів на внутрішньому ринку держава змушена здійснювати зовнішні запозичення, а обслуговування боргів, у свою чергу, закладається у видатки бюджету.

У багатьох економічно розвинутих країнах бюджетні дефіцити мають структурний, а не циклічний характер, що є більш небезпечним для фінансової системи. Це є причиною неефективного використання позикових коштів, оскільки більшість ресурсів, що залучаються урядами на міжнародних ринках капіталу, використовуються не для розвитку реальної економіки, а для підтримки рівня життя населення. Відтак, економіка цих країн зростає значно повільніше, ніж потреби населення, витратна частина бюджету на які постійно збільшується. З іншого боку, внаслідок економічного спаду дохідна частина бюджету скоротилася. Це є причиною виникнення та зростання бюджетних дефіцитів, покриття яких вимагає залучення зовнішнього капіталу і, в кінцевому результаті, збільшує портфель суверенних боргів.

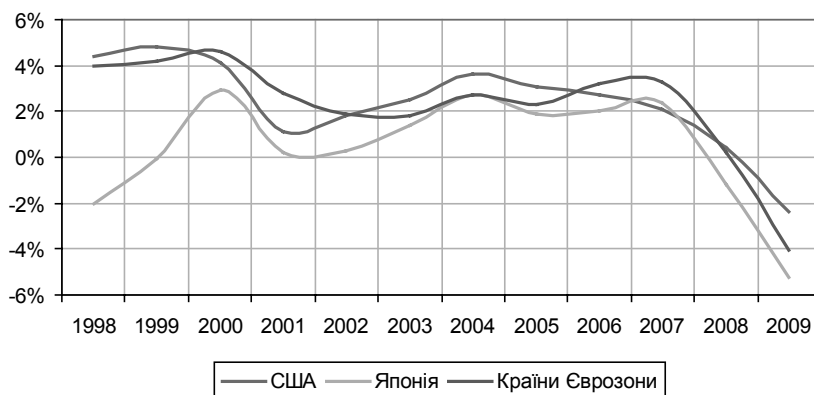
Така ситуація є однією з причин для прийняття урядами відповідних коригувальних дій, які допомогли б їм зменшити різницю між видатками та доходами бю-

джету. Якщо такі дії не будуть прийняті, то існує висока ймовірність того, що бюджетний дефіцит цих країн зростатиме навіть під час циклічного підйому світової економіки. Варто також зазначити, що згідно з Маастрихтською угодою 1992 р., яка регламентує економічну поведінку країн-членів ЄС, граничний рівень дефіциту державного бюджету не повинен перевищувати 3% від ВВП [6]. Незважаючи на це, з 2008 р. більшість країн Єврозони ігнорують ці обмеження і виходять за їх рамки. Так, в 2009 р. бюджетний дефіцит Греції, Іспанії, Ірландії перевищив 10% від їх ВВП. Це підвищує ризики, пов'язані з інвестиціями у зовнішні облігації цих країн, внаслідок чого зростає дохідність за ними. Таким чином, інвестори вважають привабливішими інвестиції саме в облігації, оскільки дохідність за ними збільшується. При цьому в реальну економіку коштів надходить все менше. Отож, у той час, як уряди здійснюють нові емісії на міжнародному ринку облігацій, що збільшує ризики та підвищує їх дохідність, і витрачають залучені ресурси на обслуговування попередніх боргових зобов'язань та фінансування соціальних програм, реальний

сектор економіки потребує негайних інвестицій. У протилежному випадку ВВП країни різко знижується.

Протягом останніх двох-трьох років національний дохід багатьох країн стабільно скорочується через падіння обсягів виробництва та наданих послуг. Так, у період 2007–2009 рр. ВВП економічно розвинутих країн знизився на декілька процентних пунктів (рис. 5). Високі показники безробіття в країні та менший рівень доступу корпоративного сектора до кредитних ринків може призвести до розгортання “тіньової” економіки. Разом з цим, погіршується ситуація і в сфері державних фінансів, що в кінцевому результаті призводить до зниження темпів економічного зростання. А економіка, яка стагнує, не створює реальних джерел забезпечення платоспроможності країни в майбутньому.

З огляду на вищезазначене, зростання зовнішньої заборгованості та бюджетного дефіциту в країнах з розвинутою економікою в найбільшій мірі зумовлено тим, що їх виробництво скоротилося і, як наслідок, знизилася дохідна частина бюджету, а його витрати навпаки зросли. Видатки зроста-



**Рис. 5. Динаміка темпів зростання ВВП економічно розвинутих країн, відсотки до попереднього періоду\***

\*Примітка: США, Японія [1]; країни Єврозони [2].

ють як внаслідок старіння населення цих країн, що потребує додаткових соціальних витрат, так і через те, що уряди за останні роки активно підтримували внутрішню економіку. У зв'язку з цим з'явилися надмірні бюджетні дефіцити, які покриваються шляхом зовнішніх запозичень. За таких умов економіка відчуває достатньо велике боргове навантаження. Особливо небезпечна ситуація в тих країнах, яким зараз необхідне рефінансування за попередніми борговими зобов'язаннями, оскільки реальний сектор економіки не забезпечує достатніх надходжень для того, щоб погасити накопичені борги без залучення нових позик.

Подальший розвиток подій у світовій економіці залежатиме від того, яким чином найбільш "проблемні" країни обслуговуватимуть свій борговий портфель. Одним із найвірогідніших є варіант рефінансування боргів, який в кращому випадку супроводжуватиметься програмами скорочення бюджетних видатків та збільшенням темпів економічного зростання. Іншим варіантом є грошова емісія під погашення боргів, що призведе до підвищення темпів інфляції. Можливість здійснювати державою рефінансування своїх боргових зобов'язань, насамперед, залежить від ситуації на міжнародному ринку суверенних боргових цінних паперів. Якщо інвестори не втратять довіри до таких фінансових інструментів і продовжуватимуть інвестувати, то, очевидно, це стане значним поштовхом до виходу із сучасної боргової кризи. Адже зменшення рівня дохідності за борговими цінними паперами знизить вартість капіталу і зменшить кількість ресурсів на рефінансування боргу.

Найбільші проблеми серед розвинутих економік на сьогодні відчувають такі європейські країни, як Греція, Італія, Іспанія, Португалія та Ірландія. Певні фінансові труднощі можуть виникнути і в Японії. В зону ризику потрапляють й інші держави,

темпи зростання боргового портфеля яких перевищують темпи зростання їх економіки. При негативному розвитку подій можуть постраждати також країни-контрагенти.

Існує декілька причин, за якими подальше зростання державного боргу для економічно розвинутих країн може бути небезпечним:

- чим більше поточне суверенне боргове навантаження, тим дорожчим буде його обслуговування в майбутньому (якщо зростає урядовий валовий борг, то відповідно збільшуються і ризики, пов'язані з управлінням ним). Унаслідок зростання боргу інвестори вимагають вищих рівнів дохідності за цінними паперами. У зв'язку з цим купонні ставки за новими емісіями облігацій зростатимуть. Така ситуація небезпечна тим, що уряду доведеться збільшувати витрати державних ресурсів на покриття виплат за своїми борговими зобов'язаннями, а статті витрат необхідно буде скорочувати. Це може стати причиною неефективності бюджетно-податкової політики;

- збільшення процентних ставок за міжнародними суверенними облігаціями стимулює загальне підвищення відсоткових ставок в країні, оскільки зростає вартість залученого капіталу для корпоративного сектора, що призводить до зниження темпів економічного зростання;

- якщо дохідність за облігаціями значно зростає, відбувається перетікання капіталу з реального сектора, оскільки інвесторам вигідніше вкладати кошти у фінансові інструменти, адже дохідність за ними достатньо висока.

У випадку неможливості урядом вчасно здійснити виплати за своїми боргами, він або оголошує дефолт за борговими зобов'язаннями, або здійснює нові запозичення, щоб рефінансувати раніше взятую позику. Другий варіант є більш прийнятним, проте і тут існують певні ризики. Рефінан-

сування позики свідчить про те, що борги країни і надалі зростають. Для інвесторів це є сигналом для переоцінки ризику і, як наслідок, вони вимагають більш високої премії за урядовими облігаціями. Відтак, із досягненням певної межі державного боргу збільшується зазвичай і дохідність за облігаціями країни (рис. 6). Проте така залежність не завжди має місце, наприклад, уряди США і Японії є найбільшими боржниками, але дохідність за їх борговими цінними паперами залишається на достатньо низькому рівні. Це є свідченням того, що інвестори не втрачають довіри до економіки цих країн.

Водночас, на сьогодні на міжнародному ринку облігацій економічно розвинутих

країн найбільш дохідними є облігації Греції, Ірландії, Португалії та Іспанії (рис. 6). Саме ці країни останнім часом мають найбільші проблеми з обслуговування своїх боргових зобов'язань.

Разом із дохідністю урядових облігацій зростають також і спреди за суверенними кредитно-дефолтними свопами. З економічно розвинутих країн цей показник найбільше зріс у Греції, Ірландії та Іспанії, що свідчить про переоцінку інвестиційного ризику за борговими цінними паперами цих країн в бік зростання. Незважаючи на це, їхні уряди продовжують здійснювати емісії міжнародних облігацій, оскільки вони користуються значним попитом на ринку.

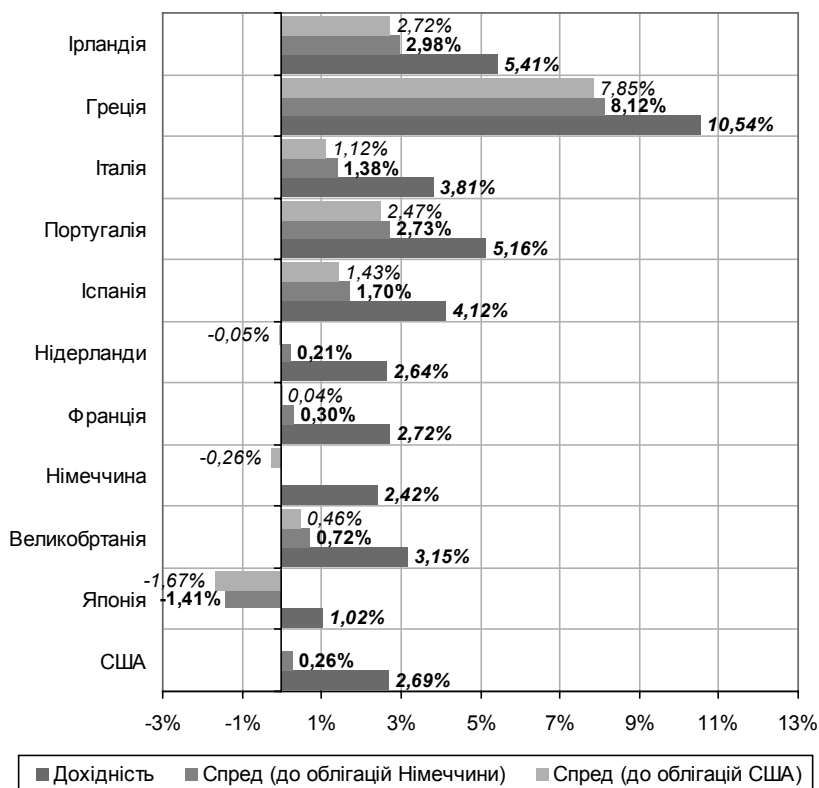


Рис. 6. Дохідність та спреди за 10-тирічними облігаціями, у відсотках (станом на 12.08.2010 р.)

\* Складено на основі [3].



Особливо небезпечним є те, що останнім часом найбільшим інвестором на вторинному ринку у суверенні облігації даних країн є Європейський Центральний банк (ЄЦБ), який таким чином здійснює рефінансування боргового портфеля членів євросони. При такій фінансовій політиці зменшується золотовалютний резерв Європейського Центрального банку, що створює загрозу валютній стабільності євро.

На основі аналізу наведених вище тенденцій, приходимо до висновку, що можливими наслідками надмірного боргового навантаження країн з розвинутою економікою на світову фінансову систему може стати зниження довіри до існуючих боргових інструментів з боку інвесторів. Це може проявитися у зниженні ліквідності та скороченні ринку боргових зобов'язань з одночасною переоцінкою ризиків суверенів та дохідностей за їх облігаціями в бік збільшення. Як наслідок, країнам як з розвинутою, так і з перехідною економіками доведеться більше покладатися на власні сили в питаннях фінансування внутрішніх потреб, що спричинить ширше використання інструменту грошової емісії, послаблення світових валют та зміну ролі бюджету з переорієнтацією на посилення податкових інструментів та скорочення соціальних видатків.

Отже, міжнародна фінансово-економічна криза 2008–2009 рр. та останні події на міжнародному ринку суверенних боргових цінних паперів виявили низку недоліків у функціонуванні світової фінансової системи. Так, високий рівень інтегрованості країн з розвинутою економікою у міжнародні економічні процеси має як позитивні, так і негативні сторони. Найбільшим недоліком є те, що економічні проблеми однієї країни швидко впливають на функціонування світової економіки загалом. Невиконання боргових зобов'язань хоча б однією країною з розвинутою економікою може зумовити

“ефект доміно”, адже внаслідок цього на міжнародному ринку капіталів може виникнути брак ліквідності, що спричиняє загрозу майбутніх дефолтів. Саме це є причиною існування невизначеності на світових ринках, пов'язаної із ймовірністю виникнення боргової кризи в Європі.

Незважаючи на європейські боргові проблеми, світова економіка поступово відновлюється після кризи 2008–2009 рр. Так, за попередніми прогнозними оцінками Міжнародного валютного фонду (МВФ) зростання світової економіки в 2010 р. складе 4,6%, а в 2011 р. – 4,2% [8]. Разом з тим, прогнози темпів економічного зростання економічно розвинутих країн дещо менші – 2,6% у 2010 р., та 2,4% у 2011 р. [8]. За прогнозами МВФ, економіки країн, що розвиваються, відновлюватимуться з більшими темпами – 6,8% у 2010 р., та 6,4% у 2011 р. Це означає, що світова економіка в найближчі роки зростатиме за рахунок темпів розвитку країн з перехідною економікою.

Сучасні боргові проблеми економічно розвинутих країн можуть достатньо вагомо вплинути на подальший розвиток світової економіки. Насамперед, це може стосуватися зміни руху міжнародних потоків капіталу. Враховуючи останні події на міжнародному ринку суверенних боргових цінних паперів, які свідчать про те, що ризик дефолту за борговими зобов'язаннями існує і в економічно розвинутих країнах, а також те, що потенціал зростання їх економік значно менший, ніж в країн, що розвиваються, міжнародні потоки капіталу можуть в більшій мірі сконцентруватися в країнах з перехідною економікою. Для групи економічно розвинутих країн це може означати поступову втрату економічного лідерства на міжнародній арені. Такий розвиток подій для них неприйнятний, але для того, щоб подібний сценарій не справдився, їм необхідно повністю переглянути та змінити комплек-

сний підхід у сферах боргової, бюджетно-податкової та грошово-кредитної політик.

Таким чином, якщо першопричиною виникнення фінансово-економічної кризи у 2008 р. були проблеми в фінансовій площині діяльності корпоративного сектора, то причиною подальших розладів фінансової системи стало накопичення боргів у державному секторі. В країнах, де сукупні боргові зобов'язання не підкріплюються ресурсами реального сектора та бюджетними ресурсами, що мало б забезпечувати фінансову безпеку держави, виникають підвищені ризики, пов'язані з неповерненням боргових зобов'язань у низки країн з перехідною та особливо з розвинутою економіками, частка на ринку капіталів яких значно вища. Наслідком переоцінки ризиків через зростання ймовірності дефолту суверенів стає відтік ресурсів з ринків боргових капіталів з одночасним підвищенням дохідності на суверенні облігації низки країн, в тому числі з розвинутою економікою.

Окреслені тенденції, що спостерігаються у фінансовій системі, зумовлюють потребу в підвищенні ефективності боргової політики у взаємозв'язку з бюджетно-податковою та грошово-кредитною політиками. Боргова політика має базуватися на спроможності національної економіки генерувати ресурси з точки зору довгострокової перспективи. Водночас бюджетно-податкова політика повинна проводитися виважено, не переносючи тягар поточних витрат на майбутні покоління через накопичення бюджетних дефіцитів і державного боргу. Для того, щоб забезпечити стабільність грошової одиниці як в країнах з розвинутою, так і з перехідною економіками, вибір між інструментами боргової та грошово-кредитної політики повинен здійснюватися на основі зважування не лише вартості залучення капіталу, а й грошових потоків в часі, забезпечуючи сталий розвиток економіки країни.

## Література

1. Статистичний портал Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР). – Режим доступу: <http://www.oecd.org/>.
2. Статистична база даних європейської комісії "Євростат". – Режим доступу: [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search\\_database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database)
3. Статистична база даних електронної версії журналу "Financial Times". – Режим доступу: <http://markets.ft.com/markets/overview.asp>
4. Статистична база даних центрального розвідувального управління США (ЦРУ). – Режим доступу: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/>
5. "Майбутнє державного боргу: перспективи і наслідки": робочий документ – березень 2010 р. – Банк міжнародних розрахунків. – Режим доступу: <http://www.bis.org/publ/work300.pdf>
6. Маастрихтська угода: Договір про створення Європейської економічної спільноти – 7 лютого 1992 р. – Режим доступу: <http://www.eurotreaties.com/maastrichtext.html>
7. Документи і звіти Світового банку. – Режим доступу: <http://www.worldbank.org/>
8. Світовий економічний огляд: робочий документ – липень 2010 р. – Міжнародний валютний фонд. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/update/02/pdf/0710.pdf>