

УДК 336.1:351.72(477)

З.О. Луцишин

доктор економічних наук, професор кафедри світового господарства і міжнародних економічних відносин Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка, м. Київ

Н.П. Южаніна

Голова комітету Верховної Ради України з питань податкової та митної політики, м. Київ

ЕКОНОМІЧНІ ЕФЕКТИ ЗОВНІШНЬОЇ ЗАБОРГОВАНОСТІ ДЛЯ НАЦІОНАЛЬНИХ ЕКОНОМІК

Посилення взаємозалежності національних економік та інтенсифікація глобалізації стали каталізаторами розвитку та трансформації світової економіки у XXI ст. Високий рівень інтегрованості країн з розвинутою економікою у міжнародні економічні процеси має як позитивні, так і негативні сторони та економічні ефекти. Економічні проблеми однієї країни, яка має значний економічний потенціал, впливають на рівень функціонування світової економіки загалом. Виникнення складнощів з обслуговуванням рівня зовнішньої заборгованості в країнах, що розвивається, загрожує суттєвим погіршенням соціально-економічної ситуації та різким сповільненням темпу економічного зростання. Значне коливання рівня зовнішньої заборгованості розвинутих країн спричиняє короткострокове сповільнення темпів економічного зростання та погіршення макроекономічної ситуації, тоді як для країн, що розвиваються дана ситуація спричиняє суттєвий фінансовий тягар.

Ключові слова: зовнішня заборгованість, глобальні економічні трансформації, світова економіка, фінансова безпека, економічні ефекти, соціально-економічний розвиток, економічне зростання.

Lutsyshyn Z., Yuzhanina N. THE ECONOMIC EFFECTS EXTERNAL DEBT HAS ON INDIVIDUAL ECONOMIES

An increase in mutual dependence of individual economies and the intensification of globalization catalyzes the development and transformation of the world economy in XXI century. Close integration of developed countries with international economic processes has both positive and negative effects. The economic problems of an individual economy possessing substantial economic potential constitute a dire threat to social and economic development and economic growth. Perceptible fluctuations of the external debt levels of developed countries cause short-term slowdown of economic growth and impairs macroeconomic situation. In the meantime, developing countries face substantial financial burden under the same conditions.

Keywords: external debt, global economic transformations, world economy, world economy, financial security, economic effects, social and economic development, economic growth.

Поглиблення глобалізаційних процесів та посилення взаємозалежності національних економік стали каталізаторами трансформацій та розвитку світової економіки у XXI ст. Особливістю сучасної системи світогосподарських відносин є зростання рівня відкритості (фінансової, зовнішньоторговельної та ін.) національних економік, що, безперечно, впливає на їхню взаємодію із зовнішнім світом.

У країнах з відкритою економікою грошово-кредитна, бюджетно-податкова, валютна та боргова політики держави тісно взаємопов'язані через ринкові механізми та значною мірою залежать від ціни капіталу. З огляду на це, залежність національних економік від зовнішніх запозичень все більшою мірою визначається лібералізацією фінансових ринків та глобальною трансформацією країн. Водночас, світові потоки капіталу демонструють тенденцію зростання, проте їх мобільність та масштабність супроводжується нерівномірністю соціально-економічного розвитку країн і регіонів та дисбалансом поточних платіжних балансів.

Теоретичним підґрунтям дослідження політики управління зовнішньою заборгованістю країни слугують праці А. Сміта, Д. Рікардо та Дж. Кейнса, К. Дітцель, І. Озерова, М. Орлова, Р. Дж. Барро,

П. Артюса, С. Грея та ін. Дану проблематику всебічно досліджували вчені Ж-К. Бартелемі, Дж. Булоу, Дж. Б'юкенен, Д. Коен, М. Обсфельд, К. Рогоф, Дж. Стігліц та ін. Вагомий внесок у розробку фундаментальних питань теорії зовнішньої заборгованості зробили Б. Болдирев, Л. Дробозіна, Л. Красавіна, І. Осадча, Ю. Осіпов, В. Суторміна.

Проблематика зовнішньої заборгованості, виникнення та проявів світових боргових криз знайшли своє відображення у працях вітчизняних вчених, зокрема Т. Вахненко, Н. Кравчук, В. Козюка, В. Резнікової, Ю. Кравченка, О. Мозгового, Т. Мусієць, Т. Оболенської, О. Шарова та ін. Вітчизняні та зарубіжні науковці в процесі дослідження зовнішньої заборгованості роблять значний акцент, здебільшого, на проблемах зовнішньої заборгованості для країн, що розвиваються. Однак, ця проблематика залишається актуальною і для розвинутих країн світу, які продовж десятиліть нагромадили значні обсяги зовнішньої заборгованості, проте виробили власні механізми протидії деструктивному впливу на соціально-економічні процеси. Водночас, окремі інструменти не можуть бути адаптовані у практики

СОЦІАЛЬНО-ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ СУЧАСНОГО ПЕРІОДУ УКРАЇНИ

країн, що розвиваються, бо не матимуть таких соціально-економічних ефектів.

Метою дослідження є окреслення існуючих тенденцій і причин накопичення зовнішнього боргу та з'ясування їхніх економічних ефектів для національних економік, передусім, економічно розвинених країн.

Міжнародна заборгованість є гострою проблемою світової економіки. Економічне становище країни внаслідок глобалізації фінансових ринків дедалі більше залежить від зовнішніх джерел, необхідних для покриття дефіциту державного бюджету, внутрішнього інвестування, соціально-економічних реформ у використанні боргових зобов'язань. Становлення і розвиток міжнародного ринку боргових фінансових інструментів стало одним із чинників формування нового етапу розвитку світової економіки, який супроводжувався мобілізацією значних обсягів фінансових ресурсів, залучення яких при їх ефективному використанні та спрямуванні дозволило стимулювати економічний розвиток національних економік.

Серед основних економічних ефектів залучення зовнішніх фінансових ресурсів є їхній вплив на економічне зростання. Мобільність і масштаби потоків капіталу, залежать від рівня розвитку країн. Такий розподіл світових потоків фінансових ресурсів сприяв прискоренню темпів економічного зростання та розвитку розвинених країн, проте, як і будь-який процес, ефективність мобілізації капіталу на міжнародних ринках має відповідну межу, що визначається рівнем економічного розвитку країни, перевищивши яку ми отримуємо протилежний ефект.

Так, у випадку достатньо високого рівня економічного розвитку країни, залучені ресурси приносять більше фінансової вигоди, ніж необхідно витратити на обслуговування зовнішніх зобов'язань, що, у свою чергу, призводить до швидкого зростання економіки [8]. У випадку виникнення протилежної ситуації знижується ефективність залучених зовнішніх фінансових ресурсів. Фінансові ресурси, які отримує країна на комерційних умовах у вигляді кредитів, призводять до виникнення зовнішнього боргу, оскільки потребують відповідної оплати.

У сучасних умовах, під впливом процесів глобалізації, в тому числі й фінансизації, змінюються детермінанти виникнення та поширення кризових явищ у світовій економіці. Так, основною передумовою світової фінансово-економічної кризи 2008 була неспроможність країн, що розвиваються обслуговувати власні рівні зовнішньої заборгованості, зокрема через кон'юнктурні зміни на світових сировинних ринках, то прогнозовані кризові явища на

міжнародному ринку можуть відбутися у результаті низького рівня ефективності боргової політики економічно розвинених країн [1]. Так, станом на червень 2017 року за підрахунками Інституту міжнародних фінансів, загальний світовий борг становив \$217 трлн. Це складало 327% світового ВВП. Тобто, вже зараз людство зичить втричі більше, аніж виробляє. Й схоже зупинятися не збирається. Лише за період 2007-2013 років світовий загальний борг зріс на \$57 трильйонів. За останні два роки цей показник зріс ще на 26 трильйонів (рис. 1).

Майбутня світова фінансова криза, швидше за все, буде

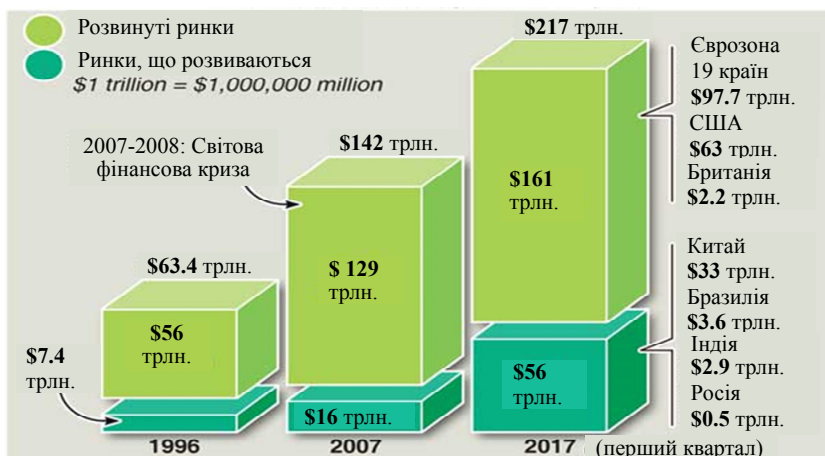


Рис. 1. Зростання глобального рівня заборгованості

Побудовано за даними: Institute of International Finance, McKinsey Global Institute

значно масштабнішою та глибшою щодо свого впливу та наслідків. Різкий спад рівня ліквідності на попередніх етапах нівелювався шляхом рефінансування боргових зобов'язань, що спричиняє ризик дефолту й створює значні труднощі щодо змоги рефінансування їх у майбутньому. Аналітики BIS зазначають, що ризики повторення фінансової кризи 2008 року зростають. Кошти масштабних програм стимулювання центральних банків спрямовувались не в реальний сектор економіки, а для фінансування спекулятивних операцій на фінансових і товарних ринках. А погіршення макроекономічних прогнозів завжди асоціювалося із зростанням імовірності дефолту [12].

Протягом останнього часу економісти дедалі частіше зазначають, що якщо основною передумовою



Рис. 2. Обсяги антикризових програм відносно ВВП (станом на 2010 рік)

Побудовано за даними: Harvard Business Review

падіння світової економіки у 2008 р. були значні недоліки і труднощі в корпоративному секторі, то причиною наступної світової фінансової кризи може бути відсутність належного розвитку державного сектору [2, с. 355], недооцінка співвідношення між реальним, фінансовим та віртуальним секторами економіки.

В обох випадках, насамперед, такі труднощі стосуватимуться банківської системи: в першому – у фінансових інститутах виникають проблеми з ліквідністю через переважання частки неліквідних активів на балансі, а в другому – вони зазнають втрат через невиконання кредитних зобов'язань за облигаціями, які є складовою частиною їхніх портфельів.

Визначну роль у цьому контексті відіграє структура боргового портфеля, адже саме питома вага зовнішньої заборгованості та ефективність її обслуговування визначає можливості країни на світових ринках капіталу.

Кожна країна залежно від її рівня економічного розвитку визначає свій допустимий рівень валової зовнішньої заборгованості. При визначенні такого рівня зовнішньої заборгованості визначальними є не тільки темпи економічного зростання, а й рівень природо-ресурсного потенціалу країни [3].

Проте, існує загальноприйнята методика щодо формування боргового портфеля, недотримання якої може загрожувати борговій безпеці держави. Дана методика враховує валовий борг державного сектору економіки, нівелюючи при цьому внутрішній та зовнішній борги інших секторів.

Так, згідно з Маастрихтською угодою валовий державний борг не повинен переходити межу 60% від ВВП [10]. Світовий банк визначає критичним рівень валового державного боргу 50% від ВВП [4].

Однак, аналізуючи частку валового державного боргу до ВВП, приходимо до висновку, що економічно розвинені країни значно перейшли цю межу (рис. 3), що не перешкоджає їм бути економічними лідерами та утримувати позиції у світі.

Серед особливостей боргової політики економічно розвинених країн на даному етапі можна виокремити: стрімке зростання валового державного боргу, у той час як темп приросту ВВП сповільнюється (рис. 4). Крім цього, валовий зовнішній борг (сукупний зовнішній борг у розрізі усіх секторів економіки) розвинених країн майже в усіх країнах світу, окрім Японії, дорівнює або перевищує обсяг валового державного боргу. Дана тенденція свідчить про наявність тісних фінансово-економічних зв'язків між даними країнами. Проте, зниження темпу приросту ВВП може мати несприятливі економічні ефекти на економічне зростання та соціально-економічний розвиток розвинених країн.

Така тенденція не тільки нівелює позитивний ефект, а й навпаки, може спричинити негативні соціально-економічні ефекти, такі як:

- зменшення рівня забезпеченості золотовалютними резервами;
- знеціннення національної грошової одиниці;
- стрімке зростання інфляції;

втрата інвестиційної привабливості країни.

На сучасному етапі розвитку світової економіки досить швидко зростає як рівень валової зовнішньої заборгованості, так і розміри державних зовнішніх зобов'язань в економічно розвинених країнах. А це, у свою чергу, зумовлює невизначеність на світовому ринку державних боргових цінних паперів. Тенденція зростання цих макроекономічних показників відзначається у світовій економіці вже тривалий період, проте на попередніх етапах вони не мали значного впливу на інвестиційні очікування (рис. 5), що пояснювалось відсутністю загрози дефолту за міжнародними облигаціями більшості економічно

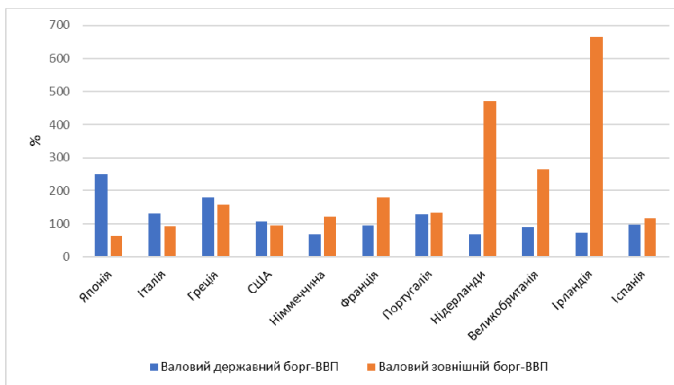


Рис. 3. Частка валового державного боргу до ВВП та валового зовнішнього боргу до ВВП у розвинених країнах світу в 2016 р.
Складено автором за даними ОЕСР [9, 7]

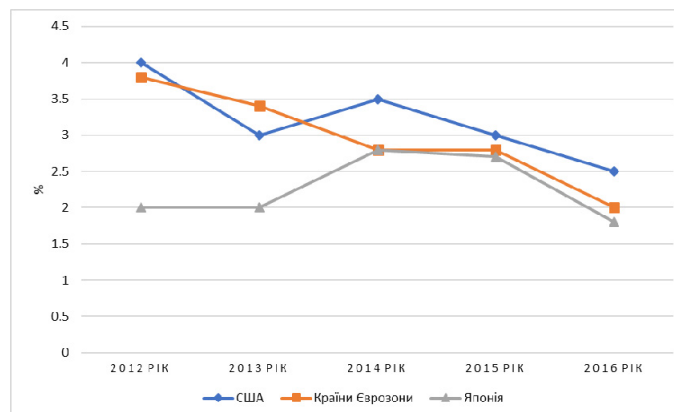


Рис. 4. Динаміка темпів приросту ВВП у розвинених країнах світу за 2012-2016 рр.
Складено автором за даними ОЕСР [9]

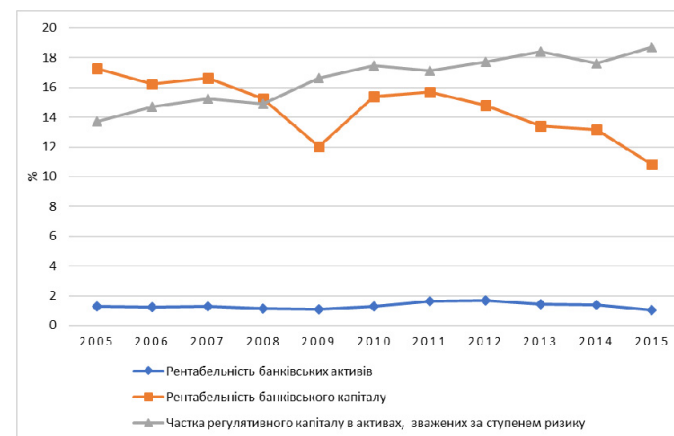


Рис. 5. Динаміка вибраних показників інвестиційних очікувань у розвинених країнах за 2005-2015 рр.
Складено автором за динаміку Світового банку [11]

СОЦІАЛЬНО-ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ СУЧАСНОГО ПЕРІОДУ УКРАЇНИ

розвинених країн.

Рентабельність банківських активів та банківського капіталу у розвинених країнах демонструє низхідний тренд, тоді як частка регулятивного капіталу в активах, зважених за ступенем ризику зростає. Дані показники свідчать про підвищення рівня ризиковості на світових фінансових ринках, включаючи ринки боргових цінних паперів.

Динаміка обсягів боргового навантаження розвинених країн у майбутньому визначається такими факторами, як темпи економічного зростання, особливості грошово-кредитної та бюджетно-податкової політики.

Зниження рівня ефективності світової економіки протягом останніх років спричинило не тільки збільшення обсягу зовнішніх боргів, а й зростання бюджетного дефіциту економічно розвинених країн.

Ці явища взаємозалежні, так при значному рівні бюджетного дефіциту держава вимушена проводити політику зовнішніх запозичень, а обслуговування боргів, у свою чергу, збільшує розмір видатків бюджету.

У більшості економічно розвинених країнах бюджетні дефіцити відзначаються структурним характером, а не циклічним, і є небезпечні для їх фінансової системи. За останніх п'ять років у більшості розвинених країн спостерігається тривалий бюджетний дефіцит (рис. 6.)

Це, у свою чергу, спричиняє неефективне використання позикових коштів, оскільки дані кошти використовуються не у межах реальної економіки, а для підтримки належного рівня життя населення, особливо соціально незахищених верств. У результаті, економіка цих країн зростає дуже повільно, тоді як потреби населення, навпаки, досить швидко, відповідно витратна частина бюджету постійно зростає. З іншого боку, така тенденція спричиняє скорочення дохідної частини бюджету. Вважаємо, що саме це й виступає однією з причин зростання рівня бюджетних дефіцитів, для покриття яких необхідно залучення зовнішнього капіталу і, в кінцевому результаті, збільшується розмір зовнішніх боргів. Така ситуація потребує відповідних коригувальних дій, з метою зменшення різниці між видатками та доходами бюджету, адже у випадку неприйняття існує велика ймовірність того, що бюджетний дефіцит цих країн продовжуватиме зростати навіть під час циклічного підйому світової економіки.

Економічно розвинені країни світу, у тому числі й Європейського Союзу, мають достатній рівень як зовнішньої заборгованості, так і державного боргу, не завжди дотримуються встановлених боргових та інших обмежень. Так, відповідно до Маастрихтської угоди 1992 р., яка визначає особливості економічної поведінки країн-членів ЄС, граничний рівень дефіциту державного бюджету не повинен перевищувати 3%

від ВВП [10].

Проте такі країни ЄС як Франція, Іспанія, Великобританія, Греція [6] та Італія не виконують дані обмеження і виходять за їх межі, що підвищує рівень ризикованості інвестицій у зовнішні облігації цих країн, спричиняє зростання дохідності за ними. Відповідно, інвестори обирають інвестиції саме в облігації, оскільки рівень дохідності за ними зростає. Водночас у реальний сектор економіки ресурсів наводиться щораз менше. Отже, під час проведення нових емісій на міжнародному ринку облігацій, що збільшує рівень дохідності та ризикованості, а також спричиняє витрачання залучених ресурсів на обслуговування попередніх боргових зобов'язань та фінансування соціальних програм, реальний сектор економіки потребує термінових інвестицій.

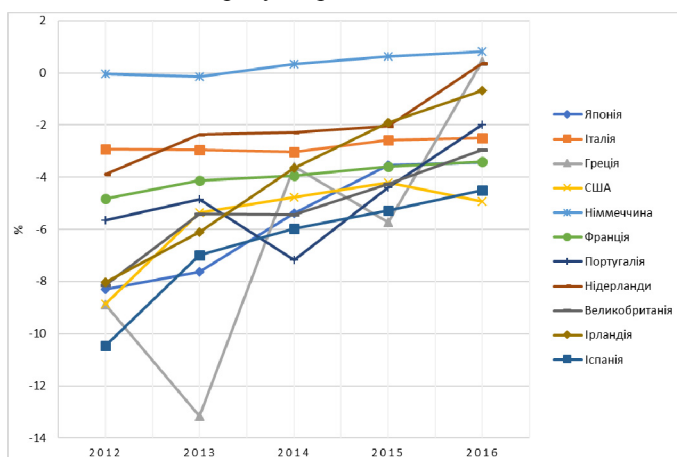


Рис. 6. Динаміка дефіциту/профіциту державного бюджету розвинених країн світу за 2012-2016 рр.

Складено автором за даними ОЕСР [6]

Поряд із викликами для національних економік в частині загострення проблеми зовнішньої заборгованості, простежується тенденція зниження темпу приросту ВВП. Протягом останніх років спостерігається тенденція стабільного скорочення обсягів виробництва та наданих послуг. Дана проблематика залишається актуальною для економічно розвинених країн (рис. 7).

Так, високий рівень безробіття в країні та низький

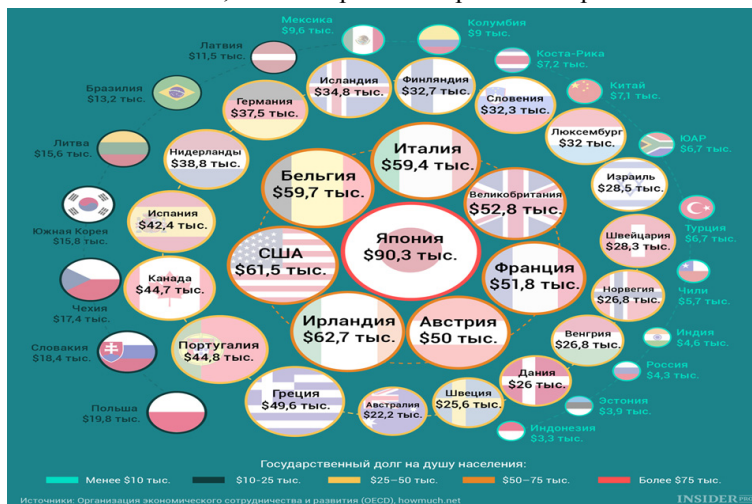


Рис. 7. Скільки повинен заплатити кожен мешканець, щоб його країна погасила державний борг

Построено по даним Організації економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР). howmuch.net

рівень доступу корпоративного сектора до кредитних ринків може спричинити розгортання «тіньової» економіки. Зазначимо, що проблема безробіття – одна із значних, особливо для країн Європейського Союзу. Так, рівень безробіття у країнах ЄС залишається на приблизно одному рівні впродовж останніх двох десятиліть. У 2000 р. рівень безробіття становив 9,2%, тоді як у 2016 р. – 8,2% [5]. Найбільший рівень безробіття спостерігається у таких країнах як Греція (24,1%), Іспанія (21,1%) та Італія (12%), тоді як такі країни як Німеччина (3,6%), Угорщина (3,8%) та Чехія (2,4%) демонструють рівні безробіття нижчі за середній світовий, який у 2000 р. становив 6,4%, а у 2016 р. – 5,7% [5].

Несвоєчасне вирішення питань боргової політики і погіршення ситуації у сфері державних фінансів унеможливує підвищення темпів економічного зростання, а економіка, яка перебуває в стагнаційній стадії, не створює реальних джерел забезпечення належного рівня платоспроможності країни в майбутньому.

Зростання рівня зовнішньої заборгованості та бюджетного дефіциту в країнах з розвинутою економікою в основному зумовлено скороченням виробництва і, як наслідок, призводить до зниження дохідної частини бюджету та зростання його витрат. Обсяг видатків збільшується як у результаті старіння населення цих країн, що водночас ще й потребує додаткових соціальних витрат, так і через те, що уряди на попередньому етапі розвитку активно проводили політику підтримки внутрішнього ринку.

Така політика спричинила виникнення надмірних бюджетних дефіцитів, важливим джерелом погашення яких залишаються зовнішні запозичення. Відповідно, зростає тягар боргового навантаження. Високий рівень небезпеки характерний для тих країн, які потребують рефінансування щодо попередніх боргових зобов'язань, оскільки реальний сектор економіки в силу таких обставин не забезпечує достатніх надходжень для погашення накопичених боргових зобов'язань без залучення нових позик.

Розвиток подій у світовій економіці у майбутньому залежатиме від того, який шлях виходу із цієї ситуації оберуть найбільш «проблемні» країни. Одним із можливих є варіант рефінансування боргів, що спричинить скорочення бюджетних видатків та прискорення темпів економічного зростання. Іншим можливим варіантом є грошова емісія під погашення боргів, що спричинить зростання рівня інфляції. Можливість рефінансування боргових зобов'язань, насамперед, визначатиметься ситуацією на світовому ринку суверенних боргових цінних паперів. Якщо рівень довіри до таких фінансових інструментів не знизиться, а інвестори продовжуватимуть інвестувати, то є велика ймовірність, що це стане передумовою виходу із сучасної боргової кризи. Адаже у результаті зниження рівня дохідності за борговими цінними паперами знизиться і вартість фінансових ресурсів, що призведе до зменшення кількості ресурсів на рефінансування боргу.

Найбільший рівень проблем пов'язаних із надмірною зовнішньою заборгованістю припадає на такі європейські країни, як Греція, Італія, Іспанія, Португалія та Ірландія. Незначні фінансові труднощі відчу-

ває і Японія. В зону високого рівня ризикованості потрапляють й інші держави, швидкість зростання обсягу боргового портфеля яких перевищує темпи зростання їх економіки. У разі негативного розвитку подій постраждають також і країни-контрагенти.

Щодо країн, що розвиваються, то валова зовнішня заборгованість вперше за останні два десятиліття демонструє низхідний тренд. У період з 2013-2014 рівень валової зовнішньої заборгованості країн, що розвиваються зріс на 10%, тоді як у 2015 знизився на 6% та продовжує скорочуватися [7, с. 4]. Проте, скорочення рівня валової зовнішньої заборгованості в даних країнах відбулося за рахунок знецінення долара США та проведення реструктуризації шляхом анулювання боргу [7, с. 4]. Дана тенденція свідчить про те, що країни, що розвиваються, не спроможні обслуговувати власні рівні зовнішньої заборгованості за рахунок власних темпів економічного зростання.

Проведений аналіз дає підстави зробити висновок, що ймовірними наслідками значного боргового навантаження країн з розвинутою економікою на світову фінансову систему може стати зниження рівня довіри до наявних боргових інструментів з боку інвесторів. Це, в свою чергу, може спричинити зниження рівня ліквідності та зниження темпів розвитку ринку боргових зобов'язань з одночасною переоцінкою ризиків та дохідностей за їх облігаціями в бік зростання.

Таким чином, високий рівень інтегрованості країн з розвинутою економікою у міжнародні економічні процеси має як позитивні, так і негативні сторони та економічні ефекти.

Основним недоліком є те, що економічні проблеми однієї країни, яка має значний економічний потенціал, впливають на рівень функціонування світової економіки загалом. Недотримання умов боргових зобов'язань хоча б однією країною з розвинутою економікою може викликати «ефект доміно», що спричинить брак ліквідності на міжнародному ринку капіталів, що, у свою чергу, створить загрозу майбутніх дефолтів. Саме це є причиною невизначеності на світових ринках, пов'язаної із високим рівнем ризику виникнення боргової кризи в країнах ЄС.

Разом з тим, сучасні боргові проблеми економічно розвинених країн можуть значно вплинути на їх розвиток у майбутньому. Насамперед, це буде пов'язано із зміною руху міжнародних потоків капіталу. На основі останніх подій на світовому ринку боргових цінних паперів, які засвідчують ризик дефолту за борговими зобов'язаннями в економічно розвинених країнах, а також того, що потенціал зростання їх економік значно нижчий, ніж в країн, що розвиваються, міжнародні потоки капіталу можуть мобілізуватись у більшій мірі в країнах, що розвиваються.

Для групи економічно розвинених країн такий розвиток подій може означати втрату економічного лідерства на міжнародній арені. Разом з тим, виникнення труднощів з обслуговуванням рівня зовнішньої заборгованості в країнах, що розвиваються, загрожує суттєвим погіршенням соціально-економічної ситуації та різким сповільненням темпу економічного зростання. Для розвинених країн, значне коливання рівня зовнішньої заборгованості

спричиняє короткострокове сповільнення темпу економічного зростання та погіршення макроекономічної ситуації, тоді як для країн, що розвиваються дана ситуація спричиняє суттєвий фінансовий тягар. Саме тому, визначені тенденції, що спостерігаються у глобальній фінансовій системі, визначають потребу в підвищенні рівня ефективності боргової політики у взаємозв'язку з бюджетно-податковою та грошово-кредитною політиками, що підвищать їх позитивні економічні ефекти для національних економік.

Список використаних джерел

1. Alzoubi E. Audit quality, debt financing, and earnings management: Evidence from Jordan / E. Alzoubi // *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. – 2017.
2. Bourgeon J. On debt service and renegotiation when debt-holders are more strategic / J. Bourgeon, G. Dionne // *Journal of Financial Intermediation*. – 2013. – Vol. 22. – Pp. 353–372.
3. Cecchetti S. The future of public debt: prospects and implications / S. Cecchetti, M. Mohanty, F. Zampolli // *Bank for International Settlements*. – 2010. Retrieved from <https://www.bis.org/publ/work300.pdf>
4. Documents & Reports / World Bank. – 2017. Retrieved from <http://documents.worldbank.org/curated/en/home>
5. Eurostat. Unemployment statistics / Eurostat. – 2017. – Retrieved from http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Unemployment_statistics.
6. General government deficit / OECD Data. – 2017. Retrieved from <https://data.oecd.org/gga/general-government-deficit.htm>.
7. International Debt Statistics / World Bank. – 2017. Retrieved from <https://data.worldbank.org/products/ids>.
8. Krugman P. Nobody Understands Debt // *New York Times*. – 09.02.2015. – Retrieved from http://www.nytimes.com/2015/02/09/opinion/paul-krugman-nobody-understands-debt.html?_r=0
9. Quarterly External Debt Statistics SDDS / World Bank. – 2017. Retrieved from [http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=quarterly-external-debt-statistics/sdds-\(new\)](http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=quarterly-external-debt-statistics/sdds-(new))
10. Treaty of European Union / Council of the European Communities. – 1992. Retrieved from https://europa.eu/european-union/sites/europaefiles/docs/body/treaty_on_european_union_en.pdf
11. World Development Indicators / World Bank. – 2017. Retrieved from <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=NY.GDP.MKTP.CD&country=>
12. Невмержицька О. В. Вплив глобальної фінансової кризи на розвиток національних фінансових систем / О. В. Невмержицька, А. О. Петрик // *Вісник Університету банківської справи Національного банку України*. – 2013. – № 1. – С. 9-15. – Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/VUbsNbU_2013_1_4

References

1. Alzoubi, E. (2017). Audit quality, debt financing, and earnings management: Evidence from Jordan. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. – 2017.
2. Bourgeon, J., & Dionne, G. (2013). On debt service and renegotiation when debt-holders are more strategic. *Journal of Financial Intermediation*, 22(1), 353–372.
3. Cecchetti, S., Mohanty, M. & Zampolli, F. (2010). The future of public debt: prospects and implications. Retrieved from <https://www.bis.org/publ/work300.pdf>
4. World Bank (2017). Documents & Reports. Retrieved from <http://documents.worldbank.org/curated/en/home>
5. Eurostat (2017). Unemployment statistics. Retrieved from http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Unemployment_statistics
6. OECD Data (2017). General government deficit. Retrieved from <https://data.oecd.org/gga/general-government-deficit.htm>
7. World Bank (2017). International Debt Statistics. Retrieved from <https://data.worldbank.org/products/ids>
8. Krugman, P. (2015, Feb 09). Nobody Understands Debt. *New York Times*. Retrieved from http://www.nytimes.com/2015/02/09/opinion/paul-krugman-nobody-understands-debt.html?_r=0
9. The World Bank (2017). Quarterly External Debt Statistics SDDS. Retrieved from [http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=quarterly-external-debt-statistics/sdds-\(new\)](http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=quarterly-external-debt-statistics/sdds-(new))
10. Council of the European Communities (1992). Treaty of European Union. Retrieved from https://europa.eu/european-union/sites/europaefiles/docs/body/treaty_on_european_union_en.pdf
11. World Bank (2017). World Development Indicators. Retrieved from <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=NY.GDP.MKTP.CD&country=>
12. Nevmerzhytska, O. V., & Petryk, A. O. (2013). Vplyv hlobal'noyi finansovoyi kryzy na rozvytok natsional'nykh finansovykh system [The impact of the global financial crisis on the development of national financial systems]. In *Visnyk Universytetu bankivs'koyi spravy [Bulletin of the University of Banking]*: Vol. 1 (pp. 9-15). Retrieved from http://nbuv.gov.ua/UJRN/VUbsNbU_2013_1_4 [in Ukrainian].