

УДК 336.2

Омелянченко М.О.

аспірант кафедри фінансів підприємств і установ,  
Чернігівський національний технологічний університет

## АНАЛІЗ ФАКТОРІВ, ЩО ОБУМОВЛЮЮТЬ ФОРМУВАННЯ ТА ЗРОСТАННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ В УКРАЇНІ

*У статті розглянуто фактори формування попиту на державний борг, акцентуючи увагу на факторах, що обумовлюють зростання рівня державного боргу в Україні протягом 2007–2016 рр. Автором розглянуто динаміку зростання державної заборгованості за період незалежності національної економіки. Крім того, в статті проаналізовано залежність рівня боргу від коливання валютних курсів, рівня бюджетного дефіциту, темпів інфляції і темпів зростання ВВП. У статті містяться рекомендації щодо заходів грошово-кредитної і державної фіскальної політики з метою зменшення впливу макроекономічних ризиків на державний борг, серед яких: зменшення частки державного боргу в іноземній валюті для мінімізації валютного ризику, зниження рівня зовнішньої заборгованості, розвиток фінансового та фондового ринків, зниження дефіциту бюджету, і спрямування інвестицій у фінансування рентабельних проєктів.*

*Ключові слова:* державний борг, фактори впливу, валовий внутрішній продукт, валюта, дефіцит державного бюджету, рівень інфляції.

## АНАЛИЗ ФАКТОРОВ, ОБУСЛОВЛИВАЮЩИХ ФОРМИРОВАНИЕ И РОСТ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА В УКРАИНЕ

Омелянченко М.О.

*В статье рассмотрены факторы формирования спроса на государственный долг, акцентируя внимание на факторах, обуславливающих рост уровня государственного долга в Украине в течение 2007-2016 гг. Автором рассмотрена динамика роста государственной задолженности за период независимости национальной экономики. Кроме того, в статье проанализирована зависимость уровня долга от колебания валютных курсов, уровня бюджетного дефицита, темпов инфляции и темпов роста ВВП. В статье содержатся рекомендации относительно мер денежно-кредитной и государственной фискальной политики с целью уменьшения влияния макроэкономических рисков на государственный долг, среди которых: уменьшение доли государственного долга в иностранной валюте для минимизации валютного риска, снижение уровня внешней задолженности, развитие финансового и фондового рынков, снижение дефицита бюджета, и направления инвестиций в финансирование рентабельных проектов.*

*Ключевые слова:* государственный долг, факторы влияния, валовой внутренний продукт, валюта, дефицит государственного бюджета, уровень инфляции.

## AN ANALYSIS OF THE FACTORS THAT DETERMINE THE FORMATION AND GROWTH OF NATIONAL DEBT IN UKRAINE

Omelyanenko M.

*The article examines the factors that play a part in forming the demand for national debt, factors that determine the increase in the level of the national debt of Ukraine during the period of 2007–2016. Additionally, the article examines the dynamics of growth of national debt during the period of independent*

*national economy. As well, the article reveals the dependency of the level of debt on currency fluctuations, the level of budgetary deficit, the rate of inflation, and the rate of GDP growth. The article offers recommendations in regards to monetary measures, and governmental fiscal policy with the aim of lessening the impact of macroeconomic risks on national debt, among which are: decreasing the fraction of national debt held in foreign currency as to minimise the currency risks, reducing the external debt, developing the financial and stock markets, decreasing the budgetary deficit, and directing investments towards profitable projects.*

**Keywords:** national debt (public interest, government debt), factors of influence, gross domestic product, currency, government budget deficit, level of inflation.

**Постановка проблеми.** Уникнення або/та зменшення негативних наслідків боргової кризи можливе при оперативному житті відповідних заходів грошово-кредитної та бюджетно-податкової політики, які впливають при аналізі факторів, що обумовлюють формування та зростання державного боргу. Дослідження історичних трендів розвитку вимагають постійного оновлення та аналізу.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Дослідженнями факторів впливу на динаміку державного боргу займаються такі вітчизняні науковці як В. Базилевич, Т. Богдан, Т. Бондарук, Т. Вахненко.

Мета статті. Мета дослідження полягає у виявленні та критичній оцінці різних факторів, що лежать в основі формування та постійного зростання розмірів державної заборгованості України як короткострокового, так і довготривалого впливу.

**Виклад основних результатів дослідження.** Державні запозичення в сучасних умовах світової глобалізації та безперерйного руху капіталів є життєво важливим інструментом і необхідним джерелом фінансування дефіциту державного бюджету. Ефективне використання державного боргу може сприяти економічному зростанню і в цілому поліпшенню добробуту та життєвого рівня громадянина.

Державний борг не слід плутати із зовнішнім боргом, який відображає валютні зобов'язання приватного і державного секторів економіки і повинен фінансуватися з валютних надходжень.



**Рис. 1. Фактори, що формують попит на державні запозичення**

Занадто велика залежність від державного боргу збільшує макроекономічні ризики, перешкоджає економічному зростанню та економічному розвитку. Інвестиції на сьогодні є основним компонентом і рушійним фактором економічного зростання національної економіки, який також безпосередньо залежить від обсягів боргової залежності. Приватне інвестування скорочується у країнах з агресивною політикою накопичення державного боргу.

Якщо країна має намір здійснювати державні запозичення на міжнародних фінансових ринках, вона повинна бути платоспроможною, тобто в змозі погашати та обслуговувати свої зобов'язання в майбутньому. Платоспроможність країни залежить від таких факторів, як:

- темпи економічного зростання;
- доходи державного бюджету та сальдо бюджету;
- сальдо зовнішньої торгівлі та платіжного балансу тощо.

Для підтримки платоспроможності та задоволення здатності покриття фінансових зобов'язань на перспективу, уряд повинен ретельно планувати свої майбутні грошові потоки, що забезпечить довіру інвесторів до країни-емітента боргових цінних паперів, підвищить її конкурентоспроможність на фінансових ринках. А це, в свою чергу, впливає на успіх емісії державних цінних паперів і рівень процентних ставок.

Джерела фінансування державного боргу можуть бути класифіковані наступним чином (рис. 2):

- внутрішні і зовнішні джерела за ознакою: резидент чи нерезидент є кредитором уряду;
- офіційні та комерційні.



Рис. 2. Класифікація джерел фінансування державного боргу

Серед вітчизняних офіційних джерел фінансування державного боргу з боку центрального банку варто виділити та проаналізувати монетизацію державного боргу, що призводить до додаткової емісії національної грошової одиниці з потенційними інфляційними наслідками. Монети-

зація використовується у крайніх випадках (війна, революція, неможливість зростання податкового навантаження чи популістські заходи економічної політики з боку уряду), в іншому разі монетизація обмежена чи заборонена на законодавчому рівні в багатьох розвинених країнах світу. Такі обмеження мають за мету захист незалежності центрального банку країни та забезпечення стабільності курсу національної валюти.

Монетизація як джерело фінансування державного боргу, країни найчастіше використовуються в умовах глобальної фінансово-економічної кризи чи проведення урядом слабкої грошово-кредитної політики. Таким чином, центральні банки купують державні цінні папери на вторинному ринку у великих обсягах.

Джерелами фінансування державного боргу можуть бути також урядові фінансові та нефінансові активи, такі як: депозити урядові, доходи від приватизації, профіцит державного бюджету попередніх років, інші фінансові резерви. Проте, більшість країн з розвинутою економікою та ринками, що розвиваються фінансують державний борг за рахунок розміщення ОВДП та ОЗДП на фінансових ринках та прямого запозичення у комерційних банків.

Зовнішнє фінансування також забезпечується як за рахунок офіційних, так і комерційних джерел. Офіційні джерела включають наступні форми:

– кредити міжнародних фінансових інститутів (МВФ, Світовий банк, ЄС, регіональні банки розвитку);

– двосторонні урядові кредити.

Зовнішні джерела фінансування комерційного характеру передбачають:

– доходи від продажу державних активів (приватизація);

– ОЗДП, розміщені на міжнародних фінансових ринках;

– кредити іноземних комерційних банків та інших фінансових інститутів.

Крім класифікації джерел фінансування державного боргу за ознакою резидентства, важливим критерієм залишається валюта запозичення: національна чи іноземна. Ці дві класифікації зовсім не ідентичні. У світі глобалізації та відсутності обмежень для руху капіталу, нерезиденти можуть купувати державні цінні папери уряду в національній валюті (ОВДП), а грошові фонди резидентів, в свою чергу, здатні виступати джерелом фінансування державного боргу в іноземній валюті.

В сучасних умовах інтеграційних процесів на світовому фінансовому ринку, необхідність зовнішніх запозичень, в основному, викликана відсутністю чи недостатністю неінфляційних внутрішніх джерел, низьким рівнем розвитку вітчизняного фінансового ринку чи відсутністю впевненості економічних суб'єктів в майбутній кредитоспроможності уряду.

Проте комерційні зовнішні джерела теж доступні не всім. Лише такі міжнародні фінансові інститути як МВФ чи Світовий банк виступають чи не єдиним доступним джерелом кредитування, проте натомість вимагають прийняття фіскальної програми консолідації урядами позичальниками. Подібні обмеження використовуються і для запозичень у національній валюті. Країни, економіка яких характеризувалася нещодавно високим рівнем інфляції чи гіперінфляцією, можуть отримати кредити лише за умови згоди на сплату високих процентних ставок. Варто розглянути ситуацію первородного гріха [6], коли економічні агенти (державні та приватні) не можуть брати позики у національній валюті через відсутність довіри до національної валюти, високий рівень спонтанної доларизації, як наслідок валютної кризи, гіперінфляції чи інших макроекономічних факторів.

При відсутності сильного рівня недовіри до національної валюти, запозичення в іноземній валюті мають свої переваги, особливо в короткостроковій перспективі, у зв'язку з більш низькими процентними ставками. Міжнародні ринки фінансових інструментів, виражені у світових валютах, також є джерелом дешевших, ніж на внутрішньому ринку, запозичень.

Однак запозичення в іноземній валюті означають створення нехеджованих зобов'язань. При девальвації національної валюти і загальний державний борг в національній валюті (в тому числі, і відношення до ВВП) автоматично збільшується. Відкриття ринку державного боргу в національній валюті для нерезидентів активізує процес його розвитку та підвищує ліквідність і конкурентоспроможність вторинного фінансового ринку. Проте, в разі несприятливих зовнішніх потрясінь, нерезиденти покинуть внутрішній фінансовий ринок.

Тож, інтеграція національної економіки до світового фінансового ринку пропонує безліч переваг, але робить вітчизняний ринок більш вразливим до зовнішніх шоків та залежним від глобального бізнес-циклу.

Незважаючи на всі потенційні переваги зовнішнього фінансування державного боргу, його роль поступово зменшується, що є результатом розвитку фінансових ринків і прагненням досягнення стабільності макроекономічних показників.

Прямий державний борг виникає в результаті необхідності фінансування бюджетного дефіциту. У випадку недофінансування бюджетних витрат та видатків, виникає прострочена заборгованість перед суб'єктами економічних відносин (по оплаті праці, пенсіях, дотаціях тощо). Виділяємо наступні способи погашення та обслуговування державного боргу:

1. Збільшення податкового навантаження на платників податків за рахунок зростання рівня податкових ставок, скасування пільг, впровадження нових податків тощо. В такому разі, уряд повинен прописати та затвердити необхідні зміни в податкове законодавство, що певним чином зменшує ймовірність використання такого джерела фінансування. У випадку використання такого джерела для погашення внутрішнього державного боргу, загальна пропозиція грошової маси залишається на тому ж рівні, однак відбувається перерозподіл фінансових ресурсів між окремими групами економічних суб'єктів, що частково та тимчасово пригнічує сукупний попит. Погашення зовнішнього державного боргу чи його обслуговування таким методом вилучає фінансовий капітал з національної економіки, що зменшує сукупний попит, платоспроможність населення та призводить до зменшення темпів економічного зростання.

2. Випуск урядом (казначейством) казначейських білетів (власних боргових зобов'язань) із статусом законного платіжного засобу. Головними недоліками такого джерела фінансування як бюджетного дефіциту, так і державного боргу є необхідність внесення змін до вітчизняного законодавства та зростання грошової маси та пропозиції грошей на суму казначейської емісії, що активізує процеси збільшення сукупного попиту та загального рівня цін. Саме тому країни з розвиненими економічними системами відмовилися від сеньйоражу.

3. Емісія урядом власних цінних паперів для реалізації на внутрішньому та / або зовнішньому фінансових ринках. Широке застосування цього способу фінансування на внутрішньому ринку пояснюється тим, що вплив на грошову масу та пропозицію фактично відсутній, лише (подібно до першого джерела) відбувається тимчасове пригнічення сукупного попиту через перерозподіл грошової маси між економічними агентами. У випадку емісії облігацій зовнішньої державної позики (ОЗДП) на світових фінансових ринках, виручка, отримана і іноземній валюті, потребує продажу центральному банку, що призведе до зростання його золотовалютних резервів, резервів банківської системи в національній валюті, грошової пропозиції на ринку та сукупного попиту. Для уникнення ланцюговою реакції та нівелювання негативних наслідків зростання грошової маси центральний банк може провести компенсуючі заходи за допомогою операцій на відкритому ринку.

4. Кредитування уряду центральним банком на суму бюджетного дефіциту шляхом купівлі на первинному ринку урядових зобов'язань. Таким чином, уряд може оперативним чином отримати фінансові ресурси для фінансування бюджетного дефіциту, обходячи операції з кредиторами на вторинному ринку. Такий дієвий та швидкий спосіб несе в собі загрозу порушення балансу економічної системи країни.

Стаття 54 закону України «Про Національний банк України» забороняє надання центральним вітчизняним банком кредитів державі: «Національний банк не має права надавати кредити в національній та іноземній валюті, як прямо, так і опосередковано через державну установу, іншу юридичну особу, майно якої перебуває у державній власності, на фінансування витрат Державного бюджету України. Національний банк не має права купувати на первинному ринку цінні папери, емітовані Кабінетом Міністрів України, державною установою, іншою юридичною особою, майно якої перебуває у державній власності [1].

Фактори, що обумовлюють потенційний ризик дефолту національної економіки та які потребують врахування при формуванні та накопиченні державної заборгованості:

- аналіз динаміки державного боргу – стрімке зростання боргового навантаження створює додатковий фактор ризику;
- частка короткострокових інвесторів серед кредиторів (ризик раптового відтоку в разі несприятливого шоку);
- частка нерезидентів серед кредиторів (ризик раптового виходу з фінансового ринку державних облігацій в разі глобальної чи регіональної кризи);
- частка державного боргу, вираженого в іноземній валюті (ризик девальвації національної валюти);
- наявність умовних зобов'язань, особливо у фінансовій та банківській сферах;
- наявність ліквідних фінансових активів (як різниця між валовим та чистим державним боргом);
- податковий потенціал країни та обсяги неподаткових джерел (приватизація, доходи з оренди природних ресурсів тощо);
- рівень розвитку та ліквідність фінансового ринку;
- відкритість уряду, прозорість політики управління державним боргом та наявність повної інформації про стан державної заборгованості;
- структура боргу за строками погашення (ризик виникнення проблеми із пролонгацією державного боргу);
- фінансова репутація національної економіки (аналітична довідка про кризи (фінансово-економічні, банківські), рівні інфляції, гіперінфляції, стабільність та надійність національної валюти тощо);

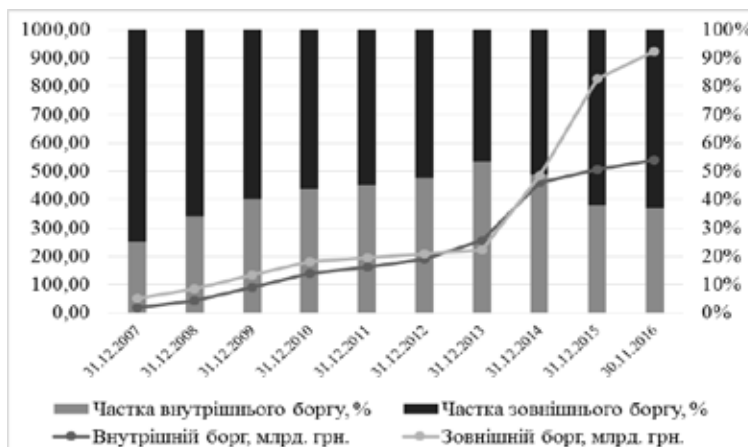


Рис. 3. Динаміка абсолютних та відносних значень державного боргу України за останні 10 років [3]

– політична стабільність та здатність уряду приймати рішення, необхідні для фіскальної консолідації, рівень передбачуваності економічної політики країни;

– ситуація на міжнародних фінансових ринках, зміни в глобальній ліквідності, зміни інвестиційної зацікавленості та активності інвестиційної діяльності, реакція інвесторів на несподівані потрясіння [5].

Для розуміння сутності та природи особливостей боргової політики конкретної національної економіки, варто проаналізувати структуру державного боргу за ознакою походження державних запозичень – внутрішні чи зовнішні (рис. 3, табл. 1), валютою погашення державного боргу – іноземною чи вітчизняною (рис. 4) та комерційним чи офіційним джерелом боргу (рис. 5).

Відповідно до графічного відображення динаміки внутрішнього та зовнішнього боргу, до 2013 року відбувалася тенденція поступового нарощування та переходу до внутрішніх джерел фінансування державного боргу. Однак вже 3 роки, до цього часу, наростають обсяги зовнішнього державного боргу з причин нестабільності макроекономічних показників національної економіки, високого рівня політичного та соціально-економічного ризиків, зростання процентних ставок та рівня інфляції тощо.

**Таблиця 1. Державний та гарантований державою борг України за останні 10 років**

	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011
<b>Загальна сума державного та гарантованого державою боргу</b>	88,74	189,41	317,9	432,3	473,19
Державний борг	71,29	130,69	226,99	323,48	357,27
Внутрішній борг	17,81	44,67	91,07	141,66	161,47
1. Заборгованість за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	9,15	33,52	87,63	138,36	158,29
2. Заборгованість перед банківськими та іншими фінансовими установами	8,66	11,14	3,44	3,31	3,17
Зовнішній борг	53,49	86,02	135,93	181,81	195,81
<b>Загальна сума державного та гарантованого державою боргу</b>	515,51	584,79	1 100,83	1 572,18	1 728,88
Державний борг	399,22	480,22	947,03	1 334,27	1 464,55
Внутрішній борг	190,30	256,96	461,00	508,00	540,70
1. Заборгованість за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	187,26	254,05	458,23	505,36	538,15
2. Заборгованість перед банківськими та іншими фінансовими установами	3,04	2,91	2,78	2,65	2,55
Зовнішній борг	208,92	223,26	486,03	826,27	923,85

*Джерело: побудовано за інформацією з офіційного сайту Міністерства фінансів України [3]*

На рис. 4 подано відсоткове співвідношення державного боргу, номінованого в національній та іноземній валюті. Частка державного боргу, номінованого в національній валюті за 24 роки коливається в межах 15 – 40%. І знову ж таки, у зв'язку з нещодавніми подіями з 2013 року зменшується державний борг в національній валюті у відносному співвідношенні та абсолютних вимірах, тоді як загальна тенденція темпів приросту боргу за валютою суттєво не відрізняється. Однак переважання боргу в іноземній валюті робить національну економіку залежною від світових фінансово-економічних процесів та валютного курсу.

Саме залежність від валютних коливань державного боргу, номіновано в іноземній валюті, яскраво відображена на рис. 5. Потрійна девальвація національної грошової одиниці негативно

вплинула на розміри погашення та обслуговування державного боргу, збільшивши державну заборгованість перед кредиторами, що в кінцевому підсумку може призвести до зменшення золотовалютних резервів НБУ, грошової маси в обігу, боргової кризи.

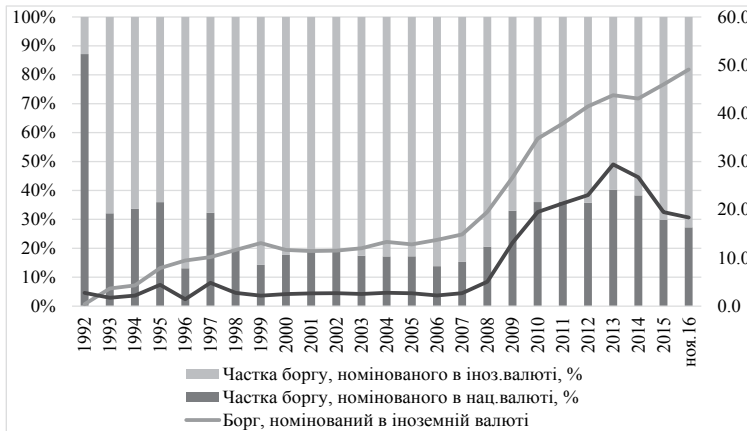


Рис. 4. Динаміка абсолютних та відносних значень державного та гарантованого державою боргу України в розрізі валюти погашення протягом 1992–2016 рр., \$млрд. в еквіваленті [3]



Рис. 5. Динаміка державного боргу в іноземній валюті та валютного курсу за 1996–2016 рр. [3; 4]

На рис. 6 графічно відображено динаміку впливу на державний борг такого фактору як дефіцит державного бюджету за 2007 – 2016 рр., відповідно простежується кореляція між показниками: при зростанні бюджетного дефіциту, зазнає збільшення і показник відношення державного боргу до ВВП.

Наступними факторами впливу на абсолютний та відносний розмір державних запозичень є рівень інфляції та темпи зростання реального ВВП (рис. 7).

Відповідна кореляція між показниками графічно відображена нижче. В цілому, при нарощенні боргового тягаря темпи економічного зростання скорочуються, а рівень інфляції збільшується і навпаки. Маємо циклічний характер взаємозалежності між показниками.



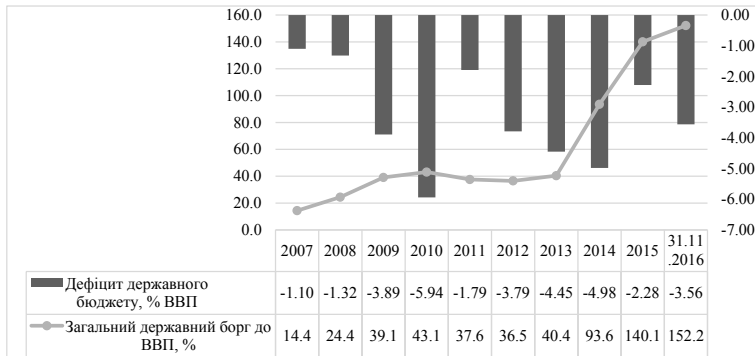


Рис. 6. Динаміка впливу дефіциту державного бюджету на державний борг за 2007–2016 рр. [2; 3]

Політика управління державним боргом повинна враховувати довгострокову перспективу національної економіки. Рішення про щорічні державні запозичення формуються в рамках закону України «Про державний бюджет» на конкретний фінансовий рік і залежно від стану основного фінансового агрегату. Корекція змін плану запозичень можлива протягом фінансового року. Фінансові та податкові ризики можуть призвести до істотного зростання державного боргу порівняно із передбачуваним сценарієм.

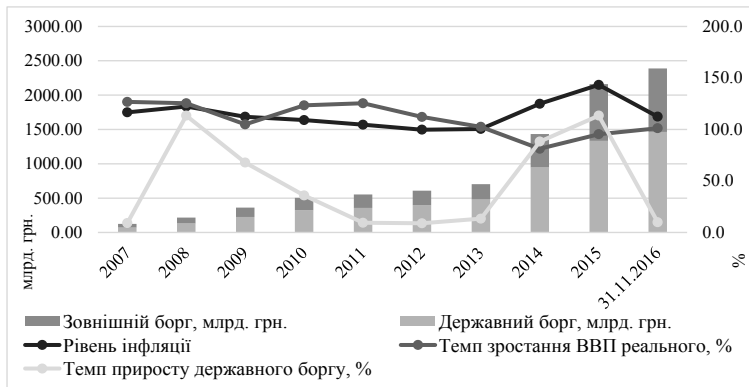


Рис. 7. Динаміка державного боргу відповідно до рівня інфляції та темпів зростання ВВП протягом 2007–2016 рр. [2; 3; 4]

Виділяємо наступні потенційні ризики, які можуть привести до збільшення боргу і державних витрат на обслуговування боргу: ризики рефінансування; ризики обмінних валютних курсів; ринковий ризик (ризик процентних ставок, інфляції); ризик ліквідності; кредитний ризик; операційний ризик; ризики, пов'язані з розподілом витрат по обслуговуванню державного боргу (боргова структура, концентрація зобов'язань тощо).

Для зменшення ймовірності впливу вище перерахованих фінансових ризиків на абсолютний та відносний розміри державного боргу, розглянемо наступні запобіжні заходи:

1. Ризик рефінансування: (переважання частки середньострокового і довгострокового боргу фінансових інструментів на внутрішньому фінансовому ринку; розподіл погашення боргових зобов'язань відносно рівними частинами як протягом звітного фінансового року, так і на пер-

спективу; розширення середніх строків погашення боргових зобов'язань, випущених в цінних паперах).

2. Валютний ризик: (схильність до зниження частки боргу в іноземній валюті; утилізація похідних фінансових інструментів, щоб обмежити наслідки коливань обмінного курсу валют; схильність до переважання державного боргу в національній валюті і використання доларового боргу тільки, якщо фінансування на міжнародному ринку є вигіднішим).

3. Ринковий ризик: (схильність до пролонгації термінів погашення державного боргу; випуск індексованих облігацій (процентні ставки індексації); ризик зміни процентної ставки зовнішнього боргу не ставить під загрозу довгострокову мету мінімізації витрат державного боргу).

4. Ризик ліквідності: (підтримання постійної стійкості грошових коштів на рахунках в Казначействі, що дозволяє амортизацію державних запозичень відповідно до плану; ефективне управління вільними грошовими активами, наявними на казначейських рахунках України відповідно до принципів управління активами і пасивами; консолідація активів в іноземній валюті; використання валютних активів, для активного управління ліквідністю ринку державних запозичень).

5. Кредитні та оперативні ризики: (угоди з похідними фінансовими інструментами здійснювати лише з фінансовими інститутами з високим рівнем кредитного рейтингу; використання фінансових інструментів, що обмежують кредитний ризик; модернізація та удосконалення існуючої інформаційної системи, яка стежить за рівнем боргової стійкості).

6. Ризики, пов'язані з розподілом витрат на обслуговування: (спланований річний та довгостроковий план погашення державного боргу для уникнення ризику високої концентрації рефінансування зобов'язань).

**Висновки.** В процесі написання статті проаналізували динаміку державного боргу за різними класифікаційними критеріями, а також виявили й оцінили деякі з ключових факторів, що обумовлюють формування та зростання державного боргу України в коротко- та довгостроковому періодах. Завдання боргової політики уряду на перспективу полягає у зменшенні частки боргу, номінованого в іноземній валюті задля зменшення валютного ризику, скороченні частки зовнішнього боргу, у розвитку та підтримці фінансового ринку країни для фінансування бюджетного дефіциту через розміщення ОВДП, зменшенні бюджетного дефіциту та спрямуванні боргових фінансових ресурсів в інвестиційні проекти та ін.

1. Закон України «Про Національний банк України» від 1999 року № 29 / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/679-14/print1388908618245277>. – Заголовок з екрану.

2. Сайт Державного комітету статистики України // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>. – Заголовок з екрану.

3. Сайт Міністерства фінансів України // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/news/view/statystichni-materialy-shchodo-derzhavnoho-ta-harantovanoho-derzhavoiu-borhuukrainy?category=borg&subcategory=statistichna-informacija-schodo-borgu>. – Заголовок з екрану.

4. Офіційний курс гривні до іноземної валюти / Сайт Національного банку України // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/kurs/last\\_kurs1.htm](http://www.bank.gov.ua/kurs/last_kurs1.htm). – Заголовок з екрану.

5. Dabrowski M. Factors Determining a 'Safe' Level of Public Debt [Electronic resource]. – Access mode: <https://www.hse.ru/data/2014/04/10/1320215855/Dabrowski.pdf>. – Title screen.

6. Hausmann R. The Polish road to the Euro: An envious Latin American view, paper prepared for the Conference on 'The Polish Way to the Euro' organized by the National Bank of Poland. October 22–23. – 2001.