УДК 338.23

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ: НОВЫЕ УРОВНИ РИСКА

Р.Г. ВОЛКОВ,
научный сотрудник Института
народнохозяйственного прогнозирования
Российской академии наук
E-mail: italyroma@mail.ru
Москва, Российская Федерация

Предмет/тема. *Кризис 2008 г. привел к резкому росту объема государственного долга отдельных развитых стран. Это в свою очередь вызвало увеличение долговой нагрузки мировой экономики и повышение рисков суверенного долга для ее развития. В связи с этим необходимо четкое понимание текущей ситуации и тенденций в сфере государственного долга как указанных стран, так и мировой экономики в целом.*

Цели/задачи. *Задачей является анализ динамики уровня государственного долга развитых и развивающихся стран, а также мировой экономики в целом за последние годы, определение отдельных стран или их объединений с наиболее высокими уровнями государственного долга, оценка долговых рисков и возможностей управления ими.*

Методология. *В исследовании на основе данных международных экономических организаций и методов количественного статистического анализа проанализированы динамика и текущие показатели суверенного долга отдельных стран и регионов мира.*

Результаты. *Показаны динамика государственного долга и текущая структура долговой нагрузки мировой экономики. При общем плавном росте за последние 15 лет выявлено ее смещение от развивающихся стран к развитым странам, а также повышение ее концентрации среди развитых стран мира.*

Выводы/значимость. *Сделан вывод о формировании в глобальной экономике трех полюсов долговой нагрузки: США, Япония и страны еврозоны. При этом США и Япония имеют запас устойчивости и инструменты по управлению и урегулированию своих долгов, в то время как возможности стран еврозоны кажутся ограниченными. Это в свою очередь создает риски как для самого ЕС, так и для мировой экономики в целом.*

Ключевые слова: *государственный долг, развивающаяся и переходная экономики, развитая экономика, долговая нагрузка*

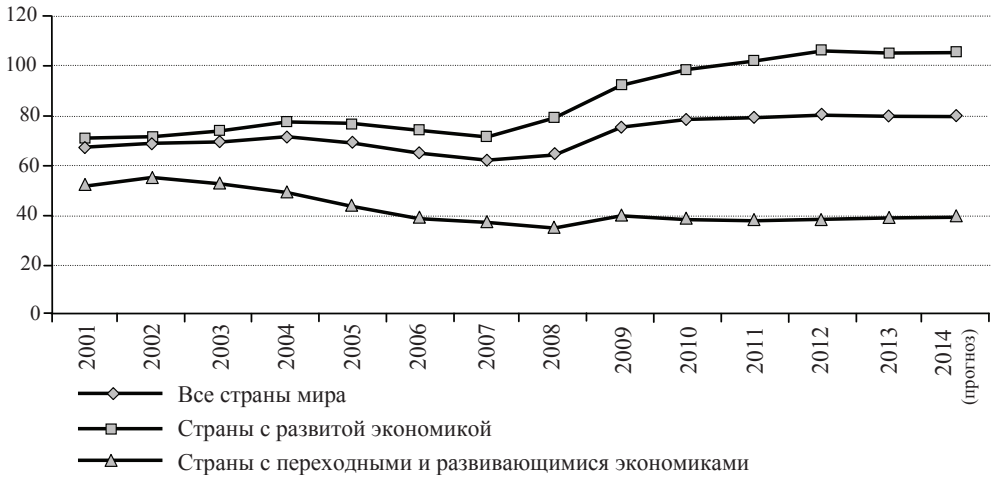
Мировой финансово-экономический кризис 2008 г. привел не только к росту государственных долгов развитых стран мира, но и вывел проблему долговой нагрузки мировой экономики на новый глобальный уровень.

Несмотря на то, что на долговом рынке государство обычно рассматривается в качестве наиболее надежного заемщика, эта надежность никогда не бывает абсолютной. Об этом, в частности, свидетельствует история, буквально наполненная примерами отказов правительств и государств от обслуживания или выплаты долгов (дефолтов) как внутренних, так и внешних (взять хотя бы дефолты 1930-х гг. или долговой кризис 1980-х гг.).

Всего с момента окончания Второй мировой войны до начала мирового финансового кризиса 2008 г. только по внешнему государственному долгу наблюдалось около 150 эпизодов дефолта. Если

рассматривать более близкое нам время, то можно отметить более 80 дефолтов с 1960 по 2011 г. [2].

Вместе с тем нельзя не отметить, что надежность государств как заемщиков со временем росла, и проблема кризисов государственного долга с течением времени все же теряла свое значение в качестве системного риска для глобальной экономики. В том числе это выражалось в смещении явления дефолта в сторону развивающихся стран. Так, среди указанных 82 эпизодов долговых кризисов, включая наиболее масштабные из них в начале 1980-х гг. и в конце 1990-х – начале 2000-х гг.[1], не было ни одного произошедшего в развитой стране (если не считать таковыми Польшу в 1981 г. или Россию в 1998 г.).



Источник: расчеты автора по данным МВФ.

Рис. 1. Уровень государственного долга в мировой экономике в 2001–2014 гг., %

В последние 10 лет перед кризисом 2008 г. дефолты происходили, но имели единичный характер и по-прежнему затрагивали только развивающиеся страны[2]. При этом они не приводили ни к значительному увеличению долговой нагрузки на мировую экономику в целом, ни к заражению долговыми проблемами других стран или их объединений (рис. 1). Уровень совокупного государственного долга показывал лишь незначительное (с 67 до 72% глобального ВВП) повышение в 2001–2004 гг. и чуть более резкое снижение в 2004–2007 гг.

Более того, наиболее интенсивное сжатие относительных объемов госдолга наблюдалось именно в развивающихся[3] странах мира, относящихся к условной группе риска с точки зрения ретроспективной оценки вероятности дефолта.

Такие тенденции, особенно на фоне кризисов государственного долга прошлых лет, позволяли считать данный период относительно ситуации с суверенными долгами одним из самых спокойных за последние десятилетия [2].

Ситуация изменилась с началом кризиса. Если в 2008 г. уровень совокупной долговой нагрузки стран мира составлял немногим более 65% ВВП, то в 2009 г. – почти 76%, в 2010 г. – 78,2%, в 2011 г. – 79,2%, в 2012 г. – более 80% глобального ВВП (см. рис. 1).

Главный фактор такого роста – наращивание государственного долга развитыми странами, прежде всего США, Японией и странами ЕС (рис. 2). В течение 6 лет, с 2008 г. по 2013 г., совокупный уровень долговой нагрузки развитых стран увеличился с 79% до почти 106% ВВП, что позволило ОЭСР оценить текущий уровень долговой нагрузки ее членов как максимальный со времени окончания Второй мировой войны [17].

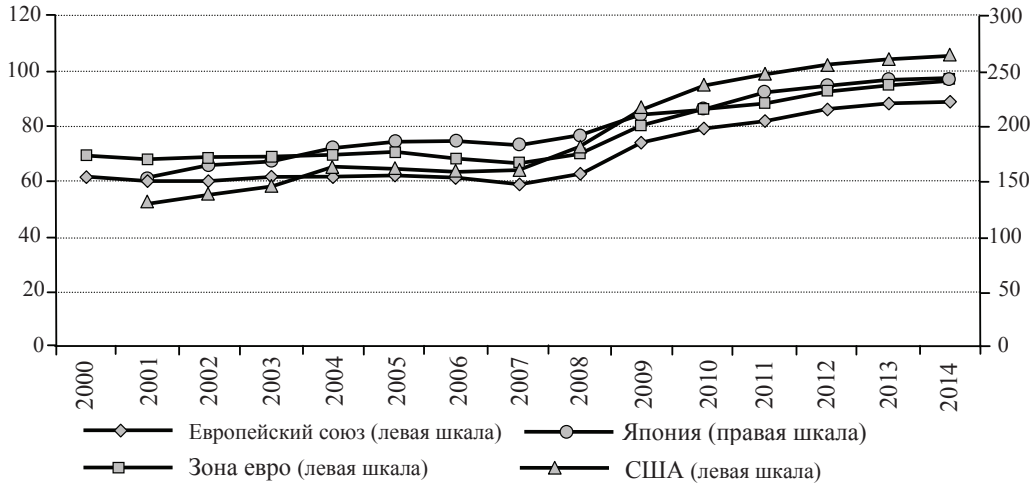
При этом стремительное наращивание уровня государственного долга развитых стран имело место в 2008–2010 гг., а в 2011–2012 гг. этот рост замедлился, но не прекратился. Наблюдаемое в 2013 г. снижение уровня государственного долга развитых экономик с 107 до 106% ВВП является незначительным (оценки 2014 г. свидетельствуют даже о небольшом приросте), поэтому говорить о смене тенденции пока не приходится.

Что касается развивающихся стран, то тенденция снижения ими уровня долговой нагрузки, прерванная в 2008–2010 гг. в связи с кризисом, была возобновлена в 2011 г., и к настоящему времени средний уровень государственного долга стран этой группы по отношению к ВВП в целом вернулся к докризисным уровням.

[1] Россия (1998 г.), Эквадор (1999 г.), Зимбабве (2000 г.), Индонезия (2000 г.), Кения (2000 г.), Аргентина (2001 г.), Нигерия (2001 г.).

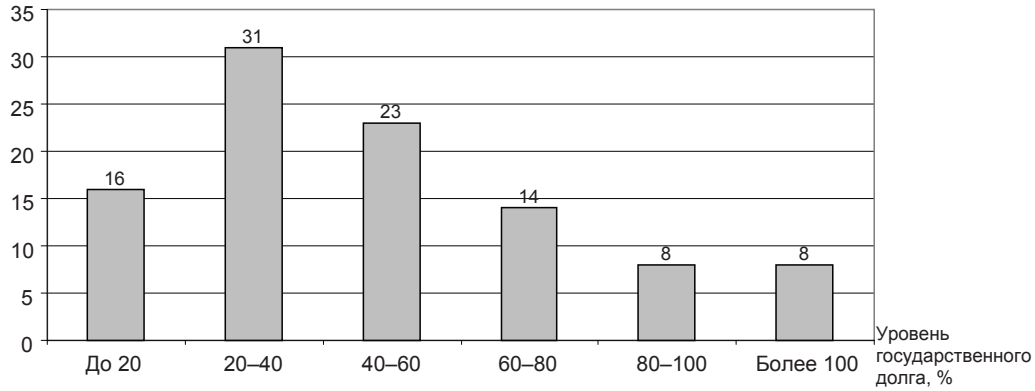
[2] Уругвай (2003 г.), Нигерия (2004 г.), Венесуэла (2004 г.) и ряд других.

[3] Перечни развитых и развивающихся стран определены в соответствии с методологией МВФ и включают 35 и 176 стран соответственно.



Источник: расчеты автора по данным МВФ [20].

Рис. 2. Объем государственного долга США, Японии и стран ЕС в 2000–2014 гг., %



Источник: расчеты автора по данным МВФ [20].

Рис. 3. Распределение стран мира по уровню государственного долга в 2013 г. (от общего количества), %

Таким образом, рост уровня государственного долга в мировой экономике сопровождался перераспределением его бремени от развивающихся стран – к развитым, естественным следствием чего стало наряду с общим ростом долговой нагрузки мировой экономики увеличение ее концентрации.

Количественный анализ[4] показывает, что при росте долговой нагрузки мировой экономики в целом число стран с высокими (более 60% ВВП)[5] относительными значениями госдолга за последнее десятилетие снизилось. Если в 2004 г. было 73 страны с уровнем госдолга, превышающим 60% ВВП, то в 2013 г. их количество сократилось до 53. В результате в настоящее время около 70% от общего количества стран мира имеют госдолг, не превышающий 60% ВВП, еще немногим более одной пятой – от 60 до 100% ВВП, и около одной десятой – более 100% ВВП (рис. 3).

При этом количество стран с уровнями госдолга в пределах 60–80% и 80–100% ВВП за последнее время практически не изменилось, сдвиги произошли в группе стран с экстремально высокими (больше 100% ВВП) показателями уровня государственного долга.

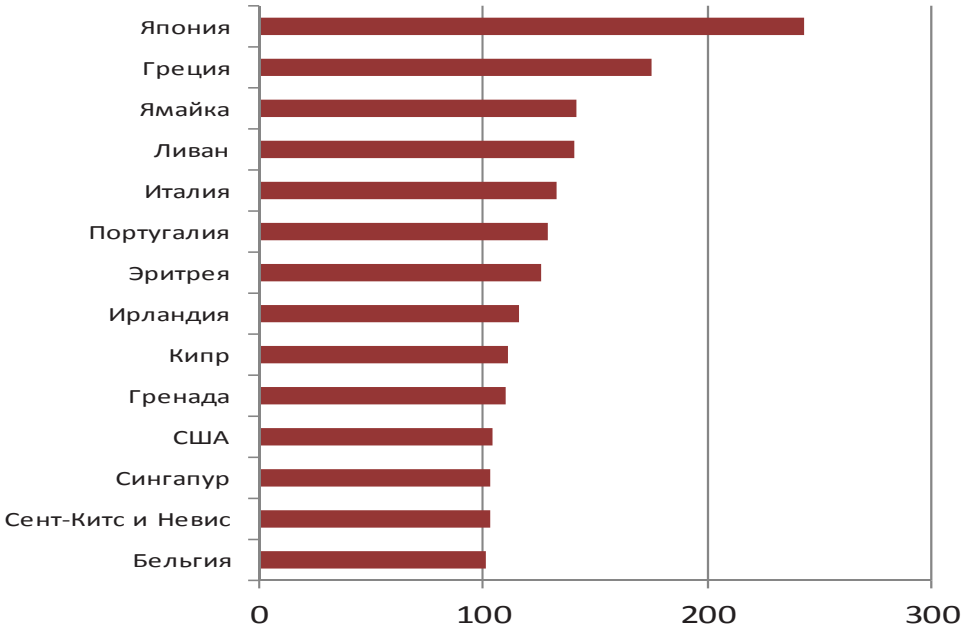
Если 10 лет назад стран с долговой нагрузкой, превышающей объем их ВВП, насчитывалось 31, то в настоящее время – всего 14 (рис. 4).

Однако снижение количества стран с высоким уровнем государственного долга перестает внушать оптимизм, если посмотреть на проблему под иным углом. В 2004 г. на страны с уровнем государственного долга свыше 100% ВВП, из которых было только две развитые страны, приходилось всего 16% глобального ВВП (в пределах многолетней нормы), а в 2013 г. среди аналогичных по уровню государственного долга стран развитых насчитывалось уже восемь, и они в совокупности составляли уже более трети мировой экономики (рис. 5).

Таким образом, риски чрезмерного уровня госдолга в глобальной экономике, ранее распреде-

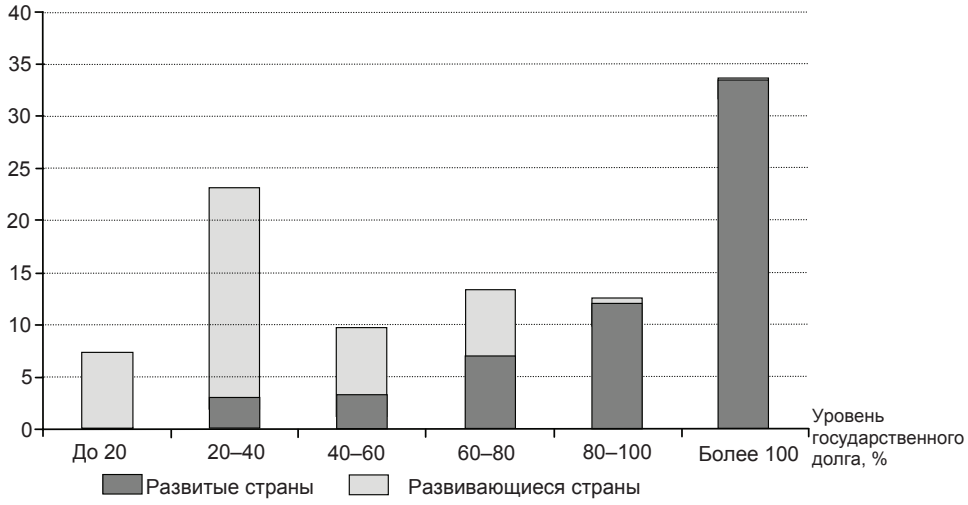
[4] Количественный анализ, а также анализ динамики доходности и срочной структуры государственного долга выполнены в 2014 г. в рамках исследования «Анализ устойчивости государственного долга в современных условиях» в интересах Банка России (государственный контракт от 29.11.2013 № БР-Д-45-5/698).

[5] Этот уровень часто определяется в качестве порогового для устойчивости госдолга (например, такой критерий использует ЕС [1, ст. 104]), поэтому для целей анализа используем это значение.



Источник: расчеты автора по данным МВФ [20].

Рис. 4. Страны с наибольшим уровнем государственного долга в 2013 г., % ВВП



Источник: расчеты автора по данным МВФ [20].

Рис. 5. Распределение развитых и развивающихся экономик по уровню государственного долга в глобальном ВВП в 2013 г., %

ленные между большим числом относительно не крупных, большей частью развивающихся экономик, за последние годы сосредоточились в небольшой группе стран, представляющих значимую часть глобального ВВП.

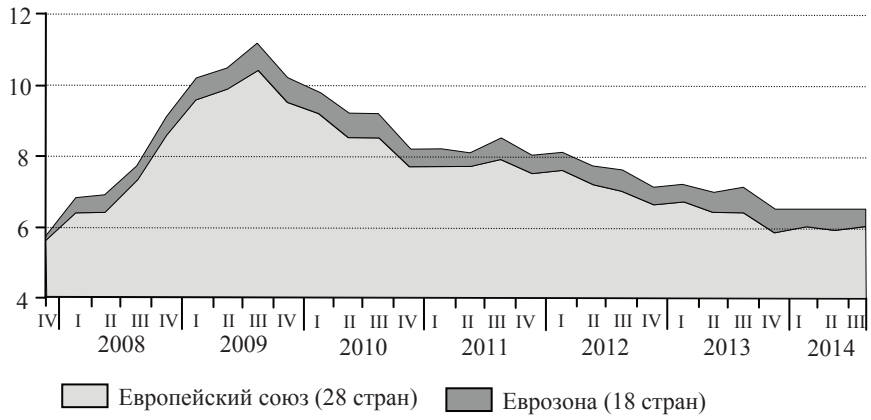
Такое увеличение уровня государственных заимствований произошло за счет быстрого наращивания в 2008–2009 гг. развитыми странами краткосрочного долга, что обеспечило стремительный рост его доли в структуре их долга в тот период. Это усиливало риски сферы государственного долга. Однако необходимо признать, что в последнее время уровень краткосрочных обязательств вернулся к докризисным значениям, очевидно, вследствие постепенной конвертации краткосрочных обязательств в долгосрочные (рис. 6).

Как ни странно, стремительное наращивание задолженности развитыми странами практически не привело также к одновременному росту доходности по их обязательствам во время кризиса. Это не относится к тем странам ЕС, которые находятся в кризисном состоянии (прежде всего Греции и Португалии, в меньшей степени – Италии и Испании), однако доходность гособлигаций таких стран, как Германия и США, демонстрировала нисходящую динамику, которая сохранилась и в последующие годы (рис. 7).

Объяснением подобной динамики могут служить два фактора.

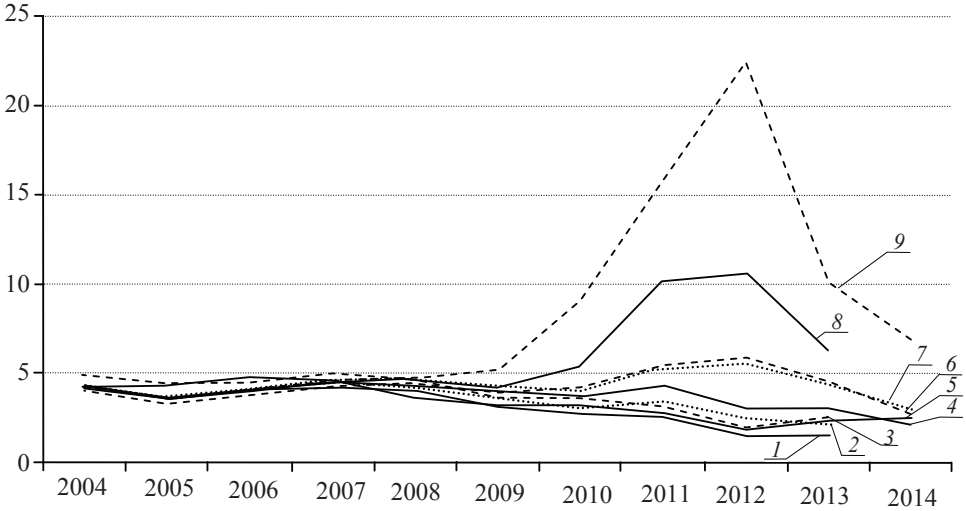
Во-первых, в качестве заемщиков выступали наиболее развитые экономики, чьи долговые инструменты традиционно рассматриваются инвесторами в качестве самых надежных и используются в наиболее консервативных инвестиционных стратегиях (например, при вложениях суверенных фондов, когда доходность в перечне приоритетов уступает надежности).

Во-вторых, характер кризиса, в ходе которого частный сектор и международные товарные рынки (особенно сырьевые, как наиболее волатильные) пострадали раньше и в гораздо большей степени, нежели государственный сектор (собственно, рост государственных заимствований в тот период был обусловлен



Источник: Eurostat [6].

Рис. 6. Доля краткосрочных обязательств в структуре государственного долга стран ЕС и еврозоны в 2008–2014 гг., %



Источник: Международный валютный фонд [20].

Рис. 7. Доходность долговых ценных бумаг отдельных стран в 2004–2014 гг. (среднегодовые значения), %:
1 – Германия; *2* – Франция; *3* – Великобритания; *4* – еврозона; *5* – США; *6* – Испания; *7* – Италия; *8* – Португалия; *9* – Греция

необходимостью финансирования антикризисных программ и поддержки отдельных компаний и секторов экономики). В результате долговые бумаги отдельных стран даже в условиях наращивания ими своего долга выглядели более надежными для вложений, чем другие инструменты, что привело к снижению доходности и, более того, даже достижению ею отрицательных величин. Инвесторы фактически платили за возможность вложения средств в государственные бумаги (например, с отрицательной доходностью размещали свои бумаги Германия, Нидерланды, Франция, Бельгия, Швейцария и Дания).

Таким образом, за последние 5–10 лет в мире сформировались три полюса долговой напряженности: США, Япония и страны ЕС (прежде всего, зона евро). Причем последний представляется наиболее уязвимым из них.

Несмотря на самый крупный среди стран мира абсолютный объем государственного долга (18,1 трлн долл. США с учетом чуть более 5 трлн долл. межправительственных обязательств по состоянию на 31.12.2014), Америка выступает, вероятно, в качестве наиболее стабильного заемщика [18].

Во-первых, объем долга относительно ВВП хотя и превысил его объем последнего, но пока все же не достиг значений, например, Японии (243% ВВП) или Греции (175% ВВП). Если же рассматривать показатель чистого долга, то у США он составит около 85% ВВП.

Эти показатели тем более не выглядят чрезмерными, если учитывать, что современные концепции устойчивости государственного долга[6] допускают достаточно высокие уровни государственного долга для развитых стран. Более того, эти же концепции в последние годы рассматривают проблему устойчивости государственного долга с точки зрения не только его объема, но и других показателей экономики (доходов бюджета, структуры государственного долга, ожидаемых значений ключевых макроэкономических показателей и т.д.).

Во-вторых, возможность эмиссионного финансирования своих обязательств (как внешних, так и внутренних) практически исключает для США вероятность технического дефолта. Это делает американские государственные долговые бумаги едва

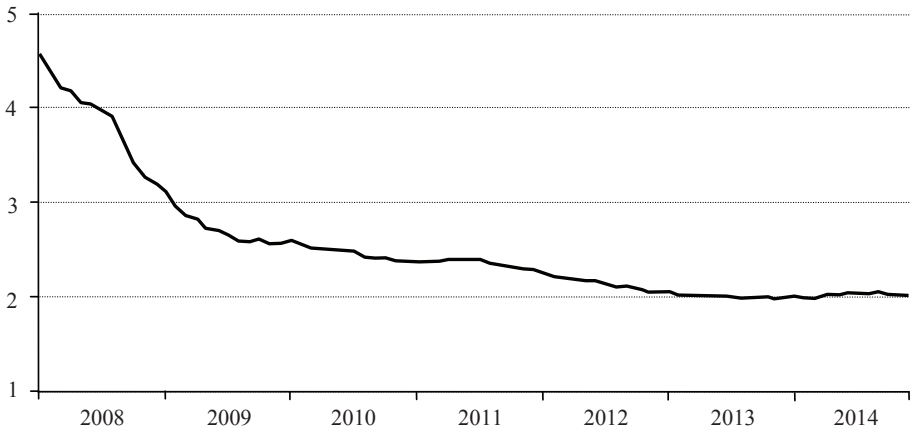
[6] Разработаны МВФ с 2003 по 2013 г. в сторону расширения традиционной оценки устойчивости государственного долга с помощью относительных показателей (отношение долга к ВВП, к доходам бюджета, к экспорту товаров и услуг и т.д.) [15].

ли не самыми надежными по сравнению с аналогами других стран мира.

В-третьих, во многом благодаря предыдущему обстоятельству государственные обязательства США имеют стабильно низкую доходность, в последние годы демонстрирующую понижательную динамику (рис. 8).

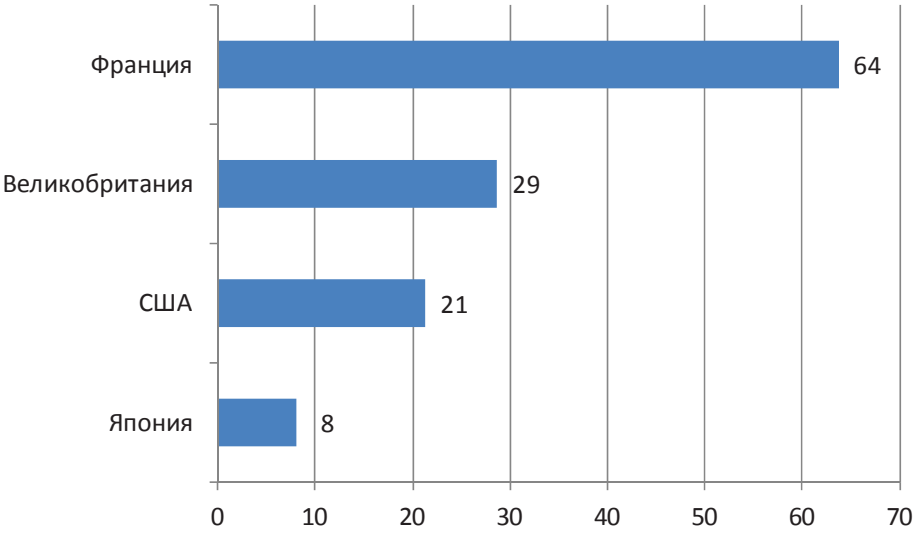
Указанные факторы, а также традиционная гибкость и высокая адаптивная способность американской экономики, демонстрирующей в настоящее время неплохие темпы прироста, позволяют оценивать устойчивость государственного долга США выше, чем у других развитых стран. Речь идет о втором крупнейшем суверенном заемщике мировой экономики – Японии.

Почти 870 трлн иен (7,9 трлн долл. по курсу Банка Японии на 30.09.2014) государственных обязательств делают Японию лидером среди стран мира по относительному уровню государственного долга и второй после США – по его абсолютному объему.



Источник: U.S. Department of the Treasury, Average Historical Monthly Interest Rates [3].

Рис. 8. Среднемесячная доходность рыночных долговых обязательств США (на конец месяца, без учета индексируемых бумаг и бумаг с переменной ставкой доходности), %



Источник: Agence France Trйsor [16], Office National Statistics [8], [19], Bank of Japan [13].

Рис. 9. Доля государственного долга отдельных стран, принадлежащая нерезидентам (по состоянию на середину 2014 г.), %

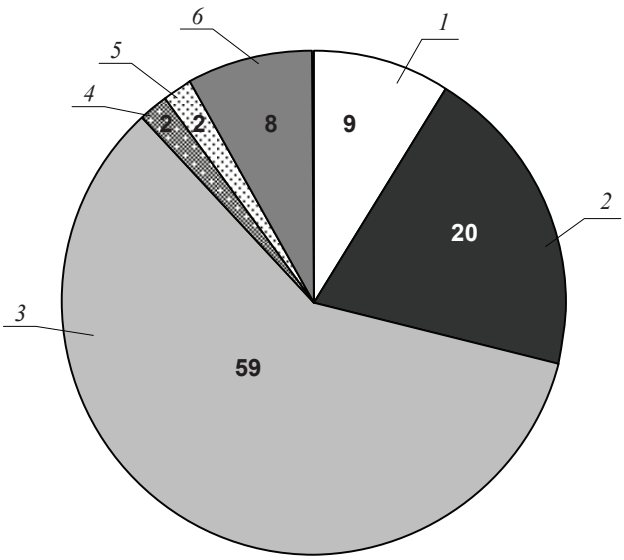
Однако лишь малая его доля (около 8%) принадлежит нерезидентам – меньше объема резервов страны и намного меньше аналогичных показателей других стран с крупным объемом государственного долга (рис. 9).

Большая же часть государственного долга Японии принадлежит внутренним инвесторам, что повышает его устойчивость, несмотря на значительный объем (рис. 10).

Вместе с тем долговые риски Японии все же достаточно высоки. Большая доля внутренних инвесторов делает государственный долг Страны восходящего солнца устойчивым постольку и до тех пор, поскольку и пока устойчива сама японская экономика. Сегодня, однако, в ней сохраняются дисбалансы, оставляющие долгосрочную стабильность под вопросом.

Прежде всего это слабый первичный баланс консолидированного бюджета: первичный дефицит на 2015 г. составляет 13,4 трлн иен, а уровень долгового финансирования – 38,3% [11]. Прогнозы министерства финансов Японии до 2017 г. в различных сценариях предполагают сохранение бюджетного дефицита на уровне 9–13 трлн иен [12].

Вторая крупная проблема – растущий дефицит торгового баланса как следствие снижения ценовой конкурентоспособности японских производителей на внешних рынках. Отрицательное сальдо торговли товарами увеличилось с 32,2 млрд долл. в 2011 г.



Источник: Debt Management Report 2014 [5].

Рис. 10. Структура держателей государственного долга Японии, %:
1 – правительство; *2* – Центральный банк;
3 – финансовые институты – резиденты;
4 – домохозяйства; *5* – прочие; *6* – нерезиденты

до 121,9 млрд долл. в 2014 г., во внешней торговле услугами импорт также на 16,2 млрд долл. превышает экспорт (2013 г.) [10].

За последние годы стране вроде бы удалось разогнать инфляцию и экономический рост в результате структурных и монетарных реформ (политика «трех стрел» премьер-министра Синдзо Абэ). Последовательная политика бюджетной консолидации позволила сократить первичный дефицит бюджета с 23,2 трлн иен в 2013 г. до 18 трлн иен в 2014 г., а уровень долгового финансирования – с 46,3 до 43% [11]. Основная цель правительства – выйти на первичный профицит к 2020 г. [12].

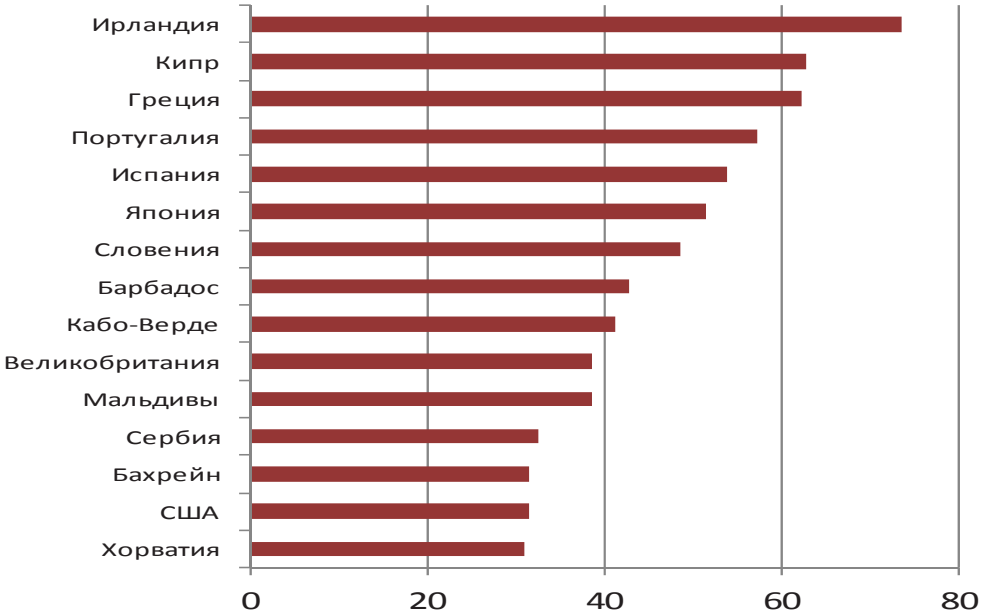
Таким образом, в пользу устойчивости значительного государственного долга Японии говорят два обстоятельства – низкая доля внешних держателей (защита от внешних шоков и больше возможностей правительства управлять долгом) и первые результаты проводимых реформ. Дополнительным фактором устойчивости госдолга страны при высоком уровне долга выступает значительный объем государственных активов, составляющий около 115% ВВП [12].

К сожалению, сильных сторон изучаемой сферы США и Японии лишены отдельные страны ЕС, в то время как ситуация с их государственными долгами, возможно, наиболее напряженная среди развитых стран мира.

Хотя США и Япония являются крупнейшими странами-заемщиками, лидерами по наращиванию государственных заимствований относительно ВВП в последние годы были страны ЕС – Ирландия, Кипр, Греция, Португалия и Испания (рис. 11).

Эти страны, входящие также в зону евро, лишены возможности эмиссионного финансирования долга, а также девальвации валюты для поддержки внешней конкурентоспособности и оказались неспособны справиться с долговыми проблемами самостоятельно.

В итоге ЕС и МВФ предоставили этим странам несколько пакетов финансовой помощи, однако эти меры позволили лишь снизить остроту проблемы (например, Ирландия, добившись первого за много лет снижения относительного уровня государственного долга, смогла отказаться от внешней помощи). Однако в целом проблема остается нерешенной,



Источник: Международный валютный фонд [20].

Рис. 11. Страны с наибольшим приростом уровня государственного долга в 2008–2013 гг., % ВВП

а в отношении Греции она даже приняла форму вопроса о сохранении этой страной членства в зоне евро.

С 2010 г., когда Греция впервые обратилась за внешней финансовой помощью к ЕС и МВФ (тройка кредиторов – Еврокомиссия, Европейский центральный банк и МВФ), ее государственный долг увеличился с 150 до 175% ВВП, достигнув 345 млрд долл. Большая часть греческого государственного долга (более 237 млрд долл., 69%) выражена в долгосрочных внешних займах – это средства, предоставленные Греции ЕС и МВФ в предшествующие годы [7].

Благодаря этой помощи Греции удалось избежать дефолта, однако ни предпринятые с 2010 г. меры экономии, ни шаги по перестройке экономики не привели к ожидаемым результатам.

Так, если принятая в середине 2011 г. Минфином Греции среднесрочная бюджетная стратегия на 2012–2015 гг. предусматривала положительный прирост ВВП с 2012 г., то этот показатель должен был выйти в положительную зону, как ожидалось, только в 2014 г. Уровень безработицы превышает 25%, дефицит бюджета – 10% ВВП, баланс внешней торговли товарами стабильно отрицателен (коэффициент покрытия импорта хотя и демонстрирует повышательную динамику, составил по итогам III квартала 2014 г. всего 0,57).

Такие показатели пока не позволяют Греции урегулировать долги за счет экономического роста. А высокий уровень внешней задолженности и членство в зоне евро лишают страну возможности эмиссионного финансирования своих долгов, равно как и их инфляционного снижения. То, что основная часть долга принадлежит странам ЕС, экономики которых, включая сферу государственных финансов, и без того находятся в непростой ситуации, делает проблему греческого долга системной для всего ЕС.

Таким образом, конфигурация глобальной сферы государственного долга за последние полтора десятилетия претерпела значительную трансформацию, выразившуюся как в росте уровня государственного долга, так и в формировании новых полюсов долговой нагрузки. В широком смысле это развитые страны, в узком – три макрорегиона – США и Япония (за счет значительного абсолютного объема государственных обязательств) и страны ЕС, в числе которых Греция уже несколько лет является центром своеобразной долговой напряженности. И если два из этих полюсов (США и Япония) имеют внутренний запас прочности и инструменты управления своим долгом, то ситуация с Грецией пока представляется неразрешимой, а с учетом структуры ее долгов – рискованной как для самой страны, так и для Европейского союза в целом.

Список литературы

1. Договор о Европейском Союзе (Маастрихт, 7 февраля 1992 г.) (в ред. Лиссабонского договора 2007 г.). Консолидированный текст. URL: http://base.garant.ru/2566557/#ixzz3U03y1Y00.

2. *Рейнхарт К., Рогофф К.* На этот раз все будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства. М.: Карьера Пресс, 2011. 528 с.

3. Average Historical Monthly Interest Rates // TreasuryDirect. URL: http://www.treasurydirect.gov/govt/rates/pd/avg/2014/2014.htm.

4. Consolidated Balance Sheet. December 2014. Bureau of the Fiscal Service. 2015. 5 c.

5. Debt Management Report 2014: analytical review. The Ministry of Finance of Japan, 2014, 179 c.

6. Eurostat. URL: http://ec.europa.eu/eurostat/data/database.

7. Financial Accounts // Bank of Greece. URL: http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Statistics/accounts.aspx.

8. General Government Debt and Deficit. Office National Statistics. URL: http://www.ons.gov.uk/ons/index.html.

9. International Financial Statistics // International Monetary Fund. URL: http://data.imf.org/myprofile?sk=eb9d727b-4dd4-439b-bd85-e4a08f3302f1.

10. International Trade Center. URL: http://www.trademap.org.

11. Japan's Fiscal Condition , Ministry of Finance. 2015. 15 c.

12. Japanese Public Finance Fact Sheet, Ministry of Finance of Japan, 2014. 80 c.

13. JGS Services // Bank of Japan. URL: https://www.boj.or.jp/en/note_tfjgs/jgs/index.htm.

14. Medium Term Fiscal Strategy 2012-2015. Official text: Hellenic Republic Ministry of Finance. Athens, June 2011. 96 c.

15. Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis. International Monetary Fund. 2011. 58 c.

16. Non-resident holdings of Negotiable French government debt securities in third quarter 2014. URL: http://www.aft.gouv.fr/rubriques/who-holds-france-s-debt-_163.html.

17. OECD Sovereign Borrowing Outlook, OECD Publishing. 2014. 136 с.

18. The Debt to the Penny and Who Holds It. URL: http://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/pd_debttothepenny.htm.

19. Treasury Bulletin // Department of the Treasury, Bureau of the Fiscal Service. 2014. 84 с.

20. World Economic Outlook Databases // International Monetary Fund. URL: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/index.aspx.

Financial Analytics: Science and Experience *Economic Policy*
ISSN 2311-8768 (Online)
ISSN 2073-4484 (Print)

NATIONAL DEBT IN GLOBAL ECONOMY: NEW LEVELS OF RISK

Roman G. VOLKOV

Abstract

Importance The crisis of 2008 resulted in a drastic growth in national debt of some developed economies. It therefore caused a rise in global debt burden and a threat to global economic development. In this respect, it is necessary to have a clear understanding of the current trends and situation in relation to national debts of the above countries and global economy as a whole.

Objectives The research aims at analyzing trends and a growth pace of national debts in developed and developing countries, and global economy as a whole for the recent years, identifying specific countries or their alliances that have the highest level of national debt, evaluating debt risks and possibilities to manage them.

Methods Based on data of international economic organizations and quantitative and statistical analysis, I analyze the growth pace and current indicators of sovereign debt in some countries and world's regions.

Results The article illustrates the dynamics of national debt and current composition of debt burden in global economy. Considering a smooth and stable growth for the recent 15 years, I find out that the trend becomes more typical of developed countries, rather than developing ones, and it gets concentrated in developed countries.

Conclusions and Relevance I conclude that the global economy has three debt-laden 'poles', i.e. the USA, Japan and the EU. The USA and Japan demonstrate certain stability margin and have tools to manage and regulate their national debt; meanwhile the EU countries seem to suffer from internal constraints. It creates risks for the EU and global economy as a whole.

Keywords: national debt, developing economy, transition economy, developed economies, debt burden

References

1. *Dogovor o Evropeiskom Soyuze (Maastrikht, 7 fevralya 1992 g.) (v red. Lissabonskogo dogovora 2007 g.). Konsolidirovannyi tekst* [The Treaty on European Union (Maastricht, February 7, 1992) (as amended by the Treaty of Lisbon 2007). Consolidated version]. Available at: http://base.garant.ru/2566557/#ixzz3U03y1Y00. (In Russ.)

2. Reinhart C., Rogoff K. *Na etot raz vse budet inache. Vosem' stoletii finansovogo bezrassudstva* [The Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly]. Moscow, Kar'era Press Publ., 2011, 528 p.

3. Average Historical Monthly Interest Rates. Treasury Direct. Available at: http://www.treasurydirect.gov/govt/rates/pd/avg/2014/2014.htm.

4. Consolidated Balance Sheet. December 2014. Bureau of the Fiscal Service, 2015, 5 p.

5. Debt Management Report 2014: analytical review. The Ministry of Finance of Japan, 2014, 179 p.

6. Eurostat. Available at: http://ec.europa.eu/eurostat/data/database.

7. Financial Accounts. Bank of Greece. Available at: http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Statistics/accounts.aspx.

8. General Government Debt and Deficit. Available at: http://www.ons.gov.uk/ons/index.html.

9. International Financial Statistics. International Monetary Fund. Available at: http://data.imf.org/myprofile?sk=eb9d727b-4dd4-439b-bd85-e4a08f3302f1.

10. International Trade Center. Available at: http://www.trademap.org.

11. Japan's Fiscal Condition. Ministry of Finance, 2015, 15 p.

12. Japanese Public Finance Fact Sheet. Ministry of Finance of Japan, 2014, 80 p.

13. JGS Services, Bank of Japan. Available at: https://www.boj.or.jp/en/note_tfjgs/jgs/index.htm.

14. Medium Term Fiscal Strategy 2012–2015. Official text. Hellenic Republic Ministry of Finance, Athens, June 2011, 96 p.

15. Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis. International Monetary Fund, 2011, 58 p.

16. Non-Resident Holdings of Negotiable French Government Debt Securities in Third Quarter 2014. Available at: http://www.aft.gouv.fr/rubriques/who-holds-france-s-debt-_163.html.

17. OECD Sovereign Borrowing Outlook, 2014. OECD Publishing, 2014, 136 p.

18. The Debt to the Penny and Who Holds It. Available at: http://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/pd_debttothepenny.htm.

19. Treasury Bulletin, Department of the Treasury, Bureau of the Fiscal Service, 2014, 84 p.

20. World Economic Outlook Databases. International Monetary Fund. Available at: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/index.aspx.

Roman G. VOLKOV
Institute of Economic Forecasting, RAS,
Moscow, Russian Federation
italyroma@mail.ru