

REGIONAL ECONOMY. SOUTH OF RUSSIA. 2018 № 3 (21)

Title: REGIONAL ECONOMY. SOUTH OF RUSSIA. 2018. № 3(21) [РЕГИОНАЛЬНАЯ ЭКОНОМИКА. ЮГ РОССИИ 2018. № 3(21)]

ISSN: 2310-1083

Format: Print A4 + Online PDF

Issue: № 3 (21)

Date: 2018

Pages: 164

Articles: 17

Total circulation: 500 экз.

•

○ СОДЕРЖАНИЕ

• 1. ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ ПРОСТРАНСТВЕННОЙ ЭКОНОМИКИ

- Иншакова Е.И. Направления коррекции стратегии развития nanoиндустрии в регионах России с учетом негативного влияния внешней среды
- Пьянкова С.Г., Ергунова О.Т., Митрофанова И.А. Цифровизация экономики: российский и зарубежный опыт
- Шейкин Д.А. Совершенствование институционального обеспечения разработки и реализации региональной кластерной политики [На англ.]
- Пожилова И.В. Стратегическое значение и перспективы институтов развития в российской экономике [На англ.]
- Олейник О.С., Придачук М.П. Тенденции изменения уровня бедности населения России: методы измерения и анализ социально-экономических индикаторов
- **Самоховец М.П., Дяк Т.Д. Перспективы развития внутренних государственных займов в Республике Беларусь**
- Мишулина С.И., Бондаренко Т.И. Методическое обеспечение экологизации стратегического планирования
- Барта Э.К., Салай Ж.Г., Ковач А.Э. Компаративный анализ показателей энергоэффективности современных экологических компьютеров [На англ.]
- 2. УСЛОВИЯ, РЕСУРСЫ, ФАКТОРЫ И МЕХАНИЗМЫ РАЗВИТИЯ ЮГА РОССИИ
- Буянова М.Э., Широ М.С. Анализ эффективности подходов к кластеризации региональной экономики на примере регионов ЮФО

- Казаков М.Ю., Митрофанова И.В. Актуализация методических подходов к пространственно-экономическому анализу хозяйственного комплекса региона аграрно-индустриального типа
- Патракеева О.Ю., Ялмаев Р.А. Инфраструктурные ограничения и перспективы развития транспортных связей на Юге России
- Богачкова Л.Ю., Зайцева Ю.В., Усачева Н.Ю. Оценка влияния структурного фактора на энергоёмкость субрегиональной экономики
- Суций С.Я. Геодемографическая динамика Краснодарского края: реалии и перспективы первой половины XXI века
- Татаринцев М.Е., Юрченко К.Г. Социальный кодекс региона – гарант адресности государственной социальной помощи и поддержки
- Сесина Ю.Е. Компаративный анализ эффективности социальных расходов (на примере Волгоградской области)

- **3. АГРОПРОМЫШЛЕННЫЙ И ПРИРОДОХОЗЯЙСТВЕННЫЙ КОМПЛЕКСЫ ЮГА РОССИИ:**

ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

- Чернова О.А. Факторный анализ водоемкости ВРП регионов Южного федерального округа
- Ревунов Р.В., Ревунов С.В. Направления модернизации механизма управления природопользованием на региональном уровне

DOI: <https://doi.org/10.15688/re.volsu.2018.3.6>

УДК 336.3

ББК 65.261.6

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ВНУТРЕННИХ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЗАЙМОВ В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ

Мария Павловна Самоховец

Кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов,
Полесский государственный университет
samkhvec@rambler.ru
ул. Днепровской флотилии, 23, 225710 г. Пинск, Республика Беларусь

Татьяна Дмитриевна Дяк

Студентка факультета банковского дела,
Полесский государственный университет
tanja22_97@mail.ru
ул. Днепровской флотилии, 23, 225710 г. Пинск, Республика Беларусь

Аннотация. В статье проведен анализ динамики государственного долга Республики Беларусь в абсолютных и относительных значениях и выявлена тенденция его роста на современном этапе. Проанализированы состав и структура внутреннего государственного долга Республики Беларусь по видам эмитируемых государственных ценных бумаг и срокам погашения. Сделан вывод о доминировании в структуре внутреннего государственного долга Республики Беларусь долгосрочных государственных облигаций с процентным доходом, номинированных в иностранной валюте.

Акцентируется внимание на необходимости управления государственным долгом, с одной стороны, для достижения эффективности государственных финансов, с другой – для обеспечения развития финансового рынка за счет активизации инвестиционной деятельности. Авторами подчеркивается необходимость диверсификации портфеля государственных ценных бумаг и предлагается использовать опыт Российской Федерации по выпуску среднесрочных государственных облигаций как перспективную форму внутренних государственных займов в Республике Беларусь.

На основе расчета дюрации обосновано, что покупка среднесрочных облигаций является для инвесторов более выгодной, чем приобретение долгосрочных облигаций. Установлена также привлекательность вложений денежных средств инвестором в покупку среднесрочных облигаций по сравнению с размещением денежных средств в банковский депозит.

Ключевые слова: государственный долг, внутренний государственный долг, источники финансирования государственного долга, государственные займы, государственные облигации, среднесрочные облигации.

Государственный долг является неотъемлемым элементом финансово-экономической системы любого государства. С провозглашением независимости Республика Беларусь (далее – РБ) объектив-

но столкнулась с проблемой недостатка финансовых ресурсов, поэтому с 1992 г. в стране появился государственный долг и начала осуществляться политика в области государственных заимствований.

© Самоховец М.П., Дяк Т.Д., 2018

Согласно Бюджетному кодексу Республики Беларусь, под государственным долгом понимается совокупность долговых обязательств страны, возникших в результате внешних и внутренних государственных заимствований, включая обязательства по государственным гарантиям, предоставленным РБ и предъявленным к оплате [1].

В современной литературе государственный долг классифицируется по различным признакам. Основной его классификацией является деление на внутренний и внешний. Внутренний государственный долг РБ – это сумма основного долга РБ по внутренним государственным займам и подлежащие исполнению обязательства в соответствии с гарантиями Правительства РБ по внутренним займам на определенный момент времени. Внешний государственный долг РБ – это сумма основного долга РБ по внешним государственным займам и подлежащие исполнению обязательства в соответствии с гарантиями Правительства РБ по внешним займам на определенный момент времени [9].

По данным Министерства финансов общая сумма государственного долга Республики Беларусь на 1 января 2018 г. составила 42 172,5 млн белорус. руб. и увеличилась по сравнению с началом 2017 г. на 5 214,5 млн белорус. руб., или на

14,11 % (табл. 1). На внешний государственный долг пришлось 16 726,8 млн долл. США, что на 3 081,7 млн долл. США больше, чем по состоянию на 1 января 2017 г. (или на 22,58 %). Размер внутреннего государственного долга составил 9 175,6 млн руб., сократившись по сравнению с 2016 г. на 1 058,6 млн руб. (или на 10,34 %).

Основным источником возникновения внутреннего государственного долга нашей страны является эмиссия государственных ценных бумаг. Рассмотрим более подробно структуру эмитированных ценных бумаг, образующих внутренний государственный долг РБ (табл. 2).

По данным таблицы 2 видно, что подавляющий удельный вес в структуре внутреннего государственного долга занимают государственные облигации с процентным доходом, номинированные в иностранной валюте (84,42 % в 2016 г.). В целом же по состоянию на 1 января 2016 г. внутренний государственный долг составил 9 744,3 млн руб. и увеличился по сравнению с началом 2015 г. на 4 906,3 млн руб., или более чем в 2 раза.

Известно, что объем внутренней государственной задолженности является показателем состояния экономики страны: чем выше сумма долга, тем сильнее кризисные явления. Однако рост внутренней задолженности не может привести к финансовой несостоятельности, так как

Таблица 1

Динамика государственного долга Республики Беларусь

Период	Государственный долг, всего		Внешний государственный долг		Внутренний государственный долг	
	млн руб.	% к ВВП	млн долл. США	% к ВВП	млн руб.	% к ВВП
01.01.2014	15 400,9	22,4	12 440,8	17,1	3 569,6	5,3
01.01.2015	19 745,5	22,3	12 580,2	16,6	4 838,0	5,7
01.01.2016	32 855,9	32,5	12 446,3	22,7	9 744,3	9,8
01.01.2017	36 958,0	39,4	13 645,1	28,5	10 234,2	10,9
01.01.2018	42 172,5	39,3	16 726,8	30,7	9 175,6	8,6

Примечание. Составлено по: [2].

Таблица 2

Структура эмитированных ценных бумаг, образующих внутренний государственный долг Республики Беларусь

Показатель	2014 г.		2015 г.		2016 г.	
	Млн руб.	%	Млн руб.	%	Млн руб.	%
Внутренний государственный долг, всего	4 838,0	100,00	9 744,3	100,00	10 234,2	100,00
В том числе:	3 100,0	64,08	8 093,0	83,05	8 639,3	84,42
1. Государственные облигации с процентным доходом, номинированные в иностранной валюте	1 678,5	34,69	1 650,0	16,94	1 594,2	15,58
2. Государственные облигации с процентным доходом, номинированные в национальной валюте						
3. Прочие государственные ценные бумаги	59,5	1,23	1,3	0,01	0,7	0

Примечание. Составлено по: [7].

государство может эффективно управлять внутренним долгом при помощи различных инструментов, к которым относится расширение доходной части государственного бюджета либо сокращение расходов, выпуск государственных ценных бумаг, реструктуризация, эмиссионный механизм.

В развитых странах метод финансирования государственных расходов на основе выпуска государственных облигаций широко используется в качестве средства регулирования экономики. Суть данного метода заключается в том, что государством заимствуется часть национального дохода, принадлежащего населению, для обеспечения своих расходов.

В Республике Беларусь государственные ценные бумаги выпускаются в основном для финансирования бюджетного дефицита и по срокам обращения представлены государственными долгосрочными и краткосрочными облигациями.

Состав и объем внутреннего государственного долга Республики Беларусь по срокам погашения представлены в таблице 3.

На рост объема внутреннего государственного долга (с учетом курсовой разницы по облигациям, номинированным в иностранной валюте) в 2015 г. повлиял выпуск и размещение на внутреннем финансовом рынке государственных облигаций на сумму, эквивалентную 5 410,6 млн руб., что на 4 435 млн руб. больше, чем в 2014 г., в том числе:

- государственных краткосрочных облигаций (далее – ГКО) на сумму 45 млн руб.;
- государственных долгосрочных облигаций (далее – ГДО) на сумму 5 365,6 млн рублей.

Таким образом, внутренний государственный долг на 1 января 2018 г. сложился на уровне 9 175,6 млн руб., что составляет 21,8 % от общей суммы государственного долга Республики Беларусь, или 8,6 % ВВП. Внутренний государ-

ственный долг представлен главным образом государственными облигациями с процентным доходом, номинированными в иностранной валюте (более 80 %). По срокам погашения внутренний государственный долг сформирован за счет выпуска государственных долгосрочных облигаций (99,99 %).

Государство традиционно является крупным игроком на финансовом рынке, образуя так называемый бюджетный сектор [8], и от его действий во многом зависит поведение других участников – банковского сектора, субъектов хозяйствования, населения. Поэтому привлечение финансовых ресурсов государством, в том числе политика осуществления внутренних государственных займов, нуждается в постоянном совершенствовании и развитии.

В Республике Беларусь уже накоплен опыт эмиссии как ГКО, так и ГДО. При этом государство, как правило, всегда заинтересовано в заимствовании денежных средств на долгосрочный временной период, который измерялся бы годами. Однако государству при выпуске долгосрочных облигаций следует принимать во внимание целый ряд факторов, таких как экономическая стабильность, темпы инфляции, валютный курс.

Выпуск долгосрочных ценных бумаг имеет успех в странах со стабильной экономикой. В Республике Беларусь рынок ценных бумаг находится в стадии своего активного развития, в основном под влиянием общей экономической ситуации, характеризующейся относительной нестабильностью. В этих условиях при выпуске долгосрочных ценных бумаг риски несут и инвестор, и эмитент. Это связано с тем, что доходность по купонным облигациям устанавливается в момент их размещения через механизм действия цены отсечения, определяемой Министерством финансов.

При установлении цены отсечения на определенном уровне эмитент среди прочих факто-

Таблица 3

Состав и объем внутреннего государственного долга Республики Беларусь по срокам погашения

Виды обязательств	01.01.2015, млн руб.	Удельный вес, %	01.01.2016, млн руб.	Удельный вес, %	Изменение
					16/15 (+/-)
Государственные ценные бумаги, ценные бумаги (до погашения), всего	4 838,0	100	9 744,3	100	+4 906,3
В том числе:	68,5	1,42	0	0	-68,5
1. Государственные краткосрочные облигации					
2. Государственные долгосрочные облигации	4 710,0	97,35	9 743,0	99,99	+5 033,0
3. Прочие государственные ценные бумаги	59,5	1,23	1,3	0,01	-58,2

Примечание. Составлено по: [5].

ров учитывает и прогнозные оценки темпов инфляции на период размещения. Доходность должна в определенной степени коррелировать с динамикой инфляции. При размещении ценных бумаг с фиксированной доходностью эмитент несет высокий процентный риск: при снижении темпов инфляции в период обращения облигаций доходность может оказаться чрезмерно высокой.

Необходимо отметить, что в условиях нестабильной экономики процентный риск несут и инвесторы. При покупке облигаций с фиксированной доходностью инвестор рискует тем, что в период обращения облигаций может произойти ухудшение экономической ситуации и темп роста цен будет выше, чем уровень доходности. Таким образом, значительное влияние на поведение эмитента и инвестора оказывает процентный риск, который может препятствовать заключению долгосрочных соглашений.

Для диверсификации портфеля государственных ценных бумаг Республики Беларусь считаем возможным использование выпуска среднесрочных ценных бумаг как промежуточного варианта между ГКО и ГДО, принимая во внимание их преимущества по сравнению с негосударственными ценными бумагами для инвесторов и используя уже имеющийся опыт Российской Федерации по выпуску облигаций федерального займа [3]. В этом случае выпуск среднесрочных облигаций видится привлекательным и для эмитента, и для инвестора.

Для обоснования экономической эффективности приобретения среднесрочной облигации со стороны инвестора рассчитаем дюрацию облигации, представляющую собой средний период времени, в течение которого инвестор возвратит все вложения, связанные с приобретением облигации, до момента, когда она станет приносить доход. Цена облигации с более длительным сроком до погашения будет иметь более сильную зависимость от процентной ставки, чем цена облигации, выплаты по которой произойдут в ближайшем будущем.

Дюрация позволяет сравнить процентный или рыночный риск по двум облигациям и оценивает чувствительность цены облигации к изменению процентных ставок:

- чем больше дюрация, тем больше процентный риск облигации;
- чем ниже дюрация, тем ниже процентный риск облигации.

Формула расчета дюрации имеет следующий вид [4]:

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{cM}{(1+k)^t} * t + \frac{M}{(1+k)^n} * n}{\sum_{t=1}^n \frac{cM}{(1+k)^t} + \frac{M}{(1+k)^n}}, \quad (1)$$

где c – купонная ставка, M – номинал, k – альтернативная доходность, t – срок до погашения, n – срок погашения.

Формула дюрации подходит для случая, когда выплаты осуществляются один раз в год; если купонные платежи проводятся несколько раз в год, то вместо количества лет в формулу нужно подставить количество купонных платежей. Полученное значение дюрации уточняется путем деления на количество выплат в год [4].

Произведем расчет дюрации с использованием приближенных к реальности условных данных (выпуски государственных облигаций, находящихся в продаже, средние депозитные ставки) (табл. 4). Расчеты осуществлялись с помощью Excel на основании формулы 1.

Таким образом, из произведенных расчетов в таблице 4 следует, что при покупке среднесрочной облигации на срок 3 года показатель дюрации составляет 1,9. Это означает, что инвестор окупит все свои вложения в облигацию через 1 год и 11 месяцев. При приобретении долгосрочной облигации со сроком размещения 5 лет дюрация равна 3. Следовательно, инвестируемые средства окупятся через 3 года. Таким образом, представленные расчеты указывают на то, что с точки зрения инвестора приобретение среднесрочной облигации более выгодно.

Кроме того, для инвестора существует альтернатива размещения денежных средств в банковские депозиты. Для сравнения экономической эффективности приобретения государственных среднесрочных облигаций проведем расчет дохода (накопленный купонный доход) по ним и доход от вклада в банковский депозит для физического лица на условных данных (табл. 5). Расчеты осуществлялись с применением формулы 2 с помощью Excel и депозитного онлайн-калькулятора:

$$\text{НКД} = N * \frac{C}{100} * t, \quad (2)$$

где НКД – накопленные купонные доходы, N – номинальная стоимость облигации, C – процентная ставка купона в годовом выражении, t – срок размещения [6].

Из проведенных расчетов в таблице 5 видно, что для инвестора гораздо выгоднее приобретение облигации, чем вложение денежных средств в бан-

Расчет дюрации для среднесрочной (облигации республиканского займа) и долгосрочной облигаций

Показатель	Среднесрочная облигация (облигация республиканского займа)	Долгосрочная облигация
Номинальная стоимость одной облигации, долл. США	1 000	1 000
Купонная ставка, % годовых	4,4	4,4
Срок размещения, лет	3	5
Альтернативная доходность (размещение денежных средств в депозит), % годовых	2	2
Дюрация	1,9	3

Примечание. Составлено авторами.

Расчет доходов от приобретения среднесрочной облигации и размещения денежных средств в банковский депозит

Показатель	Среднесрочная облигация (облигация республиканского займа)	Депозит
Номинальная стоимость одной облигации, долл. США	1 000	1 000
Ставка, % годовых	4,4	2
Срок размещения, лет	3	3
Налоговая ставка на доход, %	–	13
Доход, долл. США	132	59,95

Примечание. Составлено авторами.

ковский депозит. При этом теоретическим обоснованием выгоды покупки государственных облигаций является то, что по ним более высокая процентная ставка и процентные доходы по облигациям не облагаются подоходным налогом.

Расчеты доказывают оптимальность вложения денежных средств в покупку среднесрочных государственных облигаций с точки зрения инвестора на фоне вложений в долгосрочные государственные облигации или банковские депозиты. Для государства выгодой выпуска среднесрочных государственных облигаций станет диверсификация портфеля государственных ценных бумаг и более быстрое и эффективное управление бюджетным дефицитом в части его внутреннего финансирования.

Таким образом, в ходе проведенного исследования было установлено, что государственный долг Республики Беларусь характеризуется тенденцией к росту. Основным источником возникновения внутреннего государственного долга является эмиссия государственных ценных бумаг, среди которых наибольший удельный вес занимают государственные долгосрочные облигации с процентным доходом, номинирован-

ные в иностранной валюте. Среднесрочные государственные облигации могут выступить перспективной формой государственных займов в Республике Беларусь для обеспечения дополнительного стабильного источника сбалансирования государственного бюджета.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Бюджетный кодекс Республики Беларусь. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: <http://kodeksy.by/byudzhetnyy-kodeks>. – Загл. с экрана.
2. Государственный долг // Министерство финансов Республики Беларусь. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: http://www.minfin.gov.by/ru/public_debt/. – Загл. с экрана.
3. Добрикова, И. С. Рынок государственных ценных бумаг: современное состояние и перспективы развития / И. С. Добрикова ; Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: <http://www.scienceforum.ru/2016/pdf/21400.pdf>. – Загл. с экрана.
4. Дюрация // BankSpravka.RU. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: <http://bankspravka.ru/bankovskiy-slovar/dyuratsiya.html>. – Загл. с экрана.
5. Заключение об исполнении республиканского бюджета за 2015 год // Комитет государствен-

ного контроля РБ. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: kgk.gov.by. – Загл. с экрана.

6. Накопленный купонный доход для инвестора. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: <http://smfanton.ru/fondovaya-birzha/nkd.html>. – Загл. с экрана.

7. Отчет Национального банка Республики Беларусь // Национальный банк Республики Беларусь. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: <http://www.nbrb.by/publications/reporg>. – Загл. с экрана.

8. Самоховец, М. П. Роль финансового рынка в инвестиционной политике / М. П. Самоховец // Белорусский экономический журнал : ежекварт. науч.-практ. журн. – 2016. – № 2. – С. 45–56.

9. Финансы : учеб. пособие / М. И. Бухтик, А. В. Киевич, И. А. Конончук, М. П. Самоховец, С. В. Чернорук ; Министерство образования Республики Беларусь, УО «Полесский государственный университет». – Пинск : ПолесГУ, 2017. – 110 с.

REFERENCES

1. *Bjuzhjetnyj kodeks Respubliki Belarus'* [Budget code of the Republic of Belarus]. URL: <http://kodeksy.by/byudzhetnyy-kodeks>.

2. *Gosudarstvennyj dolg* [Public debt]. *Ministerstvo finansov Respubliki Belarus* [Ministry

of Finance of the Republic of Belarus]. URL: http://www.minfin.gov.by/ru/public_debt.

3. Dobrikova I.S. *Rynok gosudarstvennyh cennyh bumag: sovremennoe sostojanie i perspektivy razvitiya* [Government securities market: modern status and prospects]. URL: <http://www.scienceforum.ru/2016/pdf/21400.pdf>.

4. Djuracija [Duration]. *BankSpravka.RU*. URL: <http://bankspravka.ru/bankovskiy-slovar/dyuratsiya.html>.

5. *Zakljuchenie ob ispolnenii respublikanskogo bjudzhetza za 2015 god* [Republican budget conclusion for 2015]. *Komitet gosudarstvennogo kontrolya RB* [State Control Committee of the Republic of Belarus]. URL: kgk.gov.by.

6. *Nakoplenyj kuponnyj dohod dlja investora* [Accumulated coupon income for the investor]. URL: <http://smfanton.ru/fondovaya-birzha/nkd.html>.

7. *Otchjot Nacional'nogo banka Respubliki Belarus'* [Report of the National Bank of the Republic of Belarus]. *Natsionalnyi bank Respubliki Belarus* [The National Bank of the Republic of Belarus]. URL: <http://www.nbrb.by/publications/reporg>.

8. Samohovec M.P. *Rol' finansovogo rynka v investicionnoj politike* [The role of the financial market in investment policy]. *Belorusskij jekonomicheskij zhurnal*, 2016, no. 2, pp. 45-56.

9. Buhtik M.I., Kievich A.V., Kononchuk I.A., Samohovec M.P., Chernoruk S.V. *Finansy: uchebnoe posobie* [Finance]. Pinsk, Polesie state University Publ., 2017. 110 p.

PROSPECTS OF INTERNAL STATE LOANS DEVELOPMENT IN THE REPUBLIC OF BELARUS

Mariya Pavlovna Samokhovets

Candidate of Economic Sciences, Associate Professor,
Finance Department,
Polessky State University
samkhvec@rambler.ru
Dneprovskoy Flotilii St., 23, 225710 Pinsk, Republic of Belarus

Tatyana Dmitrievna Diak

Student, Banking Department,
Polessky State University
tanja22_97@mail.ru
Dneprovskoy Flotilii St., 23, 225710 Pinsk, Republic of Belarus

Abstract. The article analyzes the state debt dynamics of the Republic of Belarus in absolute and relative values and shows the tendency of its growth at the present stage. The composition and structure of the domestic public debt of the Republic of Belarus by types of government securities issued and maturity dates have been analyzed. The conclusion is made about the dominance of long-term government bonds with interest income denominated in foreign currency in the structure of the internal public debt of the Republic of Belarus.

Attention is focused on the need to manage public debt for two reasons: firstly, to achieve the efficiency of public finances and secondly, to ensure the financial market development through

increased investment activities. The authors emphasized the necessity of government securities portfolio diversification and suggested using the experience of the Russian Federation in the issue of medium-term government bonds as a promising form of domestic government loans in the Republic of Belarus.

It is justified that the purchase of medium-term bonds is more profitable for investors than the purchase of long-term bonds based on the duration calculation. It is also established the attractiveness of investing money into medium-term bonds compared with bank deposits.

Key words: state debt, domestic public debt, public debt financing sources, state loans, government bonds, medium-term bonds.