

**ПРОБЛЕМИ ПРИ ФОРМИРАНЕ НА МЕЖДУНАРОДНИЯ ДЪЛГОВ
ПАЗАР В СЪВРЕМЕННИ УСЛОВИЯ**

доц. д-р Сава Христов Димов
Бургаски свободен университет

**PROBLEMS FORMATION OF AN INTERNATIONAL DEBT
MARKERS IN MODERN CONDITIONS**

Assoc. Prof. Sava Hristov Dimov, PhD
Burgas Free University

Анотация: В научния материал се прави коментар на проблемите на международния дългов пазар в съвременни условия, ролята и мястото на държавния дълг в макроикономическата система, реструктурирането на дълга, публично-държавния дълг на световните финансови „донори“, методиката на Световната банка за показателите на дълга, конверсията на дълга, „Round tripping“, securitization, отписването и изкупуването на дълга, дълговата крива на Лафер. Посочват се сценариите за реструктуриране на дълга на Руската федерация.

Ключови думи: публично държавен дълг, национален дълг, суверенен дълг, брейди план, брейди облигации, дългова крива на Лафер.

Abstract: In scientific material makes a comment on the problems of the international debt market in modern conditions, the role and place of government debt in the macroeconomic system, debt restructuring, public-public debt in the global financial „donors“, the methodology of World Bank indicators of debt conversion of debt, „Round tripping“, securitization, withdrawals and buying of debt, debt Laffer curve. Identify scenarios for restructuring the debt of the Russian Federation.

Kew words: public government debt, national debt and sovereign debt, debt restructuring, Brady plan, Brady bond, debt Laffer curve.

JEL: G15, F3

Държавният дълг, „government debt, national debt and sovereign debt“ играе съществена и многостранна роля в макроикономическата система на дадена страна. Тя оказва влияние както върху отношенията на формиране, обслужване и погасяване на дълговите задължения, така и на състоянието на държавните финанси, паричното обръщение, инвестиционния климат, структурата на потреблението и развитието на международните отношения. През последните тридесет години проблемите на международните дългови задължения са неотменима част от финансовата конюнктура на всяка страна, проблемна област, която контрастира върху нейното вътрешно социално-икономическото положение и международен авторитет. От друга

гледна точка световната финансова практика показва широко използване на международните дългови механизми като политика за финансиране на разходи по бюджетите на страните.

В началото на 70-те години на миналия век се полагат основите за формирането на нова международна финансова система, която „създава“ предпоставки към изграждане на система от международна задлъжнялост на страните. Отправна точка за това може да се счита краха на Бретънуудската система от 1971 г. и първия нефтен шок в 1973 г.¹ В международната валутна практика се застъпва становището, че с началото на тези две събития настъпва ерата на настоящия бум на международните заеми. Големи длъжници се оказват не само развиващите се страни, които нямат нефт, за да редуцират своите дефицити, а и страните, които притежават петрол, за да финансират програмите за разширяване на своите икономики.²

В началото на 80-те години развиващите се страни изпитват трудности, свързани с изплащането на своите международни дългове. Ярък пример е Мексико, който в резултат на дългова криза през 1982 г. официално обяви, че не е в състояние да обслужва своя външен дълг. Още преди това, в годините на първата Великата депресия (1929-33 г.) страни като Италия, Германия, Франция и Великобритания прекратяват изплащане на своите платежи за външни заеми, а САЩ в 1931 г. отлагат погасяването на всички платежи по външни дългове.

От *икономическа гледна точка* държавния дълг е задлъжнялост на държавните органи като резултат от формирането на допълнителни ресурси на страните, по посока на разрешаване на противоречията между финансово-икономически и социални потребности на обществото на основа на международни заеми на парични средства.

От *материална гледна точка* държавния дълг е общата сума на задлъжнялостта на страната по непогасени дългови задължения и неизплатени по тях лихви.

Причина за възникване на държавния дълг е провежданата политика, която не обезпечава балансираност на държавни доходи и разходи, която води до диспропорции, структурни „пукнатити“ („гар“) в платежния баланс на страните. Вследствие на това се появяват бюджетните дефицити, които се превръщат в постоянни явления. Те трябва да бъдат покривани с ликвидни средства, чиято необходимост изисква търсенето на „световни кредитори“ с финансово стабилен статут. Спецификата на тези дълговите отношения е такава, че едната страна от тях е винаги се превръща в „неплатежоспособен длъжник“ (статут на длъжник), който трябва да изплаща своите задължения, съгласно международните правни норми. Следователно, ***държавния дълг е нормално явление във международната финансова практика, неотменим атрибут на всяка монетарна политика.***

Държавният дълг се дефинира също като „неизплатеното, непогасеното задължение на държавата към кредиторите и по всички сключени от нея заеми към определена дата. То е сложно явление с динамичен характер и множественост на факторите, които го определят и последиците от него. Държавният дълг може да се раз-

¹ Виж: *Evolution of the Bretton Woods monetary system.*

² За подробности: Брагинская, Л. С. Государственный долг: анализ системы управления и оценка ее эффективности. / http://fictionbook.ru/author/lada_sergeevna_braginskaya/gosudarstvenniyi_dolg_analiz_sistemi_u/read_online.html?page=1 (2015-11-28)

глежда на основна част (главница) и лихви по нея.³ Среща се още определението, че „държавен дълг, „general government debt“ (национален дълг, публичен дълг) са всички финансови задължения, поети от името и за сметка на държавата при спазване изискванията на законодателството на страната за поемане на държавни финансови задължения или гаранции.“⁴

Държавният дълг се свързва с общо неизплатените заеми на централното правителство, състоящи се от вътрешни (на националните кредитори) и външни (благодарение на чуждестранните кредитори) дългове, направени да финансират своите разходи.⁵

Според Справочник на Централното разузнавателно управление на САЩ, „външният дълг се определя като сума на държавния и частния дълг към погасяване на нерезиденти в чуждестранна валута, стоки и услуги.“

Историята на формирането на световния дълг условно може да се раздели на определени цикли на развитие, а именно:

Първи стадий, „банкова криза“, по продължение на 1980-1985 г. При него преобладаващата част от страните със средни доходи имат задължнялост към основните търговски банки като сумата на задължнялостта често превишава капиталната база на много частни вноски, т.е. доставка на дълг към официалните кредитори. Финансовата общност на този етап е уверена, че дълговата криза е резултат от краткосрочни лихвени проблеми, а оттам - по удължаване на техните падежи. Акцентът се поставя на страни като Бразилия и Мексико. Първият етап на международния процес на преговаряне на дълга се характеризира като "банкова криза". Целта на преразглеждането е, да се намалят текущите задължения на длъжника по обслужването на дълга от отлагането на изплащане на главницата. Тази стратегия е обърната към длъжника, който увеличава общия си дълг и значително увеличава бъдещите задължения по обслужване на дълга.

Характерни особености на този период са:

- ✓ споразуменията за преразглеждане на сроковете на плащанията за основната сума на дълга, преизчислени на всеки 12-15 месеца;
- ✓ пълно и своевременно изплащане на лихвите на длъжниците;
- ✓ предоставяне на нови кредити на длъжниците под влияние на МВФ и правителствата на страните - кредиторки. Средствата се използват за поддържане на текущите изплащания на лихвите по старите дългове;
- ✓ централизация на дълговете в ръцете на неголямо количество длъжници;

³ Ножаров, Вл. Данни от Международния Валутен Фонд за Държавния дълг на България като процент от БВП в периода 2007-2011 г. и прогноза до 2015 г./ <http://www.vladislavnozharov.com/2011/08/данни-от-международния-валутен-фонд-з/> (2015-11-28)

⁴ Цитирано по: *Government_debt*./ https://en.wikipedia.org/wiki/Government_debt (2015-11-28). Изследвания по въпроса се срещат при: Eaton and Fernandez, 1995; Kletzer, 1994; and Panizza, Sturzenegger and Zettelmeyer, 2009; Виж: Panizza, U. and F. Sturzenegger, J. Zettelmeyer. INTERNATIONAL GOVERNMENT DEBT. No 199, June 2010, *The theory of external government debt*, p. 10)

⁵ *What is the national debt? definition and meaning.*/ <http://www.businessdictionary.com/definition/national-debt.html> (2015-11-28)

- ✓ сключване на споразумение между длъжниците и търговските банки-кредитори при условия, продиктувани от МВФ;
- ✓ разчетите са в зависимост от постигнатите съглашения на длъжниците със своите официални кредитори в Парижкия клуб.⁶

Вторият стадий, обхваща периода от 1985 до 1989 г. Той се характеризира с това, че през средата на 80-те години на миналия век, съвкупния баланс на търговските банки се влошава, но е очевидно, че проблемите с длъжниците имат структурен характер. Банките-кредитори преразглеждат условията за реструктуризация на дълга с цел удължаване на периода на погасяване на задълженията и капитализация на лихвата по официални кредитори.

Прилага се стратегията, предложена от тогавашния държавен секретар на САЩ **Джеймс Бейкър (James Baker)** като за поддържане на равнището на инвестирането се заделят нови парични средства. Проблемът със задлъжнялостта на бедните страни, които се развиват, се разделя от задлъжнялостта на големите страни със средни доходи. Авторът предлага да се насърчат длъжниците при изпълнението на своите текущи задължения по обслужването на дълга, като им се предоставят нови заеми за реструктуриране и стимулиране на техния икономически растеж. Основната цел е да се премахнат причините за финансовите проблеми на страните. Допълнителните кредитни ресурси се предоставят от търговските банки и международните финансово-кредитни институции. Характерните особености на плана Бейкър са свързани с експериментите за прилагане на методите за съкращаване и облекчаване на дълговото бреме. На участниците в преговорния процес е предоставено „меню от варианти“, което разрешава на всеки кредитор да избира формата на облекчаване на дълговото бреме на длъжниците;

Третият стадий започва след 1998 г. и се характеризира като „криза на длъжника“. Началото е поставено с изказването на **Николас Брейди (Nicholas Frederick Brady)**, американски политик, 68-ят министър на финансите на САЩ при президентите Роналд Рейган и Джордж Буш. Той призовава към провеждане на „нова стратегия за погасяване на дълга на основа на принципа на съкращаване на задлъжнялостта. Тази стратегия се прилага към страни, които провеждат политика на икономическа стабилизация, приета от международните финансови институции. Застъпва се идеята, че дълговете няма да бъдат напълно изплатени и банките ще понесат загуби.

През март 1989 г. в разгара на световната дългова криза Николас Брейди защитава идеята за частично намаление на вземанията на банките-кредитори. Въвежда се официално конвертируемо обезпечение в размер на 32 млрд. щатски долара, предоставено от Световната банка (12 млрд. долара), Международния валутен фонд (12 млрд. долара) и Японската банка за международно сътрудничество (8 млрд. долара). Капиталовият ресурс е предназначен за редукция на лихви и главници, в диапазона min 31% (за Панама) - max 54% (за Перу) и опрощаване на вземанията на банките от крайно задлъжнели държави, предимно от Третия свят като Венецуела, Уругвай, Аржентина, Бразилия, Доминиканската република, Коста Рика, Нигерия, Еквадор, Мароко, Филипините, Перу, Полша и Русия.

⁶ виж: „Международный кредит и мировая задолженность“. Развитие кризиса мировой задолженности./ <http://fin-result.ru/mirovoj-dolg2.html> (2015-11-28)

Освен посоченото, по плана „Брейди“ („Brady Plan“), длъжниците трябва да приемат под внимание политиката за привличане на инвестиции (преки и косвени). Финансовите суапи от вида „дълг – акции“ ще бъдат компоненти на стратегията. Някои латиноамерикански страни използват други механизми за преоформяне на дълга, като изкупуване на задлъжнялостта или нейното погасяване с доставка на стоки и услуги. Решенията от срещата на лидерите на върха (икономическият самит на G-7, „14th G7 summit“) ⁷ от 1988 г. в Торонто, Канада призовава Парижкия клуб да приеме комплекс от мерки с цел да смекчи бремето на задлъжнялостта на страните. Така наречените „условия от Торонто“ преразглеждат съкращението на дълга, неговото обслужване и продължаване на сроковете за погасяване на официалната двустранна задлъжнялост.

В тесен смисъл, програмата Брейди има отношение към новия формат на преразглеждане на дълга, когато суверенните заеми на неплатежоспособните банки се вписват и конвертират в облигации. *В широк смисъл*, програмата Брейди включва в себе си набор от предписания в областта на икономическата политика, съблюдаването на която, позволява на страните да получават допълнителна финансова помощ. ⁸

Съгласно програмата Брейди, дългът на страните е редуциран индивидуално в конкретни процентни параметри. (Виж Таблица №1)

Таблица №1

Редуциране на дълга, според програмата Брейди

Страна	Дълг по Брейди, в млрд. долара	% на снижение
Аржентина	29.9	35
Бразилия	45.6	35
България	8.1	50
Еквадор	8.0	45
Мексико	33.0	35
Нигерия	5.8	35
Панама	3.5	31
Перу	10.6	54
Филипините	4.5	35
Полша	14.0	45
Венецуела	19.3	35

Източник: Фабоци, Фр. *Финансовые инструменты. Перевод с английского.* „ЭКМО“, М., 2010, р. 301

⁷ Групата на седемте, съкратено G-7 (на френски: *Groupe des sept*, на английски: *Group of Seven*) е група от 7 икономически най-големи държави - Великобритания, Германия (Западна Германия до 1991 г.), Италия, Канада, САЩ, Франция, Япония, които заедно представляват около 65% от БВП в света.

⁸ Фабоци, Фр. *Финансовые инструменты. Перевод с английского.* „ЭКМО“, М., 2010, р. 300

Структурният формат на Брейди облигациите се изгражда както следва:

- дисконтни облигации;
- облигации, продавани по номинал;
- облигации за конвертиране на дълга (DCB) и облигации на нови пари (NMB);
- облигации с първоначално снижение на лихвения процент (FLIRB – Front Loaded Interest Reduction Bond);
- задлъжнялост по процента (PDI – Past Due Interest);
- облигации в покритие на просрочени процентни плащания (IAB – Interest Apgearage Bond), облигации с плаващи ставки (FRB, Floating - Rate Bond) и приемливи проценти (EI – Eligible Interest).

Брейди облигациите (Brady Bonds) са предимно 30-годишни конверсионни държавни дългови ценни книги, деноминирани в щатски долари за секюритизация на задълженията на държави, обявили мораториум по обслужването на външния си дълг. Тези финансови инструменти са емитирани като финансов сценарий, одобрен на Конгреса на САЩ за частично редуциране на претенциите по вземанията (лихви и главници) на частните банки-кредиторки към крайно задлъжнели държави.

В литературата се застъпва становището, че задлъжнялостта в системата на международните финанси трябва да се разглежда от политическа гледна точка, а след това от икономическа и хуманитарна.⁹ В тази връзка, се употребява понятието „геополитика на световния дълг“, което обхваща характеристиките на геополитическата структура на външния дълг. В нея се различават следните „геополитически центрове и регионални лидери“:

- ♦ *регионални лидери*. Това са държави, които потенциално могат да влияят на монетарните политики в своя регион;
- ♦ *геостратегически страни* – високоразвитите страни, които формират политиките зад пределите на своите граници. Разглеждат се като активни и пасивни;
- ♦ *геополитически центрове*. Към тях спадат държавите или регионите, които са разположени на стратегическо местоположение, владеят съответните ресурси, но поради редица причини са принудени да се защитават от интересите на геостратегическите страни.

Финансовата поддръжка от страните-донори на страните, ползватели на дългови задължения се показва в следната таблица.

⁹ *Геополитика мирового долга./ Мировой долг и мировая экономика./ <http://fin-result.ru/mirovoj-dolg19.html> (2015-11-27)*

Таблица №2

Направления на финансова поддръжка

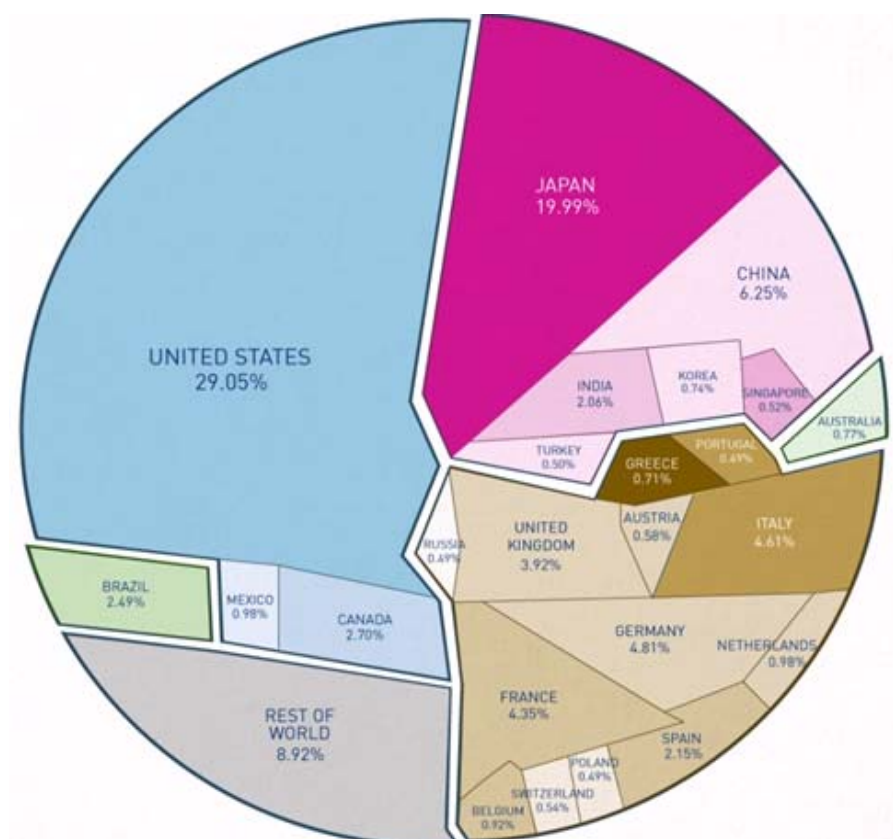
<i>Страна - донор</i>	<i>Страни ползватели на дългове</i>
1] САЩ	Близкия изток, Аржентина, Бразилия, Мексико, Чили, Венецуела, Тайван, Южна Корея (Сеул).
2] Великобритания	Индия, Бангладеш, Индонезия, Малави, Китай, Уганда, Пакистан, Кения, Танзания, Мозамбик, Гана, ЮАР, Непал, Зимбабве, Руанда.
3] Франция	Алжир, Мароко, Гвиана, Тунис, Камерун, Конго, Кот д'Ивоар, Габон.
4] Германия	Полша, Украйна, Литва, Латвия, Естония.
5] Руска федерация	Словакия, Югославия, Белорусия, Куба, Армения, Индия, Китай, Иран, Ефиопия, Ангола, Мадагаскар, Сирия, Йемен.

Източник: *Мировой долг и мировая экономика./ Мировой долг и мировая экономика./*
<http://fin-result.ru/mirovoj-dolg19.html> (2015-11-27)

По данни на Международния валутен фонд към края на първата половина на 2015 г. визуализацията на световния дълг („public government debt“, публично държавния дълг) възлиза на 59.700 трлн. щатски долари. Показателят изключва дълга на граждани и бизнеса в страната, както и нефинансирани задължения, които все още не са технически направени. Посочената диаграма, показва съвкупния световен дълг и относителния дял на суверенните задължения на крупните длъжници.

Диаграма №1

Публично държавен дълг на големите световни „донори“



Източник: Desjardins, Jeff. \$60 Trillion of World Debt in One Visualization. [http://www.visualcapitalist.com/60-trillion-of-world-debt-in-one-visualization/\(2015-08-06\)](http://www.visualcapitalist.com/60-trillion-of-world-debt-in-one-visualization/(2015-08-06))

От диаграмата, могат да се отбележат следните няколко по-конкретни геополитически тенденции, а именно:

Първо, На най-голямата икономика в света, тази на САЩ се пада около 23.3% от брутния вътрешен продукт (Gross domestic product, GDP) в текущи цени, но 29.1% от световния дълг („% of World Deb“). Съотношението на дълга към GDP е 103.4% въз основа на официални данни от МВФ;

Второ, Япония представлява само 6.18% от общото икономическото производство, но притежава 19.99% от световния дълг;

Трето, Частта на Китай, втората по големина икономика в света (и най-големият по други макроикономически показатели) възлиза на 13.9% от световното производство. Данните сочат, че китайската държава притежава само 6.25% от световния дълг, а като съотношение – 39.4% дълг към БВП;

Четвърто, Седем страни от Европейския континент (Обединеното кралство, Италия, Франция, Германия, Нидерландия, Белгия и Испания) са с голям общ публично-държавен дълг равен на 21.74%. Заедно, с изключение на Русия, европейския континент притежава над 26% от общия световен дълг, на второ място след САЩ;

Пето, Комбинирането на дълга на САЩ, Япония и Европа заедно заема около 75% от общия глобален дълг.

Методиката на Световната банка (World Bank) използва редица показатели за външния дълг на националните икономики, по които може да се съпоставя външната задлъжнялост на страните:

Първи показател, *отношение на общата сума на външния дълг към износа на стоки и услуги* (The ratio of total external debt to exports of goods and services – EDIT/HGS). Критическите значения на този показател са $\leq 275\%$, при чийто стойности може частично или пълно да се отписва външната задлъжнялост на страните. Такива ситуации имат Полша и България в началото на 90-те години, като страни кандидати се посочват Виетнам, Албания, Унгария, Турция, Аржентина, Бразилия и редица латиноамерикански, африкански и южноазиатски страни;

Втори показател, *отношение на общата сума на външния дълг към общия вътрешен продукт* (The ratio of total external debt to gross domestic product, или gross national income (GNI) – EDIT/GDP). Счита се, че този показател отразява обслужването на външния дълг. За критическа граница се счита положението $\leq 50\%$. Глобалното съпоставяне на трите континента показва следните съотношения: Европа – 35%, Северна Америка – 25% и Азия – 25% от световния брутен вътрешен продукт;

Трети показател, *отношение на плащания, обслужващи дълга към експорта на стоки и услуги* (The ratio of payments for debt service to exports of goods and services – TDS/XGS). Разходите по обслужването на външния дълг са две плащания, които осъществява длъжникът – основен дълг, процент и комисионна. Критичните граници са около 8.2%. Високи показатели над този праг имат Армения, Казахстан, Унгария;

Четвърти показател, *отношение на плащанията по обслужването на външния дълг към brutния вътрешен продукт* (The ratio of payments for servicing the external debt to gross domestic product – INT/GDP, или GNI). Критичната граница, или средния показател на страните в преходна икономика е около 1.00%. Над тази граница се констатира в Унгария, а най-ниски стойности в Албания и Таджикистан;

Пети показател, *отношение на официалните резерви към общата сума на външния дълг* (The ratio of official reserves to total external debt – RES/EDIT). Той показва, може ли страната да използва своите резерви за погасяване на своя външен дълг? Високи стойности са констатирани в Ботсвана (около 700%), Ливан (390%), Естония (250%), Малта (243.5%) и Латвия (176.5%). Критичните стойности са около минимума;

Шести показател, *отношение на международните резерви към обема на вноса на стоки и услуги* (RES/MGS – the ratio of international reserves to the volume of imports of goods and services). Критичната граница е на минимум;

Седми показател, частта на краткосрочния дълг към общата сума на външния дълг (Short term/EDT – the proportion of short-term debt in total external debt). Средните, критични стойности също клонят към минимум;

Осми показател, частта на дългосрочния дълг към общата сума на външния дълг (Concessional / EDT – the proportion of long-term debt in total external debt). Неговите стойности трябва да клонят към минимум;

Девети показател, частта на дълга на международните организации към общата сума на дълга (Multilateral/EDT – the proportion of debt to international organizations of debt to total external debt), която трябва да клони към min.

Наред с посоченото, някои изследователи застъпват постановката за три начина за измерване на държавния дълг („3 Ways to measure sovereign debt”)¹⁰, която включва изчисляването на:

✓ *Дълг към БВП (Deb-to-GDP).*

Това е типично представяне на националния дълг на страната като съотношение между държавния дълг към brutния вътрешен продукт. В същото време БВП т.ц. представлява сумарната продукция на всяка страна, което не е необходимо да включва данъчните постъпления, които могат да бъдат използвани за погасяване на дълга. Към септември 2015 г. този показател показва следните позиции на страните („Топ-10“): Първа позиция е за Япония – 243%; следват Гърция – 175%; Португалия – 130%; Италия – 129%; Ирландия – 123%; Белгия – 105%; САЩ – 103%; Франция – 92%; Испания – 92%; Канада – 88%. На 11 позиция (място) е Великобритания с 87%, 15 позиция е Германия – 77%; 17 позиция Холандия – 69%; 30 – Австралия (31%);

✓ *Дълг към общите приходи (Deb to Total Revenue Ratio).*

Тази мярка представлява съотношението на държавния дълг към всички държавни приходи (в това число федералните, държавните и общински юрисдикции). Тя дава представа за това, колко данъчни приходи са необходими за погасяване на дълга. Ситуацията по този показател е както следва: „лидер“ е Япония – 822%; Гърция – 522%; Ирландия – 436%; САЩ – 406%; Португалия – 388%; Италия – 302%; Канада – 287%; Испания – 238%; Великобритания – 266%; Исландия – 241%; на 14 позиция е Германия – 210%; 27 – Австралия (113%);

✓ *Дълг към централните държавни приходи (Deb to Central Government Revenue Ratio).*

Тази мярка изключва държавните или общинските приходи, и дава представа за това, колко данъчни постъпления ще бъдат необходими за погасяване на дълга. Тук „класацията“ е както следва: Япония – 2359%; САЩ – 979%; Испания – 940%; Гърция – 777%; Канада – 695%; Германия – 669%; Франция – 611%; Португалия –

¹⁰ Desjardins, J. *By This Measure, the U.S. has the 2nd Highest National Debt.* / <http://www.visualcapitalist.com/by-this-measure-the-u-s-has-the-2nd-highest-national-debt/> (September 24, 2015)

570%; Италия – 569%; Ирландия – 536%. На 11 позиция е Швейцария (493%); 16 – Великобритания (351%); 38 – Австралия (138%).

От преведените актуални данни се забелязват няколко тревожни тенденции, а именно:

- в трите негативни класации преобладават страни от Европейския съюз, включително членове на Еврозоната с водещи икономики и развити финансово-кредитни системи като Германия, Франция, Испания, Нидерландия и други;
- около 82% от всички суверенни дългове се падат на 34 страни от Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD);
- „лидерските позиции“ се заемат от Япония по трите показателя, САЩ – втора позиция по трети показател (Deb to Central Government Revenue Ratio); Гърция, съответно на втора позиция по показател „Deb - to - GDP“, „Deb to Total Revenue Ratio“, четвърта позиция по „Deb to Central Government Revenue Ratio“; Португалия – трета позиция по показателя „Deb - to - GDP“, нета по „Deb to Total Revenue Ratio“ и осма по „Deb to Central Government Revenue Ratio“;
- изключително високите проценти за външна задлъжнялост на страните, особено от Европейския съюз, в диапазона 77% за Германия – 175% за Гърция от БВП, което показва, че голяма част от Европа живее „на кредит“, международна дългова задлъжнялост.

Някои страни използват още показателя *външен дълг на глава от населението* (External Debt per Capita). Например, за 2014 г. средния в света външен дълг на глава от населението е равен на 10284 USD. Този показател в Люксембург е 561 пъти по-голям от средния за света. Страните с най-висок външен дълг на глава от населението са Люксембург – \$5765370; Монако – 561080; Ирландия – 458278; Исландия – 325688; Сингапур – 219296 щатски долара.¹¹

Преструктурирането или преоформянето на външния дълг е сложен, противоречив, но еднозначен процес по трансформиране на външните задължения на страната към международните кредитори. Той се определя като една от формите за реорганизация на условията по дълга. Процес, при който длъжниците и кредиторите се договарят за отлагане на плащанията по дълга – основната сума и лихвите, което трябва да стане в определено време и по съответен график. Преструктурирането на дълга е мярка, прилагана по отношение на длъжниците, които се намират в състояние на дефолт, т.е. те не са способни да обслужват своя дълг.

На практика съществуват множество проблеми, които възникват в процеса на регулирането на дълга. Преструктурирането на външния дълг е възможно при дефолт на различните видове длъжници. То е преговорен процес, в който участие имат международните финансови институции и страната, която е в дефолт. Пример за такава реформа са Брюкселските предложения, които през 2011 г. по молба на кредиторите на Гърция, вземат решение да „изпишат“ 50% от външния дълг на страната. През 1998 г. в резултат на държавен дефолт е преструктурирана междуна-

¹¹ External Debt per Capita - by country./ <http://mecometer.com/topic/external-debt-per-capita/> (2015-11-26)

родната задължнялост по държавните краткосрочни задължения в Руската федерация. Съгласно международното право, държавата-длъжник не може да бъде призната в банкрут, тъй като тя има държавен суверинитет. Преструктурирането на дълга може да се извърши при дефолт на търговската банка. При осъществяване на този процес, тя може да придобие дълговите ценни книжа като прескочи дългите съдебни процедури. *В крайна сметка, преструктурирането на дълга, било то държавен, корпоративен или частен влияе отрицателно на репутацията на длъжника.*

Съвременните методи за управление на външния държавен дълг се подразделят на следните видове:

- конверсия на дълга;
- секюритизация на дълга;
- изкупване на дълга;
- изписване на части или на цялата сума по дълга;
- реструктуризация на дълга чрез използване на други схеми, като например суапови сделки.

Конверсията на дълга представлява преобразуване на дълговите задължения, по които не се изплащат суми в нови задължения. Те подобряват състоянието на длъжника – било то във финансово отношение или в перспектива. Такива операции не водят до изменение на структурата на съществуващите задължения или към получаване на нови кредити. По своето функционално предназначение конверсията се разделя на следните три типа:

- ✓ превеждане на дълга в местна валута (суапове „дълг-акции“, „дълг-дълг“, „дълг-ресурси“);
- ✓ директен обмен на активи чрез суаповете „дълг-неизплатени дългови изисквания“, „дълг-местен дълг-финансова реструктуризация“;
- ✓ размяна на стоки и услуги, чрез суаповете „дълг-стоки“, „дълг-експорт“.

Смята се, че конверсията на дълга изпълнява две функции – управление на задължнялостта и стимулиране на инвестициите. Наред с това, конверсията е скъпа реформа, която изисква значителни разходи, свързани с инфлацията, като например емисия на нови пари за нейно финансиране и риска. В тази връзка механизмът, който се използва от местни и чуждестранни инвеститори за получаване на краткосрочни печалби в резултат на валутни споразумения е известен като „*раунд-трипинг*“ („*round tripping*“) – покупка на ценни книжа за следваща продажба за кратък период от време, идвайки от превода „отиване и връщане“. То се разбира като вид лихвен арбитраж – получаване на кредити и тяхното инвестиране в депозити за получаване на печалба от лихвените процентни ставки (например Великобритания); или покупка на ценни книжа, стоки, опции или фючърсни контракти с последваща продажба в течение на кратко време. С други думи, третира се като „форма на пряка чуждестранна инвестиция“.¹² Среща се още като „*round-trip trading*“ – за сделки, които се извършват достатъчно често и включват акции и облигации. Инвеститорите често прибягват до подобно нещо, като следят търгувания обем и цената на активите.

¹² Виж за подробности: *ROUNG TRIPPING. Census and Statistics Department Hong Kong, China. September, 2004, p. 2*

Другият начин е „заблуждаваща търговия“, тъй като тя увеличава приходите на структури, които участват в нея.

Размяната на дълг за акции от страна на длъжниците се подразделя на споразумение между частните длъжници и кредитори; и чрез споразумение между частните кредитори и юридически лица от държавния сектор или държавата като кредитополучател. Значителни операции по конверсия на държавни дългове са проведени в Чили, Аржентина, Бразилия, Мексико, Филипините, Венецуела, Нигерия и други страни.

Конверсията на дълга в ресурси се разглежда като покупка на дълг на основата на „пренасяне в жертва“ – предаване на дълга на международни благотворителни организации като посредник с условие за по-нататъшно погасяване.

Конверсията на дълга в експорт на стоки се разглежда, когато страната длъжник предполага погасяване на задължения във формата на получаване на права по реализацията на стоки по установена цена. Част от сумата по реализацията се възвръща на длъжника, а оставащата част принадлежи на кредитора за сметка на погасяване на задлъжнялостта.

Секюритизацията (securitization) се определя като процес на финансиране и рефинансиране на активи, носещи доходи за сметка на тяхното преобразуване в ликвидна форма – облигации или други ценни книги. Ролята на такива книжа изпълняват средно и дългосрочни дългови задължения, които са резултат от извършени кредитни операции, влизащи в портфейлите на банки и кредитно-финансови институции. Обект на секюритизация на дълг се явяват такива активи, които имат дълъг период на кредитиране, ниски рискове и предсказуеми парични потоци.

Същността на схемата се заключава в това, че потенциалните кредитополучатели формират пакет (пул) от однородни активи, за емитиране на дългови задължения. Те са структурирани по определен начин, като техния притежател има право на определена част от доходи, които генерира този пул. Секюритизацията представлява процес на емитиране на ценни книжа, обезпечение по който са ипотечни и други кредити. *Следователно, секюритизацията на дълга е превръщане на неликвидните финансов инструменти в нови ликвидни с по-добри характеристики в перспектива.*

Механизма на секюритизацията, се появява за първи път в САЩ преди около 30 години. Той се смята като нов етап във финансовата индустрия, задължителен елемент от дейността на банковия и финансовия сектор. Секюритизацията може да постигне успех, ако се разделят и изолират активите, които са рискови от своя първоизточник. Създава се механизъм, който се основава на нови финансови инструменти за генериране на приходи. Те ще се използват за изплащане на дълговите задължения на страните. Класическият вариант на секюритизация предполага избор на ценни книги, емитирани от определено юридическо лице или от самия емитент, които ще бъдат реализирани на международните финансови пазари. Секюритизацията може да се дефинира и като процес за обособяване на портфейли от неликвидни финансови или материални активи, които се групират по определен начин и срещу тях се издават нови ликвидни ценни книги, най-често акции и облигации. Те от своя страна се предлагат за закупуване от определен кръг на инвеститори. По принцип инициатор на такава трансакция е финансово-кредитната институция, която използва дружество за инвестиционна цел.

Процесът на секюритизация се стимулира от въвеждането във финансовата практика на „транзитни ценни книги“ (“mortgage pass-through securities”), създадени

по примера на Правителствената национална ипотечна асоциация в САЩ.¹³ Те са едно нововъведение на международните ипотечни пазари и секюритизацията означава, че ипотеките ще се търгуват като всички други ценни книги.

Досрочното обратно изкупуване на дълга има най-малко две ограничения, свързани с размера на валутните резерви на страните-дебитори и позицията на кредиторите по въпроса на изкупуването на отделните части на дълга. Секюритизацията разрешава тези ограничения, тъй като представлява механизъм за емисия от дебиторите на нови задължения във вид на облигации, които ще разменят стария дълг, или ще се продават на открития пазар. Така, че всеки кредитор (длъжник) ще секюритира своите активи или дългове, а успехът на сделката ще зависи от готовността на пазара да поеме допълнителен риск; състоянието на финансите на длъжниците от гледна точка на обслужване на новите задължения, източника на новите възможности по обслужване на дълга и най-вероятно от политически мотиви.

Сред основните видове ценни книги, с които се преоформя държавния дълг се открояват две основни групи, а именно:

- ♦ чуждестранни облигации, които се издават от нерезиденти на вътрешния пазар на чужда държава;
- ♦ средно и дългосрочни еврооблигации в евро, които се емитират за разполагане на европазарите сред чуждестранните инвеститори.

Защитавайки тезата, че „секюритизацията на активи, прилагана правилно, представлява ценен алтернативен източник на ликвидност и финансиране за банките-инициатори и в зависимост от приложимата транзакционна структура може да бъде източник на други ползи (управление на риска, освобождаване на капитал и др.)“, авторката д-р Ваня Иванова е на мнение, че секюритизацията е една от най-значимите съвременни финансови иновации.¹⁴

Прежеждат се статистически данни, според които „през последните петнадесет години преди глобалната финансова криза от 2007-2009 г. пазарите на секюритизационни продукти отбелязаха безпрецедентен ръст, в резултат на разширяване на приложението на секюритизационната технология по отношение на спектъра от инициатори, структури, активи, инвеститори и други пазарни участници. В този период обемът на секюритизирани активи и ценните книжа, базирани на активи (ЦКБА) нарасна съществено, като за мащабите на секюритизационната активност може да се съди по стойността на емитираните такива книжа: само през 2006 г. са емитирани ЦКБА за 2.456 трлн.евро в САЩ и 481 млрд.евро в Европа (върхови стойности преди кризата). Общата стойност на намиращите се в обръщение секюритизационни продукти към края на 2014 г. е: 1.4 трлн. евро на европейския пазар и 6.4 трлн. евро в САЩ (AFME (2014)).“

Следователно, **секюритизацията е технология за финансиране и прехвърляне на рискове, достъпна за по-широк кръг инвеститори.**

¹³ *Government National Mortgage Association, GNMA или Ginnie Mae (Виж за подробности: Боди, Зви. Ал. Кейн и Ал. Маркъс. ИНВЕСТИЦИИ. Трето издание, „Натурела“, С., 2000, р. 17-19)*

¹⁴ *Иванова, В. Секюритизацията на активи – ползи и разходи за търговската банка – инициатор. Дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен „доктор“ по научната специалност 05.02.05. „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“, С., 2015, р. 2*

В контекста на разисквания проблем, Европейската централна банка (European Central Bank) и Банката на Англия (Bank of England) в бъдеще ще предприемат съвместни усилия за стимулиране на кредитирането чрез съживяване на финансови схеми, критикувани за ролята си в кризата от 2008 година. Става въпрос за разграничаване на висококачествения дълг на еврозоната от лошите секюритизирани ипотечни кредити в САЩ, които са в основата на финансовия колапс през 2008 г. Въпреки че, в Европа има много по-ниски нива на изпадане в неплатежоспособност по този тип активи, търговията с тях е значително свита в резултат на финансовата криза. Според данните на агенция Standart&Poor's едва 1.5% от съществуващите през 2007 г. секюритизирани активи в Европа са били обявени в неплатежоспособност спрямо 18.4% в САЩ.

Секюритизацията днес страда от наложената стигма¹⁵, която води до отбягването ѝ от инвеститорите и консервативно отношение от страна на регулаторите. Секюритизираните активи могат да се основават на пакетирани на всякакъв вид заем – от ипотека до кредитни карти, и се използват от банките като инструмент за финансиране. Продажбата на секюритизации ще освободи повече средства, с които да бъде възстановено кредитирането на бизнеса и домакинствата. Въпреки ниските лихви и изгодните дългосрочни кредити, предоставяни от ЕЦБ на банките в еврозоната, кредитирането в региона не се възстановява, което затруднява започналото икономическо възстановяване.

Преструктурирането на външната задлъжнялост се провежда и чрез *процедурата на изкупуване на дълга*. Тя представлява покупка от страна на дебиторите на дългови задължения на открития пазар със значителна отстъпка (дисконт). Отделните длъжници притежават съществени златно-валутни резерви или могат без особени усилия да нараснат за сметка на износа, а дълговете на тези страни се отнасят към числото на съмнителните кредитори, като се продават на открития пазар със значителна отстъпка. Така за дебитора се получава изгодно положение да изкупи своите дългове с голям дисконт, на частична стойност. Това на практика означава, че част от дълговете към кредиторите са опростени.

Обратното изкупуване може да се извърши само ако страната не е изправена пред трудности при плащането на дълга си и има добра репутация сред кредиторите от Парижкия клуб. Плащания, свързани с обратното изкупуване се съгласуват с условията на програмите на МВФ за страната.

Такова решение на проблема с външния дълг се усложнява от две обективни обстоятелства. Първото е свързано с „принципа на приоритета“, т.е. с ползите за погасяване на дългогодишен дълг, тъй като кредитополучателят ще се опита да изкупи задължението с най-висока отстъпка. На второ място, налице е „ефекта на обратна селекция“, когато високи обезщетения получават най-бедните кредитополучатели, чиито дългове се търгуват с високи отстъпки. Тези трансформации по изкупуването на дълга не могат да се осъществят, ако водят до загуби в способността на длъжника.

Следователно, обратното изкупуване на дълга може да завърши при положение, че страната има добра репутация сред кредиторите от Парижския

¹⁵ *Стигма, Stigma* (на гръцки „στίγμα“ – знак, клеймо, татуировка, петно)

клуб, съгласувано е с програмите на МВФ и тя не се сблъсква с трудности по изплащането на своите дългови задължения.

В този ред на мисли, Европейската централна банка започна мащабната програма¹⁶ за изкупуване на държавни облигации, в която предвижда да инвестира 1.1 трилиона евро до септември 2016 г. За целта финансовата институция печата нови пари, а резултатът от това трябва да е стимулиране на инфлацията и икономиката на страните от еврозоната. Държавните облигации ще се изкупуват през централните банки в съответните държави, т.е. ще бъдат „активни на финансовите пазари“. Мандатът на Европейската централна банка ѝ забранява да финансира пряко страните от еврозоната, поради което това изкупуване се извършва на вторичния пазар на облигации. Тя гарантира, че няма да купува акции, оценени като лоши от водещите международни рейтингови агенции. Изключение се прави само за облигации на държави, изпълняващи стриктно програмата за подобряване на финансовото си състояние, което на този етап изключва облигациите на Гърция и Кипър. Сред най-търсените и купувани облигации са италиански, белгийски и френски държавни ценни книги с матуритет между 5 и 7 години.

Всеки месец за обратно изкупуване на такива облигации, Европейската централна банка планира да влага по 60 млрд. евро. Стартирането на програмата за изкупуване на държавни облигации от ЕЦБ доведе до поскъпване на дълговите книжа, респективно понижаване на доходността, която носят на инвеститорите. Лихвите по 10-годишните германски облигации намаляват с 6 пункта до 0.34%. По-ниски са и лихвите по испанските и италианските дългови книжа. Най-солидно понижение с 8 пункта до 0.56% регистрира лихвата на белгийските 10-годишни книжа, тъй като се говори, че централната банка на Белгия е сред най-активните търговци. Единствено лихвите по гръцките книжа вървят нагоре, тъй като са изключени от програмата.

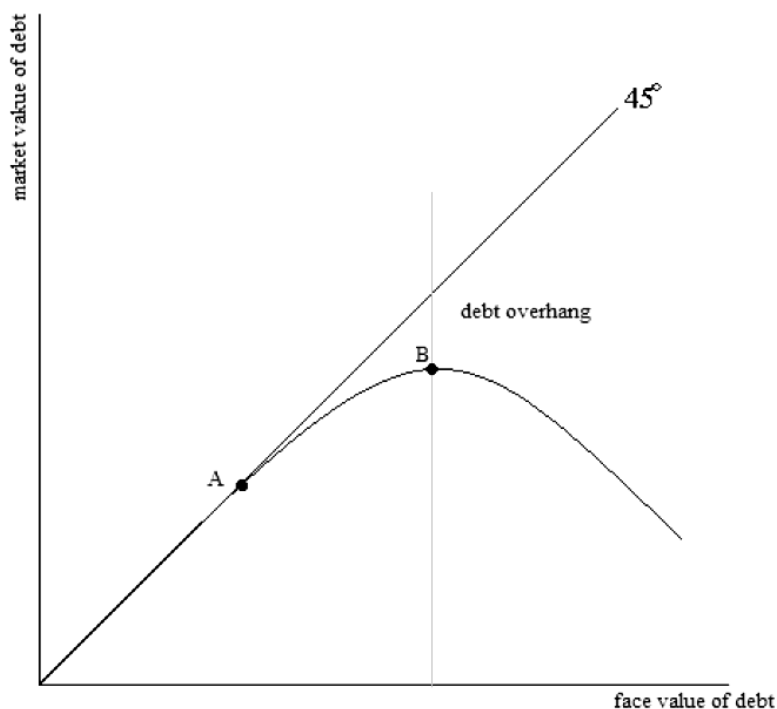
Отписването на дълга е другият способ за реструктуриране на дълговата задлъжнялост на страните. Той се прилага в краен случай и възниква само, когато чуждестранните дългови задължения трайно и значително превишават реалната платежоспособност. При такава ситуация „външният дълг встъпва в качеството си на пропорционален данък“, тъй като значителна част от Брутния вътрешен продукт отива не за стимулиране на инвестициите, а за заплащане на дългове. Правителствата все по-малко са заинтересовани да провеждат за дълго време твърда икономическа политика, основана на непопулярни мерки, защото основна част от дивидентите отиват към кредиторите. Излишният „дългов навес“ негативно се отразява на икономическия растеж, увеличава се данъчното бреме и се понижава инвестиционната активност. За оптималната степен на отписване на дълга ни служи анализа на дълговата крива на Лафер (The Debt Laffer Curve)¹⁷.

¹⁶ Според: ЕЦБ пусна печатницата на пари заради купуването на държавните дългове./ <http://www.mediapool.bg/etsb-pusna-pechatnitsata-na-pari-zaradi-kupuvaneto-na-darzhavnite-dalgove-news231446.html> (2015-11-30)

¹⁷ Bachvarova, El. *The Debt Laffer Curve: Estimates for 1990-2005; The Theory behind the Debt Relief Laffer Curve*. Duke University, Durham, North Carolina, Spring 2008, p. 9

Графика №1

Графическа интерпретация на дълговата крива на Лафер



Източник: Bachvarova, El. *The Debt Laffer Curve: Estimates for 1990-2005*.
Duke University, Durham, North Carolina, Spring 2008, p. 9

В двумерната декардова координатна система на вертикалната ос (ординатна) е изобразена стойността на дълга (очакван дисконтиран поток на трансфери, „market value of debt“), а на хоризонталната ос (абсцисна) – стойността на общите задължения (face value of debt). Проблемът с тъй нар. „дългов навес“, който се описва от частта от кривата на дясно от точка „В“ (debt overhang), в която по-нататъшното увеличаване на публичния дълг води до намаляване на стойността му. 45-градусова ос „ОА“ описва ситуация, при която величината на дълга (с отчитане на съществуващите проценти) съвпада с пазарната стойност. Изображенията показват, че при анализа на дадения въпрос се определя оптималното равнище на отписване на дълга, при което се достигат максимални стойности на очаквани плащания. С продължаващото увеличаване на обемите на заемите след точка „В“, наред с падането на пазарната стойност, пада и сумарната стойност на дълга. Следва обаче да се отбележи, че ако конкурентните кредитори са в състояние да рационализират предоставянето на кредити, то кредитополучателя не може да се окаже на нисходящия участък на кривата. **Очевидно е, че наличието на дисконт при дълга, само по себе**

си не означава, че той ще бъде отписан. Всичко зависи от това, на какъв участък от кривата се намира длъжникът. Несъмнено, кривата на Лафер има теоретична ценност както при разглеждане на възможностите за провеждане на съгласувана монетарна политика, така и при анализа на пазарната реструктуризация на дълга.

В международната финансова практика се среща *размяната на държавен дълг за акции на национални предприятия*. Една от известните пазарни схеми по реструктуризацията на държавния дълг е предоставяне на кредиторите права по продажба на дълга с дисконт за национална валута, чрез която впоследствие може да се придобият акции на компания в страната длъжник. Често може да се използва непосредствената размяна, чрез суапа „дълг за акции на компании“, намиращи се в държавна собственост, или при държавно участие, например публично-частно партньорство. Привържениците на този подход защитават тезата, че такъв суап позволява едновременно да се решат два проблема - намаляване на държавния дълг и обезпечаване на приток на капитал в реалния сектор на икономиката.

Разновидности на базовите условия за реструктури, а не на дълга, официално се посочват:¹⁸

- ✓ Торонтските условия;
- ✓ Хюстънските условия;
- ✓ Тринидатските условия (The Trinidad agreements);
- ✓ Лондонските условия (reformed Toronto);
- ✓ Неаполските условия;
- ✓ Лионските условия;
- ✓ Инициативата на НІРС (Highly Indebted Poor Countries Initiative);
- ✓ Стандартните класически условия.

В крайна сметка, *изборът на ефективен способ за реструктуризация на дълга ще зависи от много фактори. Първостепенно значение се пада на международните кредитори, възможностите на съответната страна да обслужва своевременно своите дългови задължения, състоянието на националната икономика, бизнес-климата на съответната страна, както не на последно място отношението на кредиторите към политическата власт.*

Ярък пример на посоченото е Руската федерация, която разработи и прие „комплексно решение на проблема“ по трансформацията на държавния дълг. Основните елементи се концентрират върху следното:

- отписване на 100% от външния дълг на бившия СССР;
- частично преоформяне на външния дълг с пълно изпълнение на задълженията – само по еврооблигациите за рефинансиране на задължението към МВФ;
- реструктуриране на части от руския външен дълг на гратисен период – 10 години, общ срок на погасяване, не по-малко от 30 години.

¹⁸ *Мировой долг и мировая экономика./ <http://fin-result.ru/mirovoj-dolg19.html> (2015-11-27)*

Програмата за реструктуризация на държавни дълг¹⁹ съдържа две ключови части, а именно: първа част, перспективен бюджет, в който за период от 3-5 години се постига първичен излишък от 3-4% от БВП; и втора част – план за структурни реформи, включително мерки за подобряване на инвестиционния климат, реструктуриране на предприятията, и реформи в социалната дейност. При това се разглеждат и коментират следните три сценария за реструктуриране на външния дълг, а именно:

Първи сценарий, (наречен оптимистичен) – достигане в близките години на споразумение за Руската федерация за регулиране на дълга при изпълнение на отбелязаните изисквания. Определено се смята, че този сценарий е почти малко вероятно да се случи, защото нито правителството на Руската федерация, както и другите власти не са подготвени да поемат ангажменти, които да убедят кредиторите за предоставяне на изключителни условия за урегулиране на руския дълг;

Вторият сценарий (песимистичен) – двете страни по дълга, кредиторите и длъжниците да постигнат в преговорите негъвкави позиции, които да доведат до техния срив и обявяне на суверенен дефолт. Сценарият се смята за реален, с оглед на отчитане на стартовите условия за преговори със западните партньори, но Русия не е готова да поеме по-тежки задължения. Освен това се разбира, че не е в интерес на кредиторите да се обяви формален дефолт;

Третият сценарий е най-вероятен, тъй като се стига до формално споразумение за условията по реструктурирането на дълга, които не устройват нито Русия, нито западните и партньори – Международния валутен фонд, Парижския и Лондонския клуб, като трансферните плащания по дълга да се възобновят, но не в пълен обем.

В заключение на посочените коментари, анализи, лични оценки и прогнози, бихме могли да обобщим, *че международния дългов пазар е част от по-глобалната макроикономическа система. Неговото формиране е съпроводено с множество връзки, отношения и зависимости между емитираните ценни книжи, което дава възможност, те да се търгуват и на вторичните финансови пазари. Показателите за измерване на външния дълг предлагат конкретна представа за международната задлъжнялост на страните, техните поети ангажменти по изплащането на дълга и някои монетарни закономерности, които имат икономически, социален и политически оттенък. Ефективността на анализиранияте способности за реструктуриране на външната задлъжнялост на страните ще зависи от състоянието на техните икономики, регулярните погасявания на дълговите вноски, провежданите монетарни реформи и благоразположението на международните кредитори към тях. Практиката показва, че изборът на удачен сценарий за реструктуриране на дълга е съпроводен с отчитане на реалните възможности на съответната страна по обслужването на държавния дълг, монетарната спецификата, постигането на споразумение с международните дългови донори, присвоените рейтингови оценки на международните агенции и провежданата политика на пазарни реформи.*

¹⁹ *Виж: Давлеткалиева, З.Б. Сравнительный анализ реструктуризации государственного внешнего долга России и Казахстана: общие проблемы и пути их решения в современных условиях./ http://vestnik.osu.ru/2003_7/20.pdf (2015-11-23); Лебедев А., Управление внешним долгом в России // Проблемы теории и практики управления 2004 г., № 2; №3; Управление государственным (муниципальным) долгом. Реструктуризация долга. Обслуживание долга./ http://textbooks.global/finansovoe-pravo_706/upravlenie-gosudarstvennyim-munitsipalnyim.html (2015-11-19)*

References:

1. Боди, Зви. Ал.Кейн и Ал. Маркъс. ИНВЕСТИЦИИ. Трето издание, „Натурела“, С., 2000
2. Иванова, В. СЕКЮРИТИЗАЦИЯТА НА АКТИВИ – ПОЛЗИ И РАЗХОДИ ЗА ТЪРГОВСКАТА БАНКА – ИНИЦИАТОР. Дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен „доктор“ по научната специалност 05.02.05. „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“, С., 2015
3. Лебедев А., Управление внешним долгом в России // Проблемы теории и практики управления 2004 г., № 2; №3
4. Фабозци, Фр. Финансовые инструменты. Перевод с английского. „ЭКМО“, М., 2010
5. Брагинская, Л. С. Государственный долг: анализ системы управления и оценка ее эффективности./ http://fictionbook.ru/author/lada_sergeevna_braginskaya/gosudarstvenniyyi_dolg_analiz_sistemy_u/read_online.html?page=1 (2015-11-28)
6. Геополитика мирового долга./ Мировой долг и мировая экономика./ <http://fin-result.ru/mirovoj-dolg19.html> (2015-11-27)
7. Давлеткалиева, З.Б. Сравнительный анализ реструктуризации государственного внешнего долга России и Казахстана: общие проблемы и пути их решения в современных условиях./ http://vestnik.osu.ru/2003_7/20.pdf (2015-11-23);
8. ЕЦБ пусна печатницата на пари заради купуването на държавните дългове./ <http://www.mediapool.bg/etsb-pusna-pechatnitsata-na-pari-zaradi-kupuvaneto-na-darzhavnite-dalgove-news231446.html> (2015-11-30)
9. „Международный кредит и мировая задолженность“. Развитие кризиса мировой задолженности./ <http://fin-result.ru/mirovoj-dolg2.html> (2015-11-28)
10. Мировой долг и мировая экономика. /Мировой долг и мировая экономика./ <http://fin-result.ru/mirovoj-dolg19.html> (2015-11-27)
11. Ножаров, Вл. Данни от Международния Валутен Фонд за Държавния дълг на България като процент от БВП в периода 2007-2011 г. и прогноза до 2015 г./ <http://www.vladislavnozharov.com/2011/08/данни-от-международния-валутен-фонд-з/> (2015-11-28)
12. Управление государственным (муниципальным) долгом. Реструктуризация долга. Обслуживание долга./ http://textbooks.global/finansovoe-pravo_706/upravlenie-gosudarstvennyim-munitsipalnym.html (2015-11-19)
13. Bachvarova, El. The Debt Laffer Curve: Estimates for 1990-2005. Duke University, Durham, North Carolina, Spring 2008
14. Desjardins, J. By This Measure, the U.S. has the 2nd Highest National Debt./ <http://www.visualcapitalist.com/by-this-measure-the-u-s-has-the-2nd-highest-national-debt/> (September 24, 2015)
15. Government_debt./ https://en.wikipedia.org/wiki/Government_debt (2015-11-28).
16. Panizza, U. and F. Sturzenegger, J. Zettelmeyer. INTERNATIONAL GOVERNMENT DEBT. No 199, June 2010, The theory of external government debt, p. 10
17. What is the national debt? definition and meaning./ <http://www.businessdictionary.com/definition/national-debt.html> (2015-11-28)
18. External Debt per Capita - by country./ <http://mecometer.com/topic/external-debt-per-capita/> (2015-11-26)
19. ROUNG TRIPPING. Census and Statistics Department Hong Kong, China. September, 2004