

Доц. д-р Йорданка Статева

ВЪЗНИКВАНЕ И РАЗВИТИЕ НА КРИЗАТА НА ДЪРЖАВНИТЕ ДЪЛГОВЕ В ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРИЧЕН СЪЮЗ

Анализирани са причините, развитието и последствията от кризата на държавните дългове в Европейския паричен съюз. Обоснован е изводът, че единна парична единица за твърде разнородни икономики води не до икономическо сближаване, а обратното – до икономическо раздалечаване. Макроикономическите критерии за номинална конвергенция, които всяка държава-кандидат за ЕПС трябва да покрива, не отварят задължително пътя към реална конвергенция.

Представено е развитието на кризисните процеси в Еврозоната, които започват от Гърция, а впоследствие финансовата зараза засяга Ирландия и Португалия. Анализирани са условията на официално получените спасителни пакети от тези три държави. Увеличаването на разходите за пазарно финансиране на държавни дългове засяга Италия и Испания. Ефектите за България от кризата на държавните дългове в Еврозоната могат да бъдат определени като противоречиви.

JEL: F34; F36; H63

През втората половина на 2011 г. проблемът с публичните дългове на редица държави в света е на преден план, като най-големи безпокойства буди дълговата криза в Европейския паричен съюз (ЕПС) и всъщност фокусът остава върху нея. Съсредоточаването на вниманието върху кризата на държавните дългове в Еврозоната има за резултат дефиниране на проблема като невъзможност да се спре разпространението на финансовата зараза. Проблемът започва в една държава от т.нар. периферия на Еврозоната, прехвърля се към други страни от периферията, засяга държави от центъра и на практика вече отпада разграничението между спасявани държави и държави-спасителки. *Неспособността на политическите лидери в Европа до този момент да изградят стратегия за излизане от кризата е в основата на вече създалата се несигурност около единната европейска валута.*

Как всъщност се стига до това, че случващото се в една малка държава от периферията на Еврозоната, формираща под 3% от икономиката на целия паричен съюз, придобива толкова голямо значение и всъщност се оказва начало на мащабен процес, който не може да бъде овладян? Икономическите реалности доведоха до криза на доверието в единната европейска валута и дори са налице опасности за реализирания в продължение на много години проект за европейска интеграция.

Основните изисквания за оптимална парична зона като синхронизирана икономическа активност и висока степен на мобилност на работната сила и капитала, допълнени в съвременните реалности от необходимост за фискален федерализъм и в значителна степен функциониращ политически съюз,

никога не са били напълно в сила за ЕПС (вж. Mauldin, June 2011). Проблемът с публичните дългове на държави от Еврозоната вече е колкото икономически, толкова и политически. Едно от възможните развития в резултат от съвременната дългова криза е ЕПС да се придвижи малко повече към политически съюз. На практика икономическите факти и реалности налагат политически промени.¹

Всяка парична единица има две цени – лихвен процент и валутен курс. При наличието на единна парична единица външната цена е еднаква за всички участващи държави в паричния съюз и като резултат валутният курс не може да бъде използван като инструмент на экспортната и най-общо на икономическата политика от всяка отделна държава в Еврозоната. В началния етап от създаването на Еврозоната е налице ясно изразена конвергенция по отношение на лихвения процент. На практика за твърде различни икономики като производителност на труда, конкурентоспособност, равнища на дълг, институционална структура и т.н. цената за финансиране на държавните дългове става почти еднаква. Това е израз на факта, че всеки държавен дълг на включилите се в Еврозоната започва да се възприема като толкова сигурен, колкото е дългът на Германия – държавата с най-развитата и конкурентоспособна европейска икономика (вж. Mauldin, May 2011). На практика това сближаване по отношение на лихвените проценти за фундаментално различни икономики след създаването на паричния съюз води до задълбочаване на дивергенцията в сферата на бюджетната политика на държавите от ЕПС. По-конкретно конвергенцията в началото по отношение на лихвените проценти се оказва в основата на установилата се практика в Гърция и някои други държави от периферията на Еврозоната на пълна липса на бюджетна дисциплина, стига се до кредитен бум и създаване на “балони” на цените на активи в някои страни.

При липса на бюджетна дисциплина и непровеждане на структурни реформи съотношението между увеличението на заплащането за труда спрямо повишението на производителността на труда започва да регистрира все по-големи разлики между държавите от периферията и по-богатите страни от центъра на Еврозоната. На практика резултатът е намаляване на конкурентоспособността на държавите от периферията и задълбочаване на процеса на икономическа дивергенция между двете групи страни в паричния съюз. Изводът, който се налага, е, че единна парична единица за твърде разнородни икономики води не до икономическо сближаване, а точно обратното – до икономическо раздалечаване. Оказва се, че макроикономическите критерии за номинална конвергенция, които всяка страна - кандидат за ЕПС трябва да покрива, не отварят задължително пътя към реална конвергенция. Този процес изисква и означава на практика сближаване на цените и доходите и в

¹ Относно възможността за придвижване на ЕПС малко повече към политически интегриран клуб вж. The euro crisis. If Greece goes..., 23 June 2011.

крайна сметка - конвергенция по отношение на конкурентоспособността на участващите държави (вж. Roubini, 2011).

Развитието на процесите в Евроразоната може да бъде представено синтезирано, както следва: През 1999 г. е въведена единна парична единица за твърде разнородни икономики при условия на децентрализирана, национално провеждана бюджетна политика и липса на политически съюз. Много е важно да се подчертае запазването на самостоятелни политически механизми, необходими за управление на всяка национална икономика. Не може да бъде определен като изненада фактът, че кризата започва точно от Гърция, която от самото начало не покрива макроикономическите критерии за членство и съответно не може да се присъедини към паричния съюз при създаването му на 1 януари 1999 г. Това става две години по-късно – на 1 януари 2001 г., в резултат от счетоводни манипулации на данните за бюджета. В случая е важно да се подчертае, че възможността на по-слабите икономики в Евроразоната за пазарно финансиране в началните години след създаването на паричния съюз рязко се е подобрила. Например цената за гръцки държавни ценни книжа значително се е понижила - за по-малко от десет години рисковата премия в сравнение с германските държавни ценни книжа е намаляла от 18 на по-малко от 1% (вж. Mauldin, July 2011).

Италия и Белгия се присъединяват от самото начало, въпреки че държавният им дълг е бил в размер на 100% от БВП – от гледна точка на съвременните развития това може да се определи като компромис с последствия. Тези две държави не са изпълнявали един от задължителните критерии за присъединяване, съгласно който държавният дълг трябва да бъде не повече от 60% спрямо БВП.

Договорът от Маастрихт предвижда, че няма да има спасяване на страни с фискални проблеми. Това правило не просто е нарушено, а на този етап спасителните операции за проблемни държави са единственият механизъм за реагиране от страна на оторизираните институции.

Още преди създаването на единната европейска валута и по-конкретно през 1997 г. е договорен Пакт за стабилност и растеж, за да има валидни дисциплинарни правила за бюджетната политика на всички участващи в паричния съюз държави. Той обаче напълно се обезсмисля, след като редица страни започват да надхвърлят допустимия лимит за бюджетен дефицит, вкл. най-големите, които са инициатори за създаването му. Франция и Германия редовно превишават разрешените бюджетни дефицит без никакви последствия. Фактът е, че на практика най-големите нарушители не могат да бъдат санкционирани. След като подобни правила не се прилагат еднакво спрямо всички държави, те се обезсмислят. Това е съдбата в крайна сметка на Пакта за стабилност и растеж.

На този етап разнородните причини, довели до съвременното развитие в ЕПС, включва: вродени дефекти, компромиси и нарушаване на правилата.

Държави със сериозни финансови и икономически проблеми, успели да се присъединят към Евроразоната, имат възможност в продължение на години

да емитират облигационни заеми на капиталовите пазари, ползвайки ниски лихвени проценти, което доведе най-общо до кредитен бум. Достъпът до нисколихвено финансиране може за дълго време да скрие факта, че конкурентоспособността на периферните икономики, измерена чрез разходи за единица работна сила, непрекъснато се влошава след присъединяването им към Еврозоната. На практика нормалният достъп на тези икономики до финансиране на капиталовите пазари при необосновано ниски лихвени проценти за тях е причината фундаменталните им проблеми да остават скрити или просто пренебрегвани. По-конкретно става въпрос за състоянието на публичните финанси на Гърция, на пазара на недвижима собственост в Ирландия, за ниския икономически растеж в Португалия, формиращия се балон на пазара за недвижими имоти и огромния дефицит по текущата сметка на Испания.

Когато обаче през лятото на 2007 г. започва кризата в САЩ, която много бързо се превръща в световна финансова и икономическа криза, фундаменталните слабости на периферните икономики в ЕПС започват да се проявяват. Най-синтезираната и обобщаваща характеристика на състоянието на тези икономики включва ниска конкурентоспособност в комбинация с високи равнища на публичен дълг. Конкретно за Гърция неговото равнище може да бъде определено като непоносимо - 160% от БВП за 2011 г., а за Ирландия то е изключително високо – съответно 112% от БВП. Веднага би трябвало да се посочи причината за много бързото увеличение на публичния дълг на Ирландия, който през 2007 г. е 25% от БВП - то е в резултат от огромните държавни разходи за спасяване на застрашени банки, т.е. частни загуби са прехвърлени върху държавните финанси. За Португалия това съотношение е 100% от БВП (вж. *The euro crisis. A second wave...*, 2011).

Най-големият проблем за Еврозоната през 2011 г. е невъзможността да се спре разпространението на финансовата зараза, което вече е по-скоро неконтролируемо, доколкото излиза извън периферията и започва да засяга и държави от центъра на ЕПС. В основата на това стои прехвърлянето на частни загуби върху държавните финанси поради фактори от различно естество, пречещи да бъдат адресирани дълбоките и всъщност фундаментални проблеми. *На практика развитието е достигнало етап, в който овладяването на кризата в Еврозоната е решаващо за Европа, за САЩ и всъщност за световната икономика.* Непосредствената причина е, че е създадена както пряка, така и непряка откритост към дълг на държавите от групата PIGS (Portugal, Ireland, Greece, Spain). Пряка откритост са формирали кредитори, които притежават държавни облигации, емитирани от PIGS, а непряка - икономически агенти, които са продали застраховка срещу фалит на емитентите на държавен дълг – застраховката е продадена на кредитори главно чрез CDS.² Приблизително 30%

² Credit Default Swap – суап за осигуряване срещу кредитен риск. Това е най-използваният кредитен дериват, формиращ на практика сега над 90% от пазара за кредитни деривати.

от общата откритост към държавен дълг на PIGS е покрита от CDS, което означава, че ако някоя от тези държави фалира (според дефинициите за фалит на ISDA³), кредиторите, които притежават нейните облигации, ще поемат около 70% от загубите, докато икономическите агенти, продали застраховка срещу фалит – а това са главно банки и застрахователни компании, ще трябва да покрият останалите 30%.

На практика пряката откритост е концентрирана в Европа, а непряката – в САЩ. По-конкретно, ако Гърция фалира, 94% от преките загуби ще трябва да бъдат поети от европейски кредитори и само 5% от американски. Американски банки и застрахователни компании обаче в качеството им на продавачи на кредитна защита ще трябва да поемат 56% от изплащаните в такъв случай компенсационни обезщетения в резултат от реализирането на кредитно събитие по CDS. Участието на европейски икономически агенти ще бъде 43% от тези дължими компенсационни плащания (вж. Mauldin, May 2011). *Изнесените данни очертават единство и взаимно преливане на криза на държавните дългове и банкова криза в съвременния свят.*

Създаването на паричен съюз спестява на участващите държави валутни кризи – това е предвидено още преди създаването на Еврозоната и се изтъква като важно предимство в началото на съвременната световна финансовата и икономическа криза. Икономическите реалности показват, че валутните кризи са заменени с кредитни и дългови, които се оказват много по-опасни и разрушителни. Причината е, че валутната криза намира израз в официална или фактическа девалвация на националната валута, което от своя страна съдейства за стимулиране на експортната дейност и в крайна сметка – за подобряване на конкурентната позиция на държавата и по-бързо излизане от кризата. В световната валутна практика има много примери в това отношение. Проблемните държави в Еврозоната не могат да се възползват от този изпитан инструмент. Те преминават през тежка кредитна и дългова криза, която изобщо не би могла да съдейства за възстановяване на конкурентоспособността и икономическия растеж, както би станало при валутна криза.

Това, което е направено досега от оторизираните органи в Еврозоната, може да се определи като конструиране на спасителни операции и механизми. Резултатът е увеличаване на и без това огромните дългове на проблемните държави, което на практика означава само отлагане във времето на съществуващите проблеми.

Сега функционира първоначално създаденият временен (до 2013 г.) спасителен механизъм в ЕПС - EFSF (European Financial Stability Facility). От него се предоставят кредити на проблемните държави, налице е също и възможността за негова сметка да бъдат купувани техните държавни ценни

³ International Swaps and Derivatives Association. Дефинициите на тази международна асоциация са валидни на пазара за кредитни деривати.

книжа на първичните пазари. През 2013 г. EFSF ще бъде заменен от нов и вече постоянен спасителен механизъм - предвидено е да започне да функционира ESM (European Stability Mechanism). Съществената разлика между двата механизма е, че кредитите на ESM ще бъдат от по-горен клас (senior) спрямо тези на първичните инвеститори. Идеята е да се направи възможен фалитът, но при вече намален риск за бюджета на държавите-кредитори (вж. Muenchau, 2011).

Съвременният спасителен механизъм в рамките на Еврозоната действа съвместно с МВФ. Несъмнено участието на световната финансова институция е от голямо значение, но много по-важно в случая е това, че спасителните операции на ЕС и МВФ за проблемни държави и на първо място за Гърция не успяха да постигнат почти нищо по отношение на намаляването на пазарните лихви за държавни дългове. Оставащите високи или дори продължаващи да се покачват лихвени проценти върху държавните дългове на такива страни въпреки официалната финансова подкрепа, която са получили и получават, означава, че пазарната оценка и очаквания са за много по-сериозни проблеми и възстановяването на нормалния достъп до капиталовите пазари няма да се случи скоро. Продължаващият пазарен натиск върху проблемните държави от периферията на Еврозоната е израз на вече формираното становище на пазарните участници, че в случая става въпрос не за ликвидни проблеми, а за неплатежоспособност (вж. Lachman, 2011). На практика цената на дълговото финансиране в някои случаи изразява очаквания за реализиране на кредитно събитие, което може да бъде и фалит.

Хронологията на спасителните операции е следната. През май 2010 г. е изработен първият спасителен план – този за Гърция. Смята се, че това е начинът да се овладее кризата и тя ще остане в границите на страната. Договореният спасителен пакет е в размер на 110 млрд. EUR, които е предвидено Гърция да получи в рамките на три години. Еврозоната участва с 80 млрд. EUR, а МВФ – с 30 млрд. EUR от. В замяна страната е поела ангажимент за 30 млрд. EUR намаляване на публичните разходи за договорения срок.

Още преди края на същата година – през ноември 2010 г. се налага договаряне на втори спасителен пакет – за Ирландия. Причината в този случай са сериозни банкови проблеми в резултат от развитието на пазара за недвижими имоти в страната.

Малко преди края на 2010 г. следва трета спасителна операция - за Португалия. Непосредствената причина може да се определи като ефект на финансовата зараза, защото пазарната цена за нейните държавни облигации се увеличава над поносимия размер, а португалските банки на практика са отрязани от нормален достъп до капиталовите пазари. От този момент нататък страната може да разчита само на ЕЦБ.

През юни 2011 г. е необходимо второ спасяване на Гърция.

През юли с.г. италиански 15-годишни държавни ценни книжа са продадени при лихвена доходност за инвеститорите 5.9% - най-високата цена,

достигана за италиански облигации с този срок. Продадени са и 5-годишни италиански държавни ценни книжа с 4.9% лихва. Общата сума на емитирания нов държавен дълг на страната е 2.97 млрд. EUR (4.2 млрд. USD). При тази цена за финансиране на държавния дълг Италия също попада в дълговата спирала на Евророната и на практика кризата на тези дългове излиза от периферията и обхваща и центъра на Евророната. По-късно през същия месец пазарният натиск върху италианския и испанския държавен дълг значително се увеличава и през първите дни на август 2011 г. ЕЦБ започва да купува на вторичния пазар техни държавни ценни книжа. По първоначални изчисления трябва да бъде изкупен държавен дълг на Италия и Испания на сума около 800 млрд. EUR, за да се намали реално пазарният натиск върху доходността за техния дълг – това е почти два пъти стойността на капацитета на сега действащия спасителен механизъм EFSF.

Конкретно развитието и данните за трите държави, официално договорили спасителни пакети, са следните:

След присъединяването си към ЕПС Гърция регистрира висок икономически растеж, на практика по-висок от общия за целия паричен съюз. Без преувеличение като основна причина може да се посочи възможността ѝ да се финансира на капиталовите пазари при много ниски лихвени проценти. Страната експлоатира тези възможности дълго време и сега дължи на Европа и на света повече от 340 млрд. EUR (485 млрд. USD). По данни на Банката за международни плащания Гърция дължи на Франция 56.7 млрд. USD, от които 15 млрд. са държавен дълг; на Германия – 33.9 млрд. USD (22.6 млрд. държавен дълг); на Великобритания – 14.6 млрд. USD (3.4 млрд. държавен дълг); на САЩ – 7.3 млрд. USD; на Италия – 4 млрд. USD; на Швейцария – 2.8 млрд. USD; на Япония – 1.6 млрд. USD; на Испания – 0.9 млрд. USD и т.н.⁴

След започналата дългова криза в Гърция в началото на 2010 г. и неефективността на първата спасителна операция проблемите в страната се задълбочават, а въпросите се увеличават. Когато в средата на 2011 г. се оказва, че е необходимо второ спасяване, критичният въпрос е дали да има и по-конкретно какво да бъде участието на частните кредитори, които са купили гръцки държавен дълг. В средата на юни 2011 г. кредитната агенция "Standard and Poor's" понижава кредитния рейтинг на Гърция от В на CCC – най-ниския в света за държава. През април 2011 г. бюджетният дефицит на страната достига 10.5% от БВП. С оглед осигуряване на необходимите бюджетни постъпления във връзка с поети ангажименти през май 2011 г. Гърция започва приватизационна програма, съгласно която до 2015 г. държавата трябва да събере 50 млрд. EUR от приватизация. Условието за провеждането на тази програма са твърде неблагоприятни, защото раздържавяването ще се прави на пазар, на който цената на предлаганото от страна на Гърция е ниска. Очаква се тези 50 млрд. EUR да дойдат от предоставяне на

⁴ Вж. BIS Quarterly Review, December 2010, p. 16.

държавна земя за ползване – Гърция да предпочете дългосрочни концесии вместо класическа приватизация, приватизиране на дялове от националната гръцка телекомуникационна компания, електрически компании, пристанища и летища.

Същевременно развитието на процесите през 2011 г. показва, че пазарните участници нямат доверие в ефективността на провежданите спасителни операции и на практика начисляват цена за финансиране на някои държавни дългове и на първо място на гръцкия, отразяваща очаквания за фалит. Изразяваното отношение от страна на пазарните участници не само към отделни държавни дългове в Еврозоната, а на практика към единната европейска валута, която е в основата на цялата парична система и политика в ЕПС, е вече недоверие. Имайки предвид основното положение, че паричната и най-общо финансовата система зависи и се крепи в най-голяма степен на доверието, може да се направи изводът, че проблемите в Еврозоната вървят не към намаляване, респ. към тяхното преодоляване, а към по-голямо задълбочаване.

Конкретно цифрите са следните. В средата на юни 2011 г. лихвените проценти за 2-годишен гръцки държавен дълг достигат 28.2%, което е най-високият лихвен процент за държавни ценни книжа в Еврозоната от създаването ѝ към този момент (вж. Oakley, 2011). Цената за застраховане на 5-годишен гръцки държавен дълг чрез CDS през юни достига 1700 базисни пункта (17%), а в началото на септември 2011 г. е вече 3000 базисни пункта (30%). Това означава, че застраховането чрез CDS на 10 млн. EUR гръцки държавен дълг за следващите 5 години струва 3 млн. EUR (вж. Patnaude, 2011). В случая е важна тенденцията към много бързо покачване на застрахователната премия за гръцки държавен дълг, която на практика е елемент от общата финансова ситуация в ЕПС и реалните опасности за цялата система.

В такъв момент една от насоките на официалната реакция става търсенето на нови термини. По-точно с оглед избягване на термина “фалит” (Default) се появяват термините “преструктуриране” (Restructuring) и “репрофилиране” (Reprofiling). Спрямо Гърция започва да се използва и терминът “фискална консолидация”. Причината за търсенето, изработването и използването на нови термини е, че в дефинициите за кредитен риск на Международната асоциация за суапове и деривати, които се прилагат на пазара за кредитни деривати, както и във формулираните правила на агенциите за кредитен рейтинг има утвърдени термини за кредитни събития, които при определени условия задвижват процедури за плащане на компенсационни обезщетения от страна на продавачите на кредитна защита.

Терминът “фалит” изразява ситуация, в която кредиторите не получават обратно сумата на предоставения заем според предварително договорените условия. При преструктуриране инвеститорите приемат промяна на предварително договорените условия – това може да бъде например отписване на част от дълга (на професионален жаргон се нарича “подстриж-

ка” – haircut) или удължаване на срока за погасяване, възможно е и двете. По отношение на реструктурирането на дълга се прави разграничение между мек вариант (soft restructuring) и твърд вариант (hard restructuring) - мекото реструктуриране може да се приеме за комбинация от по-дълги срокове и по-ниски лихвени проценти върху съответния дълг, а твърдото включва отписване на дълг 50% и повече (вж. Tilford, 2011).

Терминът “препрофилиране”, който е трябвало да замени неудобния “реструктуриране”, в контекста на държавен дълг означава удължаване на срока с оглед преодоляване на краткосрочни ликвидни проблеми на емитента.

Фискалната консолидация най-общо включва комбинация от намаляване на публичните разходи на една държава, увеличаване на данъците и приватизация. Смята се освен това, че поради сериозността на проблемите, довели до подобни действия, фискална консолидация на практика води и до загуба на политически суверенитет. Спрямо Гърция това би означавало на практика в голяма степен Германия да контролира гръцкия бюджет и конкретно дори събирането на данъците (вж. Стоянов, юни 2011, с. 56).

Никакви игри с термините не биха могли да преодолеят или дори намалят проблемите на Гърция, на първо място, защото те не са от ликвиден, а от фундаментален характер. В държавния сектор на страната са заети 25% от работната сила. За периода след 2005 г. разходите за единица работна сила в Германия са се повишили с 5%, а в Гърция - с 15%. При увеличаване на разликата между конкурентоспособността на германската и гръцката икономики изводът, който се налага, е, че дори да е икономически възможно Гърция да бъде спасявана известно време чрез фискални трансфери от другите държави от Евроразоната, в даден момент това на практика става политически невъзможно (Joffe, 2011).

Едно сравнение между Гърция сега и Аржентина в началото на XXI век разкрива редица сходни характеристики. Прилагайки паричен съвет, на практика Аржентина сравнително дълго време формира нещо като паричен съюз със САЩ, приковавайки националната валута ARS към USD в съотношение 1:1. В резултат от това тя има възможност да използва ниски лихвени проценти за дългово финансиране на икономиката и като логично следствие държавният и корпоративният дълг се увеличават изключително много. При достигнато високо равнище на публичен и частен дълг, вкл. външен, се налага намеса на МВФ – спасителните пакети следват един след друг, но резултатът на практика е само повишаване на дълговото бреме. Финансовата подкрепа от страна на МВФ не може да осигури необходимото успокоение на пазарите и при настъпващ падеж за 100 млрд. USD държавен дълг в условията на финансова паника т.нар. горещи пари започват масово да напускат аржентинската икономика. “Бягството” на капитал от страната поставя националната валута, която е с фиксиран валутен курс спрямо USD под много силен и всъщност неудържим натиск. В крайна сметка инвеститорите в аржентински дългови ценни книжа са приели отписване на значителна част от

дълга (т.нар. подстрижка – haircut). По това време аржентинските кредитори губят по 0.65 USD за всеки USD от своите заеми към аржентински длъжници. Валутният борд на практика прекратява функционирането си и националната валута ARS е отвързана от USD. В условията на свободно плаващ валутен курс само в рамките на дни ARS се обезценява рязко, достигайки до 0.28 USD.

Валутният и финансовият хаос в Аржентина, напълно блокираният й достъп до ново финансиране на капиталовите пазари за години е едната страна на проблема, породен от голямото задлъжняване. Всъщност и досега Аржентина е откъсната от капиталовите пазари и възстановяването на нормалния й достъп до пазарно финансиране чрез дългови ценни книжа остава сериозен проблем. Друг проблем е високата инфлация. След провала на валутния борд инфлацията неотменно присъства като един от най-сериозните проблеми за икономиката. През 2011 г. се очаква инфлационният темп да достигне 25%. Другата страна на случилото се е, че обезценяването на националната валута, т.е. фактическата девалвация, точно като по учебник създава икономически стимули за увеличаване на износа и намаляване на вноса. Подобрената конкурентна позиция на Аржентина в резултат от валутния фактор осигурява ключово предимство и още в края на 2005 г. държавата погасява предсрочно свои дългове към МВФ в размер на милиарди USD, а в началото на второто десетилетие на XXI век вече регистрира 9% икономически растеж, положително търговско салдо на платежния баланс в размер на 3% от БВП и държавен дълг, сведен до 41% от БВП. Само за периода от 2002 до 2008 г. аржентинската икономика се е разширила с 65%. За 2011 г. прогнозата е за 8.2% икономически растеж.

Сравнението е безспорно икономически обосновано (вж. Joffe, 2011; Webber, 2011). Съществена разлика е във възможните изходи от ситуацията - Гърция не разполага с изпитания валутен инструмент за възстановяване на конкурентоспособност и съответно постигане на необходимите макроикономически баланси. Допълнителни неблагоприятни фактори в това отношение за гръцката икономика са ниската степен на отвореност и сегашната висока инфлация. През 2010 г. износьт е 7% от БВП, а вносьт - малко повече от 14%. Инфлацията към август 2011 г. е 10% на годишна основа.

Съвременната дългова криза в ЕПС има всъщност два основни компонента – банкова и криза на държавни дългове, като двете взаимно се подхранват и обуславят. В края на 2010 г. откритостта на европейски банки към гръцки дълг, вкл. държавен и частен е, както следва. На първо място, най-голяма част от дълга притежават гръцки банки – 72 млрд. EUR. Те целенасочено са изкупували гръцки държавни ценни книжа, които са използвали като обезпечение, за да теглят нисколихвени кредити от ЕЦБ.

На второ място, са френските банки, притежаващи най-много от частния сектор гръцки държавни ценни книжа извън Гърция. Най-голяма откритост имат BNP Paribas, Credit Agricole и Societe Generale. В средата на

септември 2011 г. рейтинговата агенция "Moody's" понижи кредитния рейтинг на две от тези банки – Credit Agricole и Societe Generale. Поради формираната голяма откритост към гръцки държавен и частен дълг цените на техните акции, смятано от февруари до септември 2011 г., са се понижали съответно с 60 и 65%.

На трето място са германските банки с формирана обща откритост в размер на почти 34 млрд. USD. Следват английските с 13.1 млрд. USD, португалските с 10.2 млрд. USD, холандските с 4.5 млрд. USD, италианските с 4 млрд. USD, австрийските с 3.1 млрд. USD, швейцарските банки с 2.7 млрд. USD, белгийските с 1.8 млрд. USD, испанските с около 1 млрд. USD и т.н. (вж. Murphy, Hope, Thompson, Wilson, 2011).

При евентуално реструктуриране на гръцкия дълг ще се задейства първият най-важен канал за пренасяне на финансовата зараза – банковите загуби. Освен от преките банков загуби опасност произтича и от реализиране на непряката откритост спрямо гръцки дълг, формирана от страна на икономическите агенти - продавачи на кредитна защита. На практика неизвестността относно реалната откритост на всяка финансова институция или най-общо икономически агент към момента на кредитното събитие обикновено има за непосредствен резултат криза на доверието на междубанковия пазар, което на практика означава замразяване на междубанковото кредитиране.

В средата на 2011 г. развитието на дълговата криза и по-конкретно продължаващото разпространение на финансовата зараза поставя с особена острота въпроса за евентуални възможни варианти в обозримо бъдеще за преодоляване на дълговата криза в ЕПС - по-нататъшни спасителни операции за проблемни държави, рекапитализиране на банки в центъра на Еврозоната, емитиране на общи облигации на Еврозоната (Eurobonds). Последното на практика означава създаване на общ дългов пазар за държавите от Еврозоната с всички произтичащи от това благоприятни и неблагоприятни последици.

След Гърция втората държава, въввлечена в кризисните процеси, е Ирландия.

Допреди няколко години - през 2006 г., тя е една от най-богатите държави в света, а безработицата там е около 4%. През 2010 г. страната попада в дълговата спирала на Еврозоната, а безработицата е 14% и продължава да се увеличава. Ирландия е била в състояние да заема на капиталовите пазари на по-ниска цена и от Германия, а в началото на 2011 г. цената на ирландския държавен дълг е с 6% над германския. Само три години преди получаването на спасителния пакет от ЕС и МВФ бюджетът е бил с излишък, а в началото на 2011 г. бюджетният дефицит е в размер на 32% от БВП (вж. Lewis, 2011).

Смята се, че в основата на съвременните проблеми на Ирландия е решението, взето през 2009 г. от ирландски политици и банкери, да предоста-

вят държавни гаранции за дълговете на най-големите ирландски банки. Малко по-късно Anglo-Irish Bank регистрира загуби от 34 млрд. EUR. Като се има предвид, че общата сума заеми, предоставени от тази банка, повечето от които на компании, действащи на пазара за недвижими имоти и по-конкретно на строителни предприемачи, е в размер на 72 млрд. EUR, следва изводът, че регистрираната загуба е повече от 50%. За 2010 г. Anglo Irish Bank отбелязва най-голямата загуба в корпоративната история на страната – 17.6 млрд. EUR.

Другите две банки - Bank of Ireland и Allied Irish Banks (A.I.B.), са в същото положение – предоставили са огромни заеми на ирландски строителни предприемачи и купувачи на недвижима собственост. След бума на пазара на недвижима собственост следва срив и общо загубите на ирландските банки са изчислени на 106 млрд. EUR. Това означава, че те ще поглъщат голяма част от плащаните от населението данъци за следващите 3 години.

В средата на 2011 г. цената за застраховане на 5-годишен ирландски държавен дълг в CDS за първи път превишава 8%, а през юли достига рекордно високото равнище от 1180 базисни пункта (11.8%). В средата на юли 2011 г. доходността върху 10-годишни ирландски държавни облигации достига исторически връх – 14.2%. Два месеца по-късно – към края на септември, тя пада до 8.5%, а цената за застраховане на 5-годишен държавен дълг в CDS е вече 813 базисни пункта (8.13%). Налице са и други обнадеждаващи сигнали. В условията на строго ограничителна бюджетна политика икономиката на страната започва да регистрира икономически растеж, който до края на 2011 г. се очаква да достигне 2%, и за това има солидни причини. Ключово конкурентно предимство за Ирландия е ниският корпоративен данък, който е в основата на продължаващия приток на преки чуждестранни инвестиции. За много кратко време страната успява да увеличи конкурентоспособността на своята икономика чрез т.нар. вътрешна девалвация, която включва значително намаляване на публичните разходи и индивидуалните заплащания – на практика това означава понижаване на жизнения стандарт в страната. Икономическите стимули за увеличаване на износа са от изключително значение поради много отворения характер на националната икономика. През 2010 г. той е 55% от БВП, а вносът около 30%. Овлаждането в по-голяма степен на инфлацията в сравнение с другите държави от Еврозоната създава допълнителни стимули за увеличаване на износа. От създаването на EUR в началото на 1999 г. до края на 2007 г. потребителските цени в Ирландия са се повишили с 36%, докато за цялата Еврозона този процент е 22. От края на 2007 г. досега – втората половина на 2011 г., те са се понижали с около 0.5%, а за цялата Еврозона увеличението е 6%. В случая в основата на създаването на икономически стимули за нарастване на по-евтиния ирландски износ е инфлационният диференциал, докато в същото време в националната икономика намалява потреблението на по-скъпите вносни стоки (вж. Mattich, 2011; Cottle, 2011).

Проблемните зони за Ирландия са сериозни, но тази икономика най-вероятно ще изработи своя път към излизане от дълговата криза чрез увеличаване на конкурентоспособността и икономически растеж.

Португалия е третата държава, засегната от дълговата криза и получила спасителен пакет от ЕС и МВФ. Как се стига до това развитие?

Португалската икономика получава значителен тласък с приемането на страната в ЕС през 1986 г. и впоследствие в Евроразоната през 1999 г. Ефектът по-скоро е нетраен и основният проблем на тази държава, който я довежда в групата на спасяваните, е ниският икономически растеж. На практика това е най-бавно развиващата се икономика в паричния съюз – за периода 2001 - 2007 г. средният икономически растеж е 1.1%.

Проблемните зони за Португалия могат да бъдат определени като стагнираща икономика, ниска производителност и съответно слаба конкурентоспособност. Страната споделя високите заплати и цени на богатите държави от европейския Север, но не и тяхната конкурентоспособност. През 2010 г. световният икономически форум публикува рейтинг на конкурентоспособността на 139 държави за 20 години. В тази класация Германия е на пето място веднага след САЩ, Португалия е на 46 място, а Гърция – на 83 (вж. Erlanger, 2010).

През 2010 г. макроикономическите показатели за Португалия включват публичен дълг в размер на 80% от БВП и бюджетен дефицит от 8%. За последните десет години текущата сметка на платежния баланс е регистрирала постоянен дефицит, който е средно около 10% от БВП. При тези показатели за португалската икономика в края на 2010 г. цената за финансиране на държавния дълг на капиталовите пазари започва бързо да се покачва, но до искане на помощ се стига, след като към финансовата криза се прибавя и политическа. През март 2011 г. опитът на португалския премиер да прокара през парламента четвърти пореден пакет от мерки за намаляване на бюджетния дефицит се оказва неуспешен и правителството е принудено да подаде оставка. От този момент кредитният рейтинг на държавните дългови ценни книжа се понижава, а цената за финансирането му остава опасно висока. През март 2011 г. доходността за едногодишни държавни облигации на Португалия достига 5.9%, а за 10-годишните - 9%, впоследствие в средата на юли последната е 13.38% и в средата на август пада до 11.18%. Смята се, че максималният лихвен процент, над който една държава вече не може да си позволи да се финансира на капиталовите пазари, е 7%. По-конкретно 7% е доходността върху 10-годишните държавни ценни книжа, при достигането на която Гърция, Ирландия и Португалия са потърсили официална помощ. На практика нормалният достъп на Португалия до пазарно финансиране е прекъснат.

Спасителният пакет, който Португалия договаря с ЕС, МВФ и ЕЦБ, е 78 млрд. EUR. По-важни от размера са условията, с които е обвързана финансовата помощ. Страната трябва да съкрати публичните разходи, което да има

за резултат намаляване на бюджетния дефицит с 3% през следващите две години, изискват се значителни промени на пазара на труда, както и замразяване на заплатите в държавния сектор и пенсиите до 2013 г. На практика подобни икономически мерки не биха могли да помогнат за излизане от кризата и за настъпване на желаното икономическо оживление. Инфлацията в португалската икономика остава твърде висока – 5.7% на годишна основа към август 2011 г.

Тези държави биха могли да се справят с тежките си проблеми само ако съумеят да изработят своя път към икономически растеж. В противен случай, усилията им преди всичко за достъп до капиталовите пазари при нормални условия ще бъдат неуспешни. Да се промени структурата на една икономика, за да стане тя по-конкурентна, е значително по-трудно от създаването на постоянен спасителен механизъм и налагането на бюджетни ограничения на държавите с големи дългове и дефицити. Проблемните държави от Юга на Евронзоната се нуждаят от пълна икономическа трансформация.

Италия е третата по големина икономика в Евронзоната, има най-големия държавен дълг сред европейските страни, който е и трети по големина в света, и възлиза на 1.8 трилиона EUR – това е три пъти повече от заемите на Гърция, Ирландия и Португалия, взети заедно. Държавният дълг е 120% от БВП, а бюджетният дефицит – 4.6% от БВП. Проблемът за Италия е високата цена за финансиране на държавния дълг, но натискът се прехвърля и върху италианските банки, вкл. най-големите Unicredit и Intesa Sanpaolo, които трябва да плащат по-висока рискова премия за междубанкови заеми. В края на септември 2011 г. "Standard & Poor's" понижава кредитния рейтинг на седем италиански банки със значителна откритост към гръцки държавен дълг. Като благоприятен фактор се приема това, че по-голямата част от италианския дълг е към вътрешни, а не към външни кредитори.

Изключително тежък тест за Евронзоната е Испания – нейната икономика е двойно по-голяма от тази на Гърция, Ирландия и Португалия, взети заедно. Държавният дълг на Испания е 67% от БВП, което към средата на 2011 г. е под средното за страните от Евронзоната. Когато финансовите пазари насочват вниманието си към италианския и испанския държавен дълг през юли - август 2011 г., ЕЦБ реагира, обявявайки, че ще изкупува масирано ценни книжа на двете държави. В случая е важно да се подчертае, че действията на ЕЦБ вече определено се свеждат до реакция на нововъзникващи проблеми – при това в конкретния случай реакция след огромен натиск от страна на политически лидери. На практика ЕЦБ отдавна е въвличена в решаване на фискални проблеми, макар че нейната територия по замисъл и устав са паричните (вж. *The reluctant rescuer...*, 2011; Mackie and Fuzesi, 2011).

В началото на август 2011 г. пазарните участници насочват вниманието си и към Франция, респ. към някои от нейните банки, и към възможните ефекти от развитието на потенциални проблеми.

В основата на някои важни изводи е едно изследване, свързано с държави с проблемни дългове, стигнали до реструктуриране – например Украйна през 2000 г., Аржентина (2001 г.), Молдова (2002 г.), Уругвай (2003 г.) и др. (вж. Finger and Mecagni, 2007). Всички тези държави са имали голям публичен дълг в комбинация със затруднен или напълно прекъснат достъп до пазарно финансиране. Кризите на държавни дългове до началото на съвременната криза в Еврозоната са се развивали при много голям диапазон на съотношението публичен дълг към БВП на съответната държава. Всъщност за период от над 30 години преди началото на съвременната криза 60% от кризите на държавни дългове са се появявали, когато равнището на публичния дълг в годината, предшестваща кризата, е било повече от 39% от БВП. Когато това съотношение е 80%, вероятността за поява на криза на държавния дълг се определя на 50%. Друг много важен извод в цитираното изследване е, че реструктурирането на публичния дълг по начин, който ще има за резултат постигане на дългова поносимост, зависи в голяма степен от дела в този дълг на частни кредитори. Всъщност това се оказва ключов въпрос в рамките на съвременната дългова криза в Еврозоната.

Само за периода 2007 - 2010 г. средно за държавите от ОИСР съотношението дълг към БВП е нараснало от 41 на 51%. За някои държави (Исландия, Великобритания, Гърция, Ирландия) неблагоприятната промяна е в значителен размер (вж. Стоянов, август 2011, с. 8-9). Важен аспект на проблема държавна задължениост в съвременния свят е фактът, че мерките за стимулиране на икономиките само за периода 2008 – 2009 г. са прибавили държавен дълг до 20% от БВП за много от водещите икономики в света (Nixon, 2011).

Много е важно при анализа на съвременните кризисни процеси в Еврозоната, които определено се свързват с увеличаване на цената за пазарно заемно финансиране на засегнатите държави, да се има предвид, че намаляването на кредитния рейтинг на държавния дълг на САЩ от "Standard and Poor's" в началото на август 2011 г. не доведе до увеличаване на доходността върху американските държавни ценни книжа. Освен това отношението държавен дълг към БВП за САЩ е 100%, а средно за държавите от Еврозоната то е 87% (вж. Fidler, 2011). Япония плаща на своите инвеститори най-ниската в света доходност, а има един от най-големите публични дългове. Общо американските държавни ценни книжа, емитирани към сегашния момент, са на стойност 9.5 трилиона USD (6.6 трилиона EUR), като за 10-годишен американски държавен дълг се плаща 2.3%. Япония има емитиран държавен дълг от 7.9 трилиона EUR и доходността върху 10-годишен държавен дълг е 1%. В някои анализи това се свързва с обема на дълговия пазар и съответно с ползите от евентуално създаване на общ дългов пазар на държавите от Еврозоната (вж. Sandbu, 2011; Пунчева-Василева, 2011).

Специално внимание в случая заслужава ролята на ЕЦБ. От началото на дълговата криза до юли 2011 г. тя е купила държавни ценни книжа на

Гърция, Ирландия и Португалия на обща стойност 80 млрд. EUR. В началото на август 2011 г. програмата за покупка на държавни облигации е реактивирана с покупката на италиански и испански държавен дълг, с което общата стойност на закупените от ЕЦБ държавни облигации възлиза на почти 100 млрд. EUR. Освен това банката е предоставила заеми на европейски правителства и банки на стойност 450 млрд. USD, приемайки като обезпечение и гръцки дългови ценни книжа. Чрез тези операции на практика тя е нарушила някои от собствените си правила за дейност, валидни от момента на създаването ѝ. ЕЦБ фактически действа на фискална територия, излизайки от рамките на предписаната ѝ по замисъл и устав единствено парична политика. Някои от нейните действия в условията на съвременната криза са извършени определено под политически натиск и по този начин независимостта ѝ като централна финансова институция е поставена под въпрос. Резултатът от подобен подход и действия вече е налице. Една централна банка трябва да внушава преди всичко доверие, а ЕЦБ на практика е излязла от полето на доверието и независимостта в критичен за паричния съюз период.

Ефектите за Източна Европа в резултат от съвременната дългова криза могат да бъдат определени като разнопосочни и преди всичко икономическото ѝ възстановяване може да се окаже застрашено и забавено – най-общо поради свиване на търговския и финансовия оборот с държави от Евроразоната и евентуално поради намалено кредитиране от западни банки. Трябва да се има предвид, че 76% от банковия сектор в Източна Европа се контролират от западноевропейски банки, които са застрашени от дълговата криза в ЕПС поради формираната голяма откритост към проблемен държавен дълг.

Конкретно за България такива ефекти могат да настъпят, ако съвременните кризисни процеси в Евроразоната доведат до значимо забавяне на икономиките на основни европейски търговски партньори. Във връзка с това евентуалното намаляване на обемите на българския износ е неблагоприятен фактор.

Косвен ефект се реализира и под формата на увеличаване на регионалния риск. Чуждестранните инвеститори обикновено разглеждат целия регион Югоизточна Европа. Като се има предвид, че Гърция ще остане изолирана от капиталовите пазари за сравнително дълъг период, може да се предвиди, че заради нея глобалните инвестиционни потоци най-вероятно ще заобикалят България и през следващите години. Външните инвеститори разглеждат България като много свързана с Гърция – на първо място, защото почти една трета от българския банков сектор се контролира от гръцки финансови институции. Общо 5 от 30 банки в България са собственост на гръцки финансови институции – ОББ (National Bank of Greece), Пощенска банка (EFG Eurobank), местният клон на Алфа банка (Alpha bank) - след обявено сливане (Alpha Eurobank), Банка Пиреос (Piraeus), Емпорики банк (Emporiki). Общо те държат около 28% от активите на българската банкова

система и 25% от привлечените средства. Сред тези банки са две от петте най-големи кредитни институции в България – ОББ и Пощенска банка. Гръцките банки са основните кредитори на гръцкото правителство – те притежават гръцки държавни облигации на стойност 72 млрд. EUR, което е 22% от общия им обем. Само National Bank of Greece има 15 млрд. EUR в гръцки държавни ценни книжа. Голямата уязвимост на гръцките банки и връзката на българската банкова система с гръцката определено е сериозен проблем от гледна точка на глобалните инвеститори. Същевременно инвеститорите от региона могат да изберат друг подход. Например турски бизнес, който е имал намерение да инвестира в Гърция, сега в някои случаи предпочита България.

На второ място, Гърция е един от основните търговски партньори на България. За 2010 г. износът ни за тази страна е на стойност 2.4 млрд. BGN, което на практика е 8 - 10% от българския износ. Гърция няма да може скоро да се върне към икономически растеж, което най-общо означава намалено потребление. Същевременно вече се наблюдава ефектът на заместването и по-конкретно в условията на криза гръцките потребители се насочват към покупки на по-евтини стоки, каквито в редица случаи са българските. Вече регистрираният проблем със забавени плащания за български износители от страна на гръцките им контрагенти изисква по-гъвкави професионални подходи.

На трето място, поради силната обвързаност между двете икономики регионалният риск се увеличава. Освен значителни търговски връзки между България и Гърция са налице и интензивни инвестиционни потоци. В годините преди началото на кризата около 10% от преките чуждестранни инвестиции у нас са идвали от Гърция. Нарастването на т.нар. регионален риск за нашата страна по-конкретно означава и повишаване на цената за пазарно финансиране на българския държавен дълг, което на практика би довело до увеличени рискови премии. През 2013 г. настъпва падежът за български държавни облигации на стойност 1.6 млрд. BGN и ако във връзка с това се наложи излизане на капиталовите пазари за рефинансиране, ще се стигне до оскъпяване на заемния ресурс за България.

Има и други ефекти за страната ни в резултат от дълговата криза и те определено може да бъдат определени като противоречиви.

Предвид съвременните развития в Еврозоната, скоро няма да бъде взето решение за присъединяване на нови членове, а и сега няма желаещи държави за присъединяване към паричния съюз. Същевременно от 1997 г. България е във валутен борд, оттогава курсът на BGN е фиксиран и включването на икономиката ни в ЕПС е на практика единственият начин за безпроблемно излизане от него.

Лихвената политика на БНБ се определя в най-голяма степен от лихвената политика на ЕЦБ. Това е точно в резултат на валутния борд, в рамките на който е фиксиран курсът EUR/BGN. При предлагането на кредити

и депозити в EUR банките в България обикновено използват като база Euribor.

Като положителен ефект за България и другите държави от Евроната вследствие на развитието на съвременната дългова криза може да се посочи стремежът към бюджетна дисциплина. На този етап евентуалните насоки за развитие, респ. преодоляване на дълговата криза включват обявени намерения за по-голяма интеграция на националните бюджети и данъчната политика на държавите от паричния съюз, както и превръщането на балансираните бюджети в конституционно изискване. Финансовите пазари (по-скоро очаквано) реагират негативно на подобни планове.

Съвременната криза на държавните дългове в ЕПС е породена от частна дългова криза и по-конкретно частни загуби са прехвърлени върху държавните финанси. Допълнителен фактор в това отношение са програмите за стимулиране на националните икономики. Икономическата история сочи оптималния начин за преодоляване на криза на държавните дългове и това е чрез инфлационно обезценяване. Има редица признаци, че финансовите пазари реагират превантивно именно на такива очаквания. Същевременно е добре кризата да се използва като възможност – в случая с Евроната за повече икономическа хармонизация. В обозримо бъдеще финансовите пазари ще реагират с недоверие и по-скоро негативно, защото икономическата криза вече е преминала на друго равнище и определено е налице криза на доверието в политическия фактор. *Политическият и институционалният капацитет в ЕПС все още предстои да достигне равнището на проблемите в условията на съвременните кризисни процеси.*

Използвана литература:

- Пунчева-Василева, Т.* За раните на Европа. - Капитал, 20-26 август 2011.
Стоянов, Н. Отново на ръба. - Капитал, 13-19 август 2011, с. 8-9.
Стоянов, Н. Джобен речник на финансовия нов говор. - Капитал, 11-17 юни 2011, с. 56.
Cottle, D. Ireland achieving quiet success. WSJ.com, 21 September 2011.
Erlanger, St. Euro zone is imperiled by north – south divide. NYTimes.com, 2 December 2010.
Fidler, St. Making strength of zone's weakness. WSJ.com, 9 September 2011.
Finger, H. and M. Mecagni. Does sovereign debt restructuring help restore sustainability? - IMF Survey, May 7, 2007.
Joffe, J. Back to the drachma. WSJ.com, 31 May 2011.
Lachman, D. Portugal will follow Greece and Ireland to failure. FT.com, 31 March 2011.
Lewis, M. When Irish eyes are crying. VF.com, March 2011.
Mackie, D. and G. Fuzesi. The ECB's political agenda. - The Wall Street Journal, 21 July 2011.

Възникване и развитие на кризата на държавните дългове в Европейския паричен съюз

Mattich, A. Can Ireland's growth defy Keynesian wisdom? WSJ.com, 26 August 2011.

Mauldin, J. All for one euro and one euro for all, 20 May 2011, www.frontlinethoughts.com

Mauldin, J. Germany's choice: Part 2. 28 July 2011, www.frontlinethoughts.com

Muenchau, W. Muddling through will not work this time. 13 March 2011, FT.com

Murphy, M., K. Hope, J. Thompson, J. Wilson. Greek contagion fears spread to other EU banks. 15 June 2011.

Nixon, S. Governments should beware bond-market sirens. WSJ.com, 8 September 2011.

Oakley, D. Investors bet on prospect of "Greek accident". FT.com, 15 June 2011.

Patnaude, A. Greek drama spooks CDS market. WSJ.com, 16 June 2011.

Roubini, N. The euro zone heads for break up. FT.com, 13 June 2011.

Sandbu, M. Europe need not wait for Germany, FT.com, 16 August 2011.

Tilford, S. Greece and Portugal should both go gracefully. FT.com, 12 May 2011.

Webber, J. Argentina: A high-risk recovery. FT.com, 18 July 2011.

The reluctant rescuer. Economist.com, 8 August 2011.

Could the euro zone break up. 17 June 2011, www.frontlinethoughts.com

The euro crisis. If Greece goes... Economist.com, 23 June 2011.

The euro crisis. A second wave. Economist.com, 16 June 2011.

BIS Quarterly Review. December 2010, p. 16.

5.X.2011 г.