

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

315

Integracja i kryzysy na lokalnych i globalnych rynkach we współczesnym świecie

Tom 1



Redaktorzy naukowi

Jan Rymarczyk

Małgorzata Domiter

Wawrzyniec Michalczyk



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2013

Redakcja wydawnicza: Anna Grzybowska, Aleksandra Śliwka

Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz

Korekta: K. Halina Kocur

Łamanie: Beata Mazur

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się

na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie

wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wrocław 2013

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-400-4 (tom 1)

ISBN 978-83-7695-327-4 (całość)

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	11
Franciszek Adamczuk , Współpraca gospodarcza na pograniczu polsko-czeskim – aspekty przestrzenne i instytucjonalne.....	13
Marzena Adamczyk , Rola Rady Stabilności Finansowej w zapobieganiu kryzysom finansowym.....	24
Eric Ambukita , Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w województwie wielkopolskim	33
Anna Barwińska-Małajowicz , Absolwenci szkół wyższych w kontekście (nie)dostosowania oferty edukacyjnej do potrzeb pracodawców. Analiza porównawcza na przykładzie wybranych regionów w Polsce i Niemczech	43
Zbigniew Bentyn , Kryzys polityczny i jego logistyczne konsekwencje dla międzynarodowej sieci dostaw	54
Zbigniew Binek , Minimalizacja kosztów wprowadzenia euro w Polsce – doświadczenia krajów wchodzących do Unii Europejskiej w 2004 roku oraz rozwiązania własne	64
Joanna Bogolębska , Doświadczenia gospodarki światowej ze stanami globalnych nierównowag płatniczych w kontekście ich kryzysogenności.....	74
Jarosław Brach , Pozycja polskich międzynarodowych drogowych przewoźników ładunków na europejskim rynku drogowego międzynarodowego transportu towarowego – przyczyny sukcesu	85
Magdalena Broszkiewicz , Kreowanie wartości dla akcjonariuszy jako instrument rozwoju i kształtowania atrakcyjności inwestycyjnej współczesnych rynków kapitałowych.....	105
Dominika Brzęczek-Nester , Pozycja konkurencyjna polskiego przetwórstwa przemysłowego w kontekście wyników handlu zagranicznego w latach 2006-2011	115
Katarzyna Brzozowska , Wpływ kryzysu finansowego na otoczenie regulacyjne biznesu we Włoszech	125
Katarzyna Bujan , <i>Cash pooling</i> jako instrument zarządzania płynnością finansową w transnarodowych korporacjach	135
Ignacy H. Chrzanowski , NAFTA jako alternatywna forma integracji gospodarczej. Z perspektywy krajów postkomunistycznych	144
Anna Chrzęściewska , Determinanty rozwoju bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Indiach.....	157
Anna Czech , Kryzysy energetyczne we współczesnym świecie	167
Wioletta Czemiel-Grzybowska , Źródła finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w Europie w warunkach kryzysu	175

Katarzyna Czerewacz-Filipowicz , Polityka antykryzysowa Federacji Rosyjskiej na obszarze Euroazjatyckiej Wspólnoty Gospodarczej	184
Małgorzata Czermińska , Swobody rynku wewnętrznego oraz wspólna polityka konkurencji Unii Europejskiej a konkurencyjność przedsiębiorstw...	195
Małgorzata Domiter , Znaczenie globalnych reguł prowadzenia wymiany handlowej ze szczególnym uwzględnieniem KNU dla krajów rozwijających się	208
Jerzy Dudziński , Uwagi o działalności inwestorów finansowych na rynkach towarowych.....	223
Bartosz Fortuński , Czy energetyka światowa integruje się z założeniami polityki energetycznej Unii Europejskiej?.....	234
Elżbieta Golemska , Nowe metody zarządzania logistyką międzynarodową w procesie umiędzynarodawiania polskich przedsiębiorstw	244
Eugeniusz Gostomski , Proces tworzenia unii bankowej w krajach Eurolandu	256
Małgorzata Graćik-Zajackowski , <i>Fair trade</i> : szansa czy zagrożenie dla rozwoju krajów Południa?	267
Tomasz Gutowski , Bezpośrednie inwestycje zagraniczne jako główny sposób inwestowania korporacji transnarodowych w Polsce	277
Marcin Haberla, Sebastian Bobowski , Od uniwersytetu średniowiecznego do uniwersytetu trzeciej generacji	287
Rafał Hryniewiecki , Dyplomacja energetyczna – pomiędzy teorią a praktyką	298
Małgorzata Janicka , Liberalizacja przepływów kapitałowych wobec ewolucji międzynarodowego systemu walutowego	308
Anna H. Jankowiak , Japoński model komunikacji biznesowej a otwarcie japońskiej gospodarki na globalizację	319
Dorota Jankowska, Agnieszka Majka , Zmiany na lokalnych rynkach pracy województwa podkarpackiego w aspekcie przeobrażeń trójsektorowej struktury zatrudnienia	327
Dorota Jarema , Odpowiedź ASEM na światowy kryzys finansowy	337
Bohdan Jeliński , Fundamentalne konsekwencje kryzysu gospodarki globalnej	346
Ewa Klima, Magdalena Rosińska-Bukowska , Kryzys finansowy 2008 – analiza percepcji kryzysu przez społeczeństwo europejskie	357
Barbara Klimas , Kryzys państwa opiekuńczego i trudności w ograniczaniu społecznych funkcji państwa	368
Artur Klimek , Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych z krajów wschodzących do Polski	378
Karolina Klupś , Przepływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych na Ukrainie oraz ukraińskich inwestycji zagranicznych w latach 2004-2013	388
Agnieszka Kłysik-Uryszek , Wpływ kryzysu na aktywność międzynarodową przedsiębiorstw polskich	400
Agnieszka Konopelko , Polityka Unii Europejskiej wobec krajów regionu Kaukazu Południowego w kontekście globalnego kryzysu finansowego ..	410

Radosław Koszewski , Wykorzystanie zbiorów rozmytych w selekcji kandydatów do aliansu	421
Patrycja Krawczyk , Wpływ kryzysu rynków finansowych i bankowych w XXI wieku na ocenę ratingową wybranych państw	429
Anetta Kuna-Marszałek , Budowa powiązań nauki z biznesem – przegląd badań.....	439
Jarosław Kuśpit , Efekty ekonomiczne Europejskiej Polityki Sąsiedztwa Unii Europejskiej wobec państw Europy Wschodniej w okresie kryzysu gospodarczego	450
Aleksandra Kuźmińska-Haberla , Kraj pochodzenia produktu we współczesnej gospodarce.....	459
Małgorzata Stefania Lewandowska, Tomasz Gołębiowski , Innowacyjność a konkurencyjność międzynarodowa polskich przedsiębiorstw przemysłowych. Wyniki badań.....	469
Marek Maciejewski , Wiarygodność kredytowa państw w obliczu kryzysu finansów publicznych	480
Agnieszka Majka , Zróżnicowanie atrakcyjności inwestycyjnej powiatów województwa podkarpackiego.....	493
Dominika Malchar-Michalska , Międzynarodowy handel zbożem w krajach o niskim dochodzie i deficycie żywnościowym w obliczu światowego wzrostu cen żywności w latach 2006-2011	502
Arkadiusz Malkowski , Rola zarządzania strategicznego w budowaniu konkurencyjnego regionu transgranicznego na przykładzie Programu Operacyjnego Współpracy Transgranicznej Republika Czeska – Rzeczpospolita Polska 2007-2013	513
Arkadiusz Malkowski, Agnieszka Malkowska , Creating a competitive region on the example of Pomerania Euroregion	523
Witold Małachowski , Polityka antykryzysowa Niemiec a integracja europejska	533
Jakub Marszałek , Emisja obligacji zamiennych w warunkach światowego kryzysu finansowego	545
Grzegorz Mazur , Nowy kształt powszechnego systemu preferencji celnych Unii Europejskiej	555
Lidia Mesjasz , Doświadczenia historyczne w zakresie niewypłacalności państw – wnioski dla współczesnej polityki gospodarczej.....	566
Joanna Michalczyk , Główne przesłanki bezpieczeństwa żywnościowego Polski i próba jego pomiaru.....	577
Wawrzyniec Michalczyk , Znaczenie wymiany wewnątrzgałęziowej w polskim handlu zagranicznym towarami rolno-spożywczymi	592
Bartosz Michalski , Zaawansowanie technologiczne polskiego eksportu w pierwszej dekadzie XXI wieku	607

Tomasz Michałowski , Kryzys zadłużeniowy w strefie euro a trwałość relacji kursowej euro/frank CFA.....	619
Ewa Mińska-Struzik , Bariery rozwoju eksportu w polskich przedsiębiorstwach wysokiej techniki – wyniki badań własnych	630

Summaries

Franciszek Adameczuk , Economic cooperation in Polish-Czech border – spatial and institutional aspects.....	23
Marzena Adamczyk , The role of Financial Stability Board in preventing financial crises	32
Eric Ambukita , Foreign direct investment in Wielkopolska Voivodeship	42
Anna Barwińska-Małajowicz , High schools graduates in the context of (not) adjusting of educational offer to the employer expectations. Comparative analysis on the example of chosen regions in Poland and Germany	53
Zbigniew Bentyn , The political crisis and its logistic implications for international supply network	63
Zbigniew Binek , Minimizing the costs of introduction of euro in Poland – experience of countries entering the European Union in 2004 and own solutions.....	72
Joanna Bogolebska , The experience of global economy with global imbalances as a crisis-breeding element.....	84
Jarosław Brach , The position of Polish international road freight carriers on the European market of international road freight hauling – reasons behind the success	104
Magdalena Broszkiewicz , Creating value for shareholders as an instrument of growth and development of the investment attractiveness of modern capital markets.....	114
Dominika Brzęczek-Nester , Competitive position of Polish manufacturing in the context of foreign trade performance in the period 2006-2011	124
Katarzyna Brzozowska , The impact of financial crisis on the regulation environment in Italy	134
Katarzyna Bujan , <i>Cash pooling</i> as a tool for liquidity management in transnational corporations	143
Ignacy H. Chrzanowski , NAFTA as an alternative form of economic integration. From the perspective of the post-communist countries.....	156
Anna Chrzęściewska , Determinants of foreign direct investment development in India.....	166
Anna Czech , Energy crises in contemporary world.....	174
Wioletta Czemiel-Grzybowska , Sources of financing small and medium enterprises in Europe during the crisis	183
Katarzyna Czerewacz-Filipowicz , Anti-crisis policy of the Russian Federation in the area of the Eurasian Economic Community	194

Małgorzata Czermińska , Freedom of the internal market and the common EU competition policy and competitiveness of companies.....	207
Małgorzata Domiter , The importance of global trading rules with special regard to the Most Favoured Nation clause for developing countries.....	222
Jerzy Dudziński , Remarks on financial investors' engagement on commodity markets.....	233
Bartosz Fortuński , Is the global energy integrates with EU energy policy objectives?	243
Elżbieta Golemska , New methods of logistics management in the internationalization of Polish firms.....	255
Eugeniusz Gostomski , The process of creating the banking union in the eurozone	266
Małgorzata Grącik-Zajaczkowski , Fair trade: an opportunity or a threat for the development of the South?	276
Tomasz Gutowski , Foreign direct investments as the main way of transnational corporations' investments in Poland.....	286
Marcin Haberla, Sebastian Bobowski , From the medieval university to the university of the third generation.....	297
Rafał Hryniewiecki , Energy diplomacy – theoretical framework and practical applications	307
Małgorzata Janicka , The liberalization of capital flows in the presence of the evolution of the international monetary system.....	318
Anna H. Jankowiak , Japanese business communication model and the opening of the Japanese economy to the process of globalization	327
Dorota Jankowska, Agnieszka Majka , Changes on the local labor markets of the Podkarpackie Voivodeship in terms of the transformation of the three-sector structure of employment.....	336
Dorota Jarema , ASEM response to the global financial crisis	345
Bohdan Jeliński , Main consequences of global economy crisis	356
Ewa Klima, Magdalena Rosińska-Bukowska , The crisis of 2008 – analysis of European society's perception of the phenomenon.....	367
Barbara Klimas , Crisis of the welfare state and difficulties in limiting the social functions of the state.....	377
Artur Klimek , Inflows of foreign direct investment from emerging economies to Poland.....	387
Karolina Klupś , Foreign direct investment in Ukraine and the Ukrainian foreign investment flows in the years 2004-2013	399
Agnieszka Kłysik-Uryszek , Impact of economic crisis on Polish outward FDI	409
Agnieszka Konopelko , The European Union policy towards the countries of the South Caucasus region in the context of the global financial crisis.....	420
Radosław Koszewski , The use of fuzzy sets in the selection of candidates to an alliance	428

Patrycja Krawczyk , Impact of the crisis on financial and banking markets in the 21 st century on the rating of selected countries.....	438
Anetta Kuna-Marszałek , Building cooperation between science and business – literature review	449
Jarosław Kuśpit , Economic effects of the European Neighborhood Policy of the European Union towards the countries of Eastern Europe during the economic crisis	458
Aleksandra Kuźmińska-Haberla , Country of origin of a product in the modern economy	468
Małgorzata Stefania Lewandowska, Tomasz Gołębiowski , Innovativeness and international competitiveness of Polish industry. Research outcomes	479
Marek Maciejewski , The reliability of the states in the face of public finance crisis	492
Agnieszka Majka , Diversification of investment attractiveness of counties in the Podkarpackie Voivodeship.....	501
Dominika Malchar-Michalska , International cereal trade in Low-Income Food-Deficit Countries in the context of the world food price surge 2006-2011 ..	512
Arkadiusz Malkowski , Strategic management in building the competitive region on the example of Cross-border Co-operation Operational Programme of the Republic of Poland and the Czech Republic 2007-2013....	522
Arkadiusz Malkowski, Agnieszka Malkowska , Budowa konkurencyjnego regionu na przykładzie Euroregionu Pomerania.....	532
Witold Malachowski , Anti-crisis policy of Germany and European integration	544
Jakub Marszałek , Convertible bonds issuance in the time of world financial crisis	554
Grzegorz Mazur , A new shape of the Generalised System of Preferences of the European Union	565
Lidia Mesjasz , State insolvency – historical experience and lessons for current economic policy.....	576
Joanna Michalczyk , Main determinants of Poland’s food security and an attempt of its measuring	591
Wawrzyniec Michalczyk , The importance of intra-industry exchange in Polish foreign trade in agri-food products	606
Bartosz Michalski , Technological advancement of Polish exports in the first decade of the 21 st century	618
Tomasz Michalowski , Debt crisis in the eurozone and the sustainability of the euro/CFA franc rate.....	629
Ewa Mińska-Struzik , Barriers for exporting activities in Polish high-tech enterprises – own study results	640

Lidia Mesjasz

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

DOŚWIADCZENIA HISTORYCZNE W ZAKRESIE NIETYPLACALNOŚCI PAŃSTW – WNIOSKI DLA WSPÓŁCZESNEJ POLITYKI GOSPODARCZEJ

Streszczenie: Współczesny kryzys zadłużenia państw gospodarczo zaawansowanych jest niewątpliwie bezprecedensowy, jeśli chodzi o wielkość długu oraz zagrożenia polityczne i społeczne z nim związane. Teoria ekonomii wskazuje na wiele możliwych dróg wyjścia z kryzysu długu publicznego, które w rzeczywistości napotykają liczne ograniczenia. W artykule przedstawiono doświadczenia historyczne w zakresie rozwiązywania kryzysów nietyplacalności państw w ciągu ostatnich dwustu lat oraz wnioski z nich płynące dla współczesnej polityki gospodarczej.

Słowa kluczowe: typlacalność państwa, rozwiązywanie kryzysu zadłużenia, strefa euro.

1. Wstęp

Współczesny kryzys zadłużenia publicznego, którego centrum znajduje się w krajach najwyższej rozwiniętych, należy niewątpliwie do bezprecedensowych, jeśli chodzi o wielkość długu oraz zagrożenia polityczne i społeczne z nim związane. Według raportu McKinsey Global Institute, zadłużenie publiczne w świecie wynosi 41 bln dolarów, a długi prywatne są prawie trzykrotnie większe i wynoszą 117 bln dolarów. W tej sytuacji istnieje ryzyko, że długi prywatne zostaną przekształcone w długi publiczne, a państwo przejmie na siebie straty koncernów i banków. Tak się stało w następstwie międzynarodowego kryzysu finansowego, który wybuchł w latach 2007-2008 w Stanach Zjednoczonych i Unii Europejskiej. Polityka ratowania zbankrutowanych przedsiębiorstw i banków spowodowała skokowy wzrost poziomu długu publicznego. Ale wzrost długu rozpoczął się znacznie wcześniej i związany był z zapoczątkowaną w latach 80. XX w. przez zachodnie rządy neoliberalną polityką gospodarczą, która w połączeniu z ograniczeniem fiskalizmu państwa pozwoliła przedsiębiorstwom i bankom na milionowe zyski.

Zaniepokojenie, jakie budzi obecny kryzys, wynika z tego, że zostały nim dotknięte nie kraje peryferyjne, jak to do tej pory bywało, ale najwyższej rozwinięte go-

spodarki świata. Ich niewypłacalność może mieć niewyobrażalne dziś konsekwencje. Warto zatem spojrzeć w przeszłość i zastanowić się, czy nie można by skorzystać z jej doświadczeń w zakresie rozwiązywania kryzysów niewypłacalności państw. Warto również sięgnąć do teorii ekonomii i zastanowić się, która z proponowanych dróg wyjścia z kryzysu zadłużenia może stanowić realną alternatywę dla współczesnych gospodarek. Ujęcie historyczno-teoretyczne zastosowane w tym opracowaniu pozwala również na sformułowanie wniosków dotyczących najbardziej prawdopodobnych ścieżek rozwiązywania obecnego kryzysu, jak również zaleceń dla polityki gospodarczej.

2. Niewypłacalność państwa – ujęcie teoretyczno-historyczne

Pojęcie „niewypłacalności państwa” (*state insolvency*) nie ma precyzyjnej wykładni prawnej, a zatem można je zdefiniować wyłącznie opisowo. Jest to sytuacja, w której państwo lub jego rząd nie wypełnia zobowiązań finansowych wobec wierzycieli, czego przejawem jest całkowity lub częściowy brak spłaty odsetek i/lub rat kapitałowych od zaciągniętego długu¹. Rząd może zawiesić spłatę zadłużenia albo w dobrej wierze (kiedy utracił zdolność do spłaty), albo w złej wierze (kiedy może płacić, ale nie chce). W praktyce wierzycielom trudno jest ocenić rzeczywistą wolę rządu, gdyż swoją niechęć do spłaty rząd często tłumaczy niezdolnością do spłaty.

Pojęcie *insolvency* często jest utożsamiane z pojęciem *default*, które jest szersze i oznacza każde niedotrzymanie (niewypełnienie) warunków pierwotnej umowy pożyczkowej, czyli ich złamanie (*breach*). Złamanie umowy pożyczkowej może lub nie skutkować stratami dla wierzycieli. Na przykład dokonanie płatności w innym miejscu bądź w innej walucie, niż pierwotnie uzgodniono, nie musi powodować strat dla wierzycieli. W innej sytuacji wierzyciel może, na prośbę dłużnika, zmienić warunki umowy pożyczki, ale ciągłość spłat zostaje zachowana. *Default* ma również miejsce wtedy, gdy dłużnik całkowicie zawiesza spłaty, informując o tym lub nie swoich wierzycieli. Wszystkie wymienione przypadki złamania umowy pożyczki są naruszeniem jej warunków, ale różnią się co do formy i konsekwencji dla wierzycieli. Warto tutaj podkreślić, że nie każde złamanie umowy pożyczki jest równoznaczne z niewypłacalnością państwa. Ta ostatnia rodzi mniejsze lub większe straty dla wierzycieli i na ogół przybiera następujące formy:

- repudiacja (formalna odmowa honorowania zobowiązań),
- *standstill* (porozumienie dłużnika z wierzycielami o przejściowym odroczeniu płatności z tytułu długu długoterminowego i zamrożeniu lub przesunięciu terminów spłat długu krótkoterminowego),
- moratorium (oficjalna deklaracja dłużnika informująca wierzycieli o przesunięciu spłaty całości lub części długu przypadającego do spłaty w danym okresie),

¹ E. Borchard, *State Insolvency and Foreign Bondholders. General Principles*, vol. 1, Beard Books, Washington D.C. 1951 (reprinted in 2000), s. 115-117.

- *rescheduling* (zmiana harmonogramu spłat zadłużenia, polegająca z reguły na wydłużeniu terminów spłat lub negocjowaniu nowych pożyczek),
- restrukturyzacja długu (kompleksowa zmiana warunków spłaty zadłużenia, łącznie z redukcją części długu i/lub kosztów jego obsługi).

Analiza doświadczeń ostatnich 200 lat w zakresie kryzysów niewypłacalności państw pozwala na sformułowanie ciekawych wniosków, które mogą służyć politykom gospodarczym do lepszego zarządzania współczesnym kryzysem zadłużenia publicznego państw bogatych. Po pierwsze, kryzysy zadłużenia publicznego na ogół wybuchały na peryferiach światowego systemu gospodarczego (Ameryka Łacińska, Azja, kraje byłego bloku wschodniego). Kraje Ameryki Łacińskiej wielokrotnie ogłaszały niewypłacalność (np. Wenezuela 10 razy, Brazylia, Chile, Kostaryka i Ekwador po 9 razy, Meksyk, Peru i Urugwaj po 8 razy), ale co ciekawe, seryjnymi bankrutami były również niektóre kraje europejskie zaliczane dziś do grona wysoko rozwiniętych (Hiszpania bankrutowała 13 razy, Niemcy i Francja po 8 razy, Austria i Węgry po 7 razy, Portugalia i Turcja po 6 razy, a Grecja 5 razy)².

Po drugie, niezdolność krajów do spłaty zadłużenia często utrzymywała się przez kilkanaście lat, a nawet i dekad, co wskazuje na skalę trudności, jaką napotykało rozwiązywanie problemów niewypłacalności państw w XIX i XX w. Kryzysy zadłużenia najczęściej rozwiązywane były w drodze restrukturyzacji zobowiązań, którą poprzedzało bądź nie zawieszenie spłat. Efektywność tego procesu ulegała poprawie z biegiem lat i zależała od trzech czynników: stopnia instytucjonalizacji współpracy między wierzycielami, udziału przedstawicieli sektora oficjalnego (tj. rządu kraju wierzycielskiego lub organizacji międzynarodowej) w negocjacjach między państwem-dłużnikiem a jego prywatnymi wierzycielami oraz uzgodnionych między nimi warunków spłaty długu.

Stopień instytucjonalizacji współpracy między wierzycielami w pierwszej połowie XIX wieku był bardzo słaby. Negocjacje z dłużnikiem prowadziły powoływane *ad hoc* komitety wierzycieli – posiadaczy obligacji rządowych, co wydłużało czas trwania negocjacji i utrudniało szybkie osiągnięcie porozumienia. Pod koniec XIX wieku ukonstytuowały się w głównych krajach wierzycielskich stałe komitety wierzycieli, co w istotnym stopniu skróciło czas trwania negocjacji (z przeciętnie 14 lat w latach 1820-1870 do 6 lat w latach 1871-1925). Okresy te uległy dalszemu skróceniu na przełomie lat 80. i 90. XX wieku do kilku miesięcy, maksymalnie 1 roku-2 lat w przypadku bardziej złożonych umów Brady'ego³. Wpłynęły na to m.in. mniejsza liczba wierzycieli, którymi były wówczas banki komercyjne, oraz lepsza koordynacja współpracy między nimi, jaką zapewniał Klub Londyński. Ponadto ważną, pozytywną rolę w negocjacjach banków z państwowymi dłużnikami

² C.M. Reinhart, K.S. Rogoff, *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton 2009, s. 86-100.

³ Ch. Suter, *Debt Cycles in the World-Economy: Foreign Loans, Financial Crises and Debt Settlements, 1820-1990*, Westview Press, San Francisco 1992, s. 91-92.

odegrały rząd USA i Międzynarodowy Fundusz Walutowy⁴. Restrukturyzacja długu krajów wschodzących na przełomie XX/XXI wieku przebiegała zadziwiająco sprawnie, mimo iż głównymi wierzycielami państw byli prywatni posiadacze obligacji. Wpływ na to miały dwa czynniki: wykorzystanie przez kraje dłużnicze nowoczesnych instrumentów finansowych (np. jednostronnych ofert wymiany obligacji *take-it-or-leave-it*), które zapewniły duży udział wierzycieli w wymianie, oraz wprowadzenie zasady woli większości w odniesieniu do zmiany warunków umów państwowych obligacji (*majority restructuring provisions*), co znacznie przyspieszyło zawarcie porozumienia z dłużnikiem.

Po trzecie, rządy krajów wierzycielskich bardzo rzadko interweniowały w obrobie prywatnych inwestorów zagrożonych poniesieniem strat w następstwie zawieszenia spłaty zadłużenia przez zagraniczne państwo. Sytuacja w tym zakresie wyglądała zasadniczo odmiennie do wybuchu II wojny światowej i po jej zakończeniu. Przed II wojną światową rządy wierzycielskie wykorzystywały środki bezpośredniego nacisku na państwa zalegające ze spłatami zobowiązań wobec prywatnych wierzycieli, takie jak: presja dyplomatyczna, odmowa kredytów handlowych, groźba sankcji handlowych, a nawet interwencja zbrojna (np. Meksyk 1863 r., Egipt 1882 r., Wenezuela 1902-1903)⁵. Środki te zostały zaniechane po II wojnie światowej i od tamtego czasu interwencja rządów krajów wierzycielskich ogranicza się do wywierania wpływu na warunki porozumień prywatnych dłużników z państwami w sprawie uregulowania spłat zadłużenia. W tym celu wykorzystywane są głównie regulacje bankowe i inne środki prawne, które stały się dostępne w następstwie ograniczenia koncepcji immunitetu suwerena. Ponadto rządy mogą wpływać na warunki restrukturyzacji długu za pośrednictwem międzynarodowych instytucji finansowych, które zwykle uczestniczą w ich negocjowaniu.

Po czwarte, w ciągu ostatnich 200 lat zakres restrukturyzacji zadłużenia ulegał stopniowemu rozszerzeniu, a warunki spłaty złagodzeniu. W latach 1820-1870 restrukturyzacja zadłużenia obejmowała wyłącznie kapitalizację zaległych odsetek oraz zawieszanie lub wydłużenie terminów płatności. Pod koniec XIX wieku wierzyciele zgodzili się na redukcję spłat odsetek i/lub rat kapitałowych, ale tylko w wyjątkowych przypadkach⁶. Co więcej, zgoda wierzycieli na redukcję długu wią-

⁴ J.M. Boughton, *Silent Revolution: The International Monetary Fund 1979-1989*, International Monetary Fund, Washington D.C. 2001; L. Rieffel, *Restructuring Sovereign Debt. The Case for ad hoc Machinery*, Brookings Institution Press, Washington D.C. 2003.

⁵ P. Mauro, N. Sussman, Y. Yafeh, *Emerging Markets and Financial Globalization. Sovereign Bonds Spreads in 1870-1913*, Oxford University Press, Oxford 2006; Ch. Lipson, *Standing Guard: Protecting Foreign Capital in the Nineteenth and Twentieth Centuries*, University of California Press, Berkeley 1985; Ch. Lipson, *International Debt and National Security: Comparing Victorian Britain and Postwar America*, [w:] *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, eds. B. Eichengreen, P.H. Lindert, The MIT Press, Cambridge MA 1989; Ch. Suter, wyd. cyt.; K.J. Mitchener, M.D. Weidenmier, *Supersanctions and Sovereign Debt Repayment*, "NBER Working Paper" no. 11472, National Bureau of Economic Research, Cambridge MA 2005.

⁶ F. Sturzenegger, J. Zettelmeyer, *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*, MIT Press, Cambridge MA 2006, s. 15-19.

zała się z przejściem przez nich politycznej lub ekonomicznej kontroli nad państwem dłużnikiem, która polegała na zarządzaniu finansami zadłużonego państwa, administrowaniu jego zagranicznymi długami, a czasami także na przejściu własności jego aktywów (np. ziemi, kolei). Po II wojnie światowej wierzyciele zaniechali sprawowania bezpośredniej kontroli nad niewypłacalnym państwem. Kryzysy niewypłacalności, jakie miały miejsce w latach 80. i 90. XX wieku, były rozwiązywane za pomocą mechanizmów rynkowych, a kraje zadłużone były traktowane coraz bardziej ulgowo przez wierzycieli. Obok refinansowania długu, które miało zażegnać kryzys płynności, wierzyciele zastosowali środki, które umożliwiły przewyciężenie kryzysu niewypłacalności, takie jak: wydłużanie terminów spłat rat kapitałowych i okresów konsolidacji spłat, aż do redukcji długu i/lub kosztów jego obsługi łącznie⁷. Jedyłą właściwie sankcją dla krajów zawieszających spłaty było odcięcie dostępu do międzynarodowego rynku kapitałowego, co trwało najwyżej kilka lat, po czym rynek zapominał i od nowa „rozkrecał” akcję kredytową.

Warto podkreślić, że stopniowe łagodzenie warunków restrukturyzacji zadłużenia oznaczało dla wierzycieli coraz większe straty, co potwierdzają liczne badania przeprowadzone przez wielu ekonomistów (m.in. Sutura, Jorgensena i Sachsa, Rieffela oraz Sturzeneggera i Zettelmeyera)⁸. Z drugiej strony badania (m.in. Eichengreena i Portesa, Linderta i Mortona oraz Klingena, Wedera i Zettelmeyera) dowodzą, że straty poniesione przez wierzycieli w wyniku zawieszenia spłaty długów przez państwa zostały w większości badanych krajów zawiązką zrekompensowane dodatnimi stopami zwrotu w czasach dobrej koniunktury⁹. Dzięki temu, jak można sądzić, rynek długów rządowych może nadal funkcjonować, a rządy mogą prowadzić ekspansywną politykę fiskalną i finansować się na tym rynku. Czy są jakieś ograniczenia dla takiego podejścia? Wydaje się, że te granice wyznacza warunek zachowania wypłacalności państwa.

⁷ L. Rieffel, wyd. cyt., s.149-177.

⁸ Ch. Suter, wyd. cyt., s. 94-95; E. Jorgensen, J. Sachs, *Default and Renegotiation of Latin America Foreign Bonds in the Interwar Period*, [w:] *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, eds. B. Eichengreen, P.H. Lindert, The MIT Press, Cambridge MA 1989, s. 74; L. Rieffel, wyd. cyt., s. 171; F. Sturzenegger, J. Zettelmeyer, *Haircuts: Estimating Investors Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998-2005*, “IMF Working Paper” 05/137, International Monetary Fund, Washington D.C. 2005.

⁹ B. Eichengreen, R. Portes, *Debt and Default in the 1930s: Causes and Consequences*, “European Economic Review” 1986, vol. 30, s. 599-640; B. Eichengreen, R. Portes, *After the Deluge: Default, Negotiation, and Readjustment During the Interwar Years*, [w:] *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, eds. B. Eichengreen, P.H. Lindert, MIT Press, Cambridge MA 1989; P.H. Lindert, P.J. Morton, *How Sovereign Debt Has Worked*, [w:] *Developing Country Debt and Economic Performance*, ed. J. Sachs, University of Chicago Press, Chicago 1989; Ch. Klingena, B. Weder, J. Zettelmeyer, *How Private Creditors Fared in Emerging Debt Markets, 1970-2000*, “IMF Working Paper” 04/13, International Monetary Fund, Washington D.C. 2004.

3. Warunek zachowania wypłacalności państwa

Wypłacalność państwa zależy od wielu czynników, które mają wpływ na dynamikę zmian zadłużenia publicznego w stosunku do PKB w okresie bieżącym i poprzednim (Δd). Do czynników tych należą przede wszystkim: poziom nominalnego zadłużenia publicznego netto w stosunku do PKB w okresie bieżącym (d), realna stopa oprocentowania długu (r), realna stopa wzrostu PKB (g) i pierwotne saldo budżetu w stosunku do PKB (s), co można zapisać¹⁰:

$$\Delta d = -s + \left(\frac{r - \gamma}{1 + \gamma} \right) d. \quad (1)$$

Z wyrażenia (1) wynika, że zmniejszenie długu publicznego w stosunku do PKB można osiągnąć dzięki:

- generowaniu pierwotnych nadwyżek budżetowych,
- zapewnieniu stopy wzrostu realnego PKB przewyższającej realną stopę oprocentowania długu publicznego,
- redukcji kwoty długu (w drodze jego wykupu lub częściowego umorzenia).

Aby zachować stabilny poziom długu publicznego w stosunku do PKB, minimalna nadwyżka pierwotna budżetu powinna wynosić:

$$s = \left(\frac{r - \gamma}{1 + \gamma} \right) d. \quad (2)$$

Warunek utrzymania długu publicznego w stosunku do PKB na stałym poziomie może stać się warunkiem wypłacalności państwa, jeśli zmienne krótkookresowe w wyrażeniu (2) zastąpimy zmiennymi długookresowymi obrazującymi średnie wartości oczekiwane w przyszłości, co można zapisać:

$$\bar{s} = \left(\frac{\bar{r} - \bar{\gamma}}{1 + \bar{\gamma}} \right) d. \quad (3)$$

A zatem wyrażenie (3) mówi, jaki powinien być minimalny poziom nadwyżki pierwotnej budżetu gwarantujący wypłacalność państwa. Analiza tego wyrażenia pozwala zauważyć, że jeśli długoterminowa, realna stopa oprocentowania długu publicznego (\bar{r}) przewyższa długoterminowe tempo wzrostu realnego PKB ($\bar{\gamma}$), to kraj obciążony spłatą długu publicznego musi generować pierwotne nadwyżki budżetowe, aby uniknąć niewypłacalności.

W takiej sytuacji znajduje się obecnie większość poważnie zadłużonych krajów gospodarczo zaawansowanych. Z zestawienia w tab. 1 wysokości długu publicznego i pierwotnych deficytów budżetowych wynika, że w szczególnie trudnym położeniu fiskalnym są Japonia, USA, Hiszpania i Irlandia. Ich sytuacja wydaje się gorsza niż

¹⁰ W. Buitier, *Sovereign Debt Problems in Advanced Industrial Countries*, Global Economics View, Citigroup Global Markets 2010, April 26, s. 14-15.

Tabela 1. Dług publiczny, saldo pierwotne budżetu państwa i konieczne dostosowania fiskalne w krajach gospodarczo zaawansowanych w okresie 2011-2020 (jako % PKB)

Kraj	2011 r.		Konieczne dostosowania fiskalne w okresie 2011-2020 umożliwiające redukcję długu do poziomu 60% PKB w 2030 r.
	dług brutto sektora publicznego	pierwotne saldo budżetu dostosowane cyklicznie	
Japonia	126,4*	-7,7	20,3
Irlandia	106,5	-4,6	11,4
USA	102,9	-5,3**	12,8
Grecja	165,4	-1,5	10,5
Wielka Brytania	81,8	-3,7	9,4
Hiszpania	69,1	-5,1	10,6
Portugalia	107,8	0,4	6,2
Francja	86,0	-1,3	5,8
Włochy	120,1	2,0	5,6
Belgia	97,8	-0,2	5,2
Austria	72,3	0,4	1,8

* Dług netto.

**Saldo strukturalne.

Źródło: IMF, *Taking Stock. A Progress Report on Fiscal Adjustment*, Fiscal Monitor, October 2012, s. 90.

Grecji. Przywrócenie stabilności fiskalnej wymagać będzie znacznej redukcji ich deficytów pierwotnych. MFW oszacował, jaka skala redukcji tych deficytów byłaby konieczna w obecnej dekadzie (2011-2020), aby zmniejszyć dług publiczny do przedkryzysowego poziomu 60% PKB do 2030 r. Z prognoz funduszu wynika, że największe zacieśnienie fiskalne rządu 20% PKB czeka Japonię, a następnie USA (13% PKB), Irlandię (11% PKB), Grecję (10% PKB), Hiszpanię (10%) i Wielką Brytanię (9% PKB).

Powstaje pytanie, czy taka skala dostosowań fiskalnych jest możliwa i czy przyczyni się do redukcji długu? Wydaje się to mało prawdopodobne, gdyż po pierwsze, restrykcyjna polityka fiskalna spowoduje pogłębianie się recesji, a obniżenie PKB wpłynie w rezultacie na wzrost, a nie spadek zadłużenia do PKB. Po drugie, należy liczyć się z brakiem akceptacji społecznej dla cięć wydatków socjalnych i podwyższania obciążeń podatkowych, o czym przekonują dotychczasowe doświadczenia Grecji, która próbuje wdrażać drastyczne reformy fiskalne. W tej sytuacji wydaje się, że konieczne będzie rozłożenie ciężaru obniżania zadłużenia na dłuższy okres albo zastosowanie alternatywnej polityki redukcji zadłużenia, respektującej prawa społeczne, łącznie z anulowaniem części długu.

4. Możliwe sposoby redukcji zadłużenia publicznego

W teorii możliwe są następujące sposoby zmniejszenia ciężaru długu publicznego¹¹:

- zwiększenie stopy wzrostu dochodu narodowego,
- zmniejszenie oprocentowania pożyczek rządowych,
- *bail-out*, czyli napływ środków zagranicznych w formie transferów bieżących (które powiększają bazę podatkową kraju) albo transferów kapitałowych (które umożliwiają redukcję nominalnej kwoty długu *d*),
- zacieśnienie fiskalne (podwyższenie podatków i/lub cięcie wydatków publicznych),
- kreacja pieniądza (i obniżenie realnego ciężaru długu w efekcie nieoczekiwanej deprecjacji waluty i inflacji),
- *default*, czyli takie złamanie oryginalnych warunków umowy pożyczkowej, które skutkuje redukcją nominalnej kwoty długu *d*.

Doświadczenia historyczne dowodzą, że rzadko udawało się osiągnąć redukcję zadłużenia publicznego za pomocą trzech pierwszych metod. Również w warunkach współczesnego kryzysu zadłużenia publicznego krajów gospodarczo zaawansowanych ich wykorzystanie wydaje się trudne. Obecna sytuacja gospodarcza i finansowa USA i innych poważnie zadłużonych krajów wysoko rozwiniętych nie daje nadziei na rychłe przywrócenie ścieżki wzrostu gospodarczego z okresu przedkryzysowego. Większość krajów zadłużonych pogrążona jest w recesji albo notuje minimalną stopę wzrostu PKB. Podobnie nierealne wydaje się, aby stopy oprocentowania obligacji państw nadmiernie zadłużonych pozostały w dłuższym okresie na niskim poziomie, a wierzyciele nadal zgłaszali na nie popyt i traktowali je jako relatywnie bezpieczne źródło inwestowania. Długoterminowe stopy procentowe będą rosły w oczekiwaniu na wzrost inflacji w następstwie polityki „ilościowego poluzowania”. Pozostają zatem trzy rozwiązania: zacieśnienie fiskalne, kreacja pieniądza lub zawieszenie spłat.

Peryferyjne kraje strefy euro mają nadzieję, że zdołają przywrócić stabilność fiskalną za pomocą cięć wydatków, które pozwolą im na wygenerowanie pierwotnych nadwyżek budżetowych. W przeszłości cięcia fiskalne rzadko były skutecznym środkiem przywracania stabilności fiskalnej, głównie z powodu politycznych i społecznych barier ich wykonalności. Historia zna praktycznie tylko jeden przypadek kraju nadmiernie zadłużonego, który zdołał wyjść z kryzysu zadłużenia publicznego inną drogą niż drukowanie pieniądza lub zawieszenie spłaty. Mowa tu o Wielkiej Brytanii, która w ciągu wieku (1815-1914) spłaciła swój dług publiczny dzięki kombinacji trzech czynników: pierwotnym nadwyżkom budżetowym, niskim stopom procentowym i wysokiej dynamice wzrostu gospodarczego. Sukces Wielkiej Brytanii w znacznym stopniu był możliwy dzięki przewagom, jakie wówczas posiadała nad innymi krajami nadmiernie zadłużonymi (możliwość eksploatacji zasobów największego na świecie imperium brytyjskiego oraz wykorzystanie pozycji lidera re-

¹¹ W. Buiter, wyd. cyt., s. 21.

wolucji przemysłowej). Ponadto ważnym czynnikiem, który umożliwił państwu brytyjskiemu wdrożenie niepopularnych decyzji fiskalnych, był niedemokratyczny wówczas system reprezentacji parlamentarnej (jedynie warstwy posiadające miały swoich reprezentantów w parlamencie).

Jeśli pominąć wyjątkowe sytuacje, kiedy cięcia fiskalne są możliwe, pozostają w praktyce dwa sposoby zmniejszenia ciężaru długu publicznego: drukowanie pieniądza lub zawieszenie spłaty. Drukowanie pieniądza jest możliwe w przypadku krajów suwerennych w polityce monetarnej, takich jak Stany Zjednoczone czy Wielka Brytania, oraz tych, które są zadłużone we własnej walucie. Dla krajów, które nie prowadzą niezależnej polityki monetarnej (np. kraje strefy euro) lub których zadłużenie zagraniczne jest denominowane w walucie obcej, pozostaje zawieszenie spłaty długu. Takie rozwiązanie najprawdopodobniej ostatecznie czeka Grecję i inne *de facto* niewypłacalne kraje strefy euro (Irlandię, Portugalię i Hiszpanię), ponieważ żadne transfery kapitałowe z zagranicy w gruncie rzeczy nie zastąpią skali koniecznego zacieśnienia fiskalnego w tych krajach. Konsolidacja fiskalna zajmie wiele lat, a zmęczenie z nią związane wywoła niepokoje społeczne i żądania przerzucenia większego ciężaru dostosowań na wierzycieli rządowych, a tym samym ryzyko zawieszenia spłaty długu wzrośnie.

Obniżenie realnego ciężaru długu publicznego za pomocą inflacji zostało z powodzeniem zrealizowane przez USA i Wielką Brytanię po II wojnie światowej. Stany Zjednoczone obniżyły swój dług federalny ze 120% PKB w 1946 r. do 31% PKB w 1974 r., a Wielka Brytania zredukowała dług publiczny netto z 238% PKB w 1947 r. do 25% PKB w 1991 r. Analiza roli czynników, które się do tego przyczyniły, przeprowadzona przez W. Buitera, wykazała, że Wielka Brytania osiągnęła redukcję długu głównie dzięki inflacji (wpływ inflacji na redukcję długu dwukrotnie silniejszy niż wzrostu gospodarczego), a USA w równej części dzięki inflacji i wzrostowi gospodarczemu¹².

Doprowadzenie do erozji realnego poziomu długu publicznego za pomocą kreacji pieniądza może być trudne do realizacji w XXI wieku, i to w przypadku zarówno Stanów Zjednoczonych, jak i krajów strefy euro. Obecnie wierzycielami państw nie są już indywidualni posiadacze rządowych obligacji, jak to było w XIX i XX wieku, lecz w większości inwestorzy instytucjonalni lub zagraniczne władze monetarne, których trudno posądzać o naiwność. Można oczekiwać, że w obliczu ryzyka wzrostu inflacji lub zawieszenia spłaty długu podniosą oni oprocentowanie pożyczek państwowych znacznie powyżej oczekiwanej stopy inflacji, w efekcie czego koszty obsługi długu publicznego drastycznie wzrosną w następstwie wzrostu realnych stóp procentowych.

¹² W. Buiter, wyd. cyt., s. 23-29.

5. Podsumowanie

Powyższe rozważania dowodzą, że możliwości wyboru realnych ścieżek rozwiązania obecnego kryzysu niewypłacalności państw są bardzo ograniczone i sprowadzają się do: zacieśnienia fiskalnego, kreacji pieniądza lub zawieszenia spłat, przy czym dla krajów strefy euro pozostają cięcia fiskalne lub zawieszenie spłat. Biorąc pod uwagę praktyczną wykonalność oraz koszty i korzyści konsolidacji fiskalnej, w tym jej negatywny wpływ na wzrost gospodarczy, zawieszenie spłat i restrukturyzacja zadłużenia połączona z jego częściową redukcją wydają się najbardziej realną opcją, co oczywiście wymaga przeprowadzenia dalszych badań.

Zakładając, że jedynym kosztem niewypłacalności peryferyjnych krajów strefy euro byłaby czasowa utrata dostępu do międzynarodowych rynków kapitałowych, połączona ze wzrostem stopy oprocentowania nowych pożyczek, szkody systemowe byłyby prawdopodobnie mniejsze niż te, jakie by wywołała niewypłacalność dużych, międzynarodowych instytucji finansowych. Po pierwsze, dźwignia finansowa w przypadku państw jest niższa, a po drugie, aktywa i zobowiązania państw są mniej złożone i bardziej przejrzyste w porównaniu do instytucji prywatnych. W konsekwencji restrukturyzacja długu publicznego mogłaby być szybsza i bardziej uporządkowana w porównaniu do skomplikowanej restrukturyzacji długu prywatnego, który często występuje w formie trudno identyfikowalnych i wielokrotnie lewarowanych zobowiązań.

Literatura

- Borchard E., *State Insolvency and Foreign Bondholders. General Principles*, vol. 1, Beard Books, Washington D.C. 1951 (reprinted in 2000).
- Boughton J.M., *Silent Revolution: The International Monetary Fund 1979-1989*, International Monetary Fund, Washington D.C. 2001.
- Buiter W., *Sovereign Debt Problems in Advanced Industrial Countries*, Global Economics View, Citigroup Global Markets 2010, April 26, s. 14-15.
- Eichengreen B., Portes R., *Debt and Default in the 1930s: Causes and Consequences*, "European Economic Review" 1986, vol. 30.
- Eichengreen B., Portes R., *After the Deluge: Default, Negotiation, and Readjustment During the Interwar Years*, [w:] *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, eds. B. Eichengreen, P.H. Lindert, MIT Press, Cambridge MA 1989.
- IMF, *Taking Stock. A Progress Report on Fiscal Adjustment*, Fiscal Monitor, October 2012.
- Jorgensen E., Sachs J., *Default and Renegotiation of Latin America Foreign Bonds in the Interwar Period*, [w:] *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, eds. B. Eichengreen, P.H. Lindert, The MIT Press, Cambridge MA 1989.
- Klingen Ch., Weder B., Zettelmeyer J., *How Private Creditors Fared in Emerging Debt Markets, 1970-2000*, "IMF Working Paper" 04/13, International Monetary Fund, Washington D.C. 2004.
- Lindert P.H., Morton P.J., *How Sovereign Debt Has Worked*, [w:] *Developing Country Debt and Economic Performance*, ed. J. Sachs, University of Chicago Press, Chicago 1989.

- Lipson Ch. , *Standing Guard: Protecting Foreign Capital in the Nineteenth and Twentieth Centuries*, University of California Press, Berkley 1985.
- Lipson Ch., *International Debt and National Security: Comparing Victorian Britain and Postwar America*, [w]: *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, eds. B. Eichengreen, P.H. Lindert, The MIT Press, Cambridge MA 1989.
- Mauro P., Sussman N., Yafeh Y., *Emerging Markets and Financial Globalization. Sovereign Bonds Spreads in 1870-1913*, Oxford University Press, Oxford 2006.
- Mitchener K.J., Weidenmier M.D., *Supersanctions and Sovereign Debt Repayment*, “NBER Working Paper” no. 11472, National Bureau of Economic Research, Cambridge MA 2005.
- Reinhart C.M., Rogoff K.S., *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton 2009.
- Rieffel L., *Restructuring Sovereign Debt. The Case for ad hoc Machinery*, Brookings Institution Press, Washington D.C. 2003.
- Sturzenegger F., Zettelmeyer J., *Haircuts: Estimating Investors Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998-2005*, “IMF Working Paper” 05/137, International Monetary Fund, Washington D.C. 2005.
- Sturzenegger F., Zettelmeyer J., *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*, MIT Press, Cambridge MA 2006.
- Suter Ch., *Debt Cycles in the World-Economy: Foreign Loans, Financial Crises and Debt Settlements, 1820-1990*, Westview Press, San Francisco 1992.

STATE INSOLVENCY – HISTORICAL EXPERIENCE AND LESSONS FOR CURRENT ECONOMIC POLICY

Summary: The ongoing public debt crisis in advanced economies is unarguably unprecedented in terms of the size of the debt as well as political and social threats that it implicates. The theory of economics states variety of ways how public debt crises can be resolved. However, in reality the choices are limited. The paper describes historical experiences of how the sovereign debt crises have been dealt with during the last 200 years, and lessons that can be learnt by current economic policy.

Keywords: state solvency, debt crisis resolution, euro zone.