

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 406

Globalizacja – gra z dodatnim czy ujemnym wynikiem?

Redaktorzy naukowci
Małgorzata Domiter
Bogusława Drelich-Skulska
Wawrzyniec Michalczyk



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2015

Redakcja wydawnicza: Aleksandra Śliwka
Redakcja techniczna i korekta: Barbara Łopusiewicz
Łamanie: Beata Mazur
Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania
znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa
www.pracnaukowe.ue.wroc.pl
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Publikacja udostępniona na licencji Creative Commons
Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 3.0 Polska
(CC BY-NC-ND 3.0 PL)



© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2015

ISSN 1899-3192
e-ISSN 2392-0041

ISBN 978-83-7695-543-8

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Zamówienia na opublikowane prace należy składać na adres:
Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
53-345 Wrocław, ul. Komandorska 118/120
tel./fax 71 36 80 602; e-mail: econbook@ue.wroc.pl
www.ksiegarnia.ue.wroc.pl

Druk i oprawa: TOTEM

Spis treści

| | |
|------------|---|
| Wstęp..... | 9 |
|------------|---|

Część 1. Międzynarodowe przepływy towarów, usług i kapitałów w dobie procesów globalizacji

| | |
|---|-----|
| Dominika Brzęczek-Nester: Polski eksport w latach 1999-2014 – kluczowe tendencje w ujęciach ilościowym, branżowym i geograficznym | 15 |
| Agnieszka Hajdukiewicz: Transatlantyckie Partnerstwo Handlowo-Inwestycyjne jako szansa rozwoju eksportu polskich towarów | 28 |
| Dorota Agata Jarema: Stosunki handlowe pomiędzy Unią Europejską i Chińską Republiką Ludową po 2001 roku | 43 |
| Artur Klimek: Small and medium sized enterprises in international trade: the case of Central and Eastern European countries..... | 54 |
| Jan Rymarczyk: Eksport jako forma internacjonalizacji KGHM Polska Miedź S.A. | 70 |
| Joanna Skrzypczyńska: Chiny w WTO | 86 |
| Marta Wincewicz-Bosy: Wpływ wybranych czynników społecznych na międzynarodowy łańcuch dostaw zwierząt przeznaczenia rzeźnego | 93 |
| Wojciech Zysk: Międzynarodowe obroty usługowe w latach 2004-2013 | 103 |
| Magdalena Myszkowska: Miejsce krajów najsłabiej rozwiniętych w międzynarodowym handlu usługami..... | 115 |
| Michał Brzozowski, Paweł Śliwiński, Grzegorz Tchorek: Integracja podejścia makroekonomicznego i portfelowego w analizie czynników determinujących przepływy kapitału międzynarodowego..... | 127 |
| Justyna Majchrzak-Lepczyk: Rola branży e-commerce w rozwoju rynku powierzchni magazynowych | 140 |

Część 2. Ugrupowania integracyjne, gospodarki narodowe i inni gracze wobec wyzwania integracyjnego

| | |
|--|-----|
| Eric Ambukita: Francja i Afryka: nowa era współpracy gospodarczej | 153 |
| Anna Chrzęściewska: Charakterystyka polityki społecznej Meksyku na tle procesów globalizacji | 165 |
| Małgorzata Dziembała: Polityka na rzecz wspierania innowacyjności w krajach BRICS na przykładzie Republiki Południowej Afryki | 174 |

| | |
|--|-----|
| Sławomir Wyciślak: Korporacje transnarodowe w warunkach złożoności | 186 |
| Anna Janiszewska: Polityka społeczna w krajach europejskich jako odpowiedź na zachodzące zmiany demograficzne | 197 |
| Zdzisław W. Puślecki: Unia Europejska wobec bezpieczeństwa ekonomicznego w warunkach globalizacji | 210 |
| Katarzyna Żukrowska: Napięcia w sąsiedztwie UE jako czynnik stymulujący zmiany | 221 |

Część 3. Polska w globalnej gospodarce – wybrane problemy

| | |
|---|-----|
| Jarosław Brach: Polski sektor międzynarodowego drogowego transportu ładunków – historia, sytuacja obecna oraz perspektywy i możliwości rozwoju w przyszłości | 243 |
| Dorota Jankowska, Agnieszka Majka: Zmiany na rynku pracy w Polsce na tle przemian zachodzących w krajach UE | 268 |
| Bogdan Buczkowski, Agnieszka Kłysik-Uryszek, Aneta Kuna-Marszałek: Polish OFDI – scale, structure and trends | 279 |
| Agnieszka Piasecka-Głuszak: Główne przesłanki i napotymane bariery we wdrożeniu <i>kaizen</i> w przedsiębiorstwach na rynku polskim | 289 |
| Eugeniusz M. Pluciński: Istota bezpieczeństwa ekonomicznego Polski z perspektywy globalizacji regionalnej i światowej. Wybrane aspekty | 306 |

Część 4. Znaczenie komunikacji i marketingu dla kształtowania postaw w globalnej gospodarce

| | |
|---|-----|
| Karolina M. Klupś-Orłowska: Private English tutoring industry in China on the example of the activity of New Oriental Education & Technology Group | 323 |
| Aleksandra Kuźmińska-Haberla, Monika Chutnik: Szkolenia międzykulturowe jako sposób na zwiększenie konkurencyjności polskich inwestorów na rynkach zagranicznych | 333 |
| Agata Linkiewicz: Ewolucja marketingu szeptanego jako narzędzia komunikacji marketingowej w świetle rozwoju technologii informacyjnych | 346 |
| Barbara Szymoniuk: Globalne marnotrawstwo zasobów – wyzwanie dla zrównoważonego marketingu | 358 |

Część 5. Państwo w globalnej gospodarce

| | |
|---|-----|
| Lidia Mesjasz: Koszty restrukturyzacji zadłużenia zagranicznego państwa... | 369 |
| Dorota Michalak: Przemiany strukturalne na rynku pracy jako efekt zmian klimatycznych | 382 |
| Michał Nowicki: Sanckje jako wolicjonalny środek wywierania presji na państwa naruszające ład międzynarodowy | 391 |

Summaries

Part 1. International flows of foods, services and capitals at the time of the globalization processes

| | |
|--|-----|
| Dominika Brzęczek-Nester: Polish export in 1999-2014 – key trends in quantitative, structural and geographical terms | 15 |
| Agnieszka Hajdukiewicz: Transatlantic Trade and Investment Partnership as a development opportunity for the exports of Polish goods | 28 |
| Dorota Agata Jarema: Trade relations between the European Union and the Peoples Republic of China after 2001 | 43 |
| Artur Klimek: Małe i średnie przedsiębiorstwa w handlu międzynarodowym. Przykład krajów Europy Środkowej i Wschodniej | 54 |
| Jan Rymarczyk: Export as a form of KGHM Polska Miedź S.A. internationalization | 70 |
| Joanna Skrzypczyńska: China in the WTO | 86 |
| Marta Wincewicz-Bosy: Influence of some social factors on the international supply chain of animals for slaughter destination | 93 |
| Wojciech Zysk: International turnover service in the years 2004-2013 | 103 |
| Magdalena Myszowska: The importance of least developed countries in the global services trade | 115 |
| Michał Brzozowski, Paweł Śliwiński, Grzegorz Tchorek: Integrated macroeconomic and portfolio approach in the analysis of the international capital flows determinants | 127 |
| Justyna Majchrzak-Lepczyk: Role of e-commerce industry in the development of the market for warehouse space | 140 |

Part 2. Integration groups, national economies and other players towards integration challenge

| | |
|--|-----|
| Eric Ambukita: France and Africa: a new era of economic cooperation | 153 |
| Anna Chrzęćewska: The characteristics of social policy of Mexico on the basis of processes of globalization | 165 |
| Małgorzata Dziembala: The policy promoting innovation in the BRICS countries – the case of the Republic of the South Africa | 174 |
| Sławomir Wyciślak: Transnational corporations under complexity | 186 |
| Anna Janiszewska: Social policy in the European countries as a response to the demographic changes | 197 |
| Zdzisław W. Puślecki: European Union in the face of the European security in the conditions of globalization | 210 |
| Katarzyna Żukrowska: Tension in the neighborhood of the European Union as a factor stimulating changes | 221 |

Part 3. Poland in global economy – selected problems

| | |
|--|-----|
| Jarosław Brach: Polish sector of international road freight transport hauliers – history, contemporary situation and the perspective and possibilities of its development in the future | 243 |
| Dorota Jankowska, Agnieszka Majka: Changes on the labor market in Poland compared to the changes taking place in the EU..... | 268 |
| Bogdan Buczkowski, Agnieszka Kłysik-Uryszek, Anetta Kuna-Marszałek: Polskie inwestycje bezpośrednie – skala, struktura, tendencje..... | 279 |
| Agnieszka Piasecka-Głuszak: Main reasons and faced barriers in implementing kaizen in enterprises on the Polish market | 289 |
| Eugeniusz M. Pluciński: The essence of the economic security of Poland from a perspective of regional and worldwide globalisation | 306 |

Part 4. Importance of communication and marketing for shaping attitudes in global economy

| | |
|---|-----|
| Karolina M. Klupś-Orłowska: Rynek prywatnych korepetycji w Chinach na przykładzie działalności New Oriental Education & Technology Group... .. | 323 |
| Aleksandra Kuźmińska-Haberla, Monika Chutnik: Intercultural trainings as a way of increasing the competitiveness of Polish investors in foreign markets..... | 333 |
| Agata Linkiewicz: Evolution of word-of-mouth marketing as a tool of marketing communication in the light of IT development | 346 |
| Barbara Szymoniuk: Global waste of resources – a challenge for sustainable marketing | 358 |

Part 5. State in global economy

| | |
|--|-----|
| Lidia Mesjasz: The costs of sovereign debt restructurings | 369 |
| Dorota Michalak: Structural changes in the labor market as a result of climate changes | 382 |
| Michał Nowicki: Sanctions as a volitional means of impact on states infringing international order..... | 391 |

Lidia Mesjasz

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie
e-mail: mesjaszl@uek.krakow.pl

KOSZTY RESTRUKTURYZACJI ZADŁUŻENIA ZAGRANICZNEGO PAŃSTWA

THE COSTS OF SOVEREIGN DEBT RESTRUCTURINGS

DOI: 10.15611/pn.2015.406.28

JEL Classification: F34, G01, H63, P43

Streszczenie: Teoria zakłada, że zawieszenie spłaty zadłużenia zagranicznego przez państwo może być kosztowne. Aby uniknąć tych kosztów, kraje na ogół spłacają swoje długi. Autorka stawia pytanie: czy i w jakim zakresie doświadczenia empiryczne potwierdzają założenia teorii, i próbuje na nie odpowiedzieć, dokonując przeglądu bogatej literatury ekonomicznej poświęconej zadłużeniu państwa, ze szczególnym uwzględnieniem najnowszych opracowań empirycznych. Autorka dochodzi do wniosku, że doświadczenia empiryczne w niewielkim stopniu potwierdzają założenia i przewidywania modeli teoretycznych o istnieniu zewnętrznych kosztów zawieszenia spłaty długu w postaci bezpośrednich sankcji wierzycieli lub wykluczenia dłużnika z międzynarodowych rynków kapitałowych, natomiast potwierdzają istnienie kosztów wewnętrznych ponoszonych przez gospodarkę i podmioty prywatne kraju dłużnika.

Słowa kluczowe: zadłużenie państwa, zadłużenie zagraniczne, kryzys, restrukturyzacja, koszty.

Summary: Theory implies that sovereign defaults can be costly and therefore states usually repay their debts. The paper focuses especially on answering the question: Is the empirical evidence on sovereign defaults consistent with the predictions and assumptions of the theoretical literature? Or do we have to change our views based on the new empirical works? The paper surveys the economic literature on sovereign defaults and restructurings with a focus on the new empirical contributions. The paper finds limited support for theoretical explanations that sovereign defaults lead to external sanctions or exclusion from the international capital market and for more support for explanations that emphasize domestic costs of default.

Keywords: sovereign default, external debt, debt restructuring, costs.

1. Wstęp

Problemy zawieszania spłaty zagranicznego zadłużenia przez państwa zyskały ponownie na znaczeniu w ostatnich latach. Związane to było z nową generacją kryzysów zadłużenia, zapoczątkowaną kryzysem niewypłacalności Rosji w sierpniu 1998 r.

Ostatnie doświadczenia kryzysowe podały w wątpliwość niektóre „stare” koncepcje teoretyczne i zrodziły nowe pytania. Relatywnie szybkie, w porównaniu z poprzednimi dekadami, odzyskanie dostępu do międzynarodowych rynków kapitałowych, podważyło pogląd, zgodnie z którym zamknięcie dostępu do tych rynków miało być karą za zawieszenie spłaty długu. XXI wiek przyniósł nowe koncepcje teoretyczne, które dają nowe odpowiedzi na stare pytania. Jednocześnie nastąpił swoisty wysyp nowych opracowań empirycznych poświęconych kosztom zawieszania spłaty długów przez państwa. Jeszcze około 30 lat temu niewiele było prac na ten temat, a najczęściej cytowaną była książka Anatola Kaletsky’ego z 1985 r. pt. *The Costs of Default*.

Wśród ekonomistów panuje konsensus, że w sytuacji braku lub niskiej skuteczności mechanizmów umożliwiających egzekwowanie zagranicznych zobowiązań państwa jedynym realnym bodźcem skłaniającym rządy do spłaty zadłużenia są koszty zawieszenia spłaty. Im wyższe są te koszty, tym większa skłonność do spłaty długu. Nie ma natomiast zgody co do wielkości i rodzaju tych kosztów. Tradycyjna literatura ekonomiczna koncentrowała się na dwóch rodzajach kosztów: kosztach reputacji, które w skrajnym przypadku mogły prowadzić do całkowitego wykluczenia dłużnika z międzynarodowych rynków kapitałowych [Eaton, Gersovitz 1981], oraz kosztach bezpośrednich sankcji wierzycieli, takich jak prawne zajęcie własności dłużnika czy nałożenie embarga handlowego [Bulow, Rogoff 1989]. Literatura współczesna, dostrzegając fakt, że posiadaczami obligacji rządowych nie są wyłącznie zagraniczni inwestorzy, ale w znakomitej większości inwestorzy krajowi i rezydenci, zaczęła zwracać większą uwagę na koszty zawieszenia spłaty dla gospodarki kraju dłużnika, a zwłaszcza dla krajowego systemu bankowego. Banki krajowe są bowiem głównymi posiadaczami rządowych obligacji i kryzys zadłużenia państwa może poważnie osłabić ich bilanse, a nawet być przyczyną runu na banki.

Niniejszy artykuł zawiera przegląd literatury ekonomicznej z ostatnich 30 lat, ze szczególnym uwzględnieniem najnowszych opracowań empirycznych. Przegląd ten ma umożliwić udzielanie odpowiedzi na pytanie: czy doświadczenia empiryczne dotyczące implikacji zawieszenia spłaty długu przez państwo są spójne z przewidywaniami i założeniami modeli teoretycznych czy też musimy zrewidować dotychczasowe poglądy na ten temat na podstawie najnowszych wyników badań empirycznych. Należy zauważyć, że stosowane w tym artykule określenie „zawieszenie spłaty” obejmuje wszelkie sytuacje niehonorowania przez państwo warunków umów pożyczkowych (*default*), w tym także dobrowolną lub wymuszoną restrukturyzację zadłużenia, która skutkuje stratami dla wierzycieli.

Analizie poddano pięć rodzajów kosztów, jakie mogą powstać w następstwie zawieszenia spłaty długu przez państwo. Koszty te zostały omówione w kolejnych częściach artykułu: koszty reputacji (część 2), koszty sankcji (część 3), koszty dla produkcji krajowej (część 4), koszty dla krajowego sektora finansowego (część 5) oraz koszty polityczne (część 6). Najważniejsze wnioski podsumowano w części siódmej (ostatniej).

2. Koszty reputacji

Literatura teoretyczna badająca problemy zadłużenia zagranicznego państw, zarówno tradycyjna [Eaton, Gersovitz 1981], jak i bardziej współczesna (m.in. [Kletzer, Wright 2000; Aguiar, Gopinath 2006; Kovrijnykh, Szentes, 2007; Arellano 2008; Yue 2010]) zakłada, że zawieszenie spłaty długu podważa reputację rządu na międzynarodowych rynkach kapitałowych, powodując w efekcie trwałe lub czasowe zamknięcie do nich dostępu i/lub wzrost kosztów zaciągania pożyczek.

Empirycznych dowodów na poparcie hipotezy o „kosztach reputacji” dostarczają English [1996] i Tomz [2007]. English [1996] analizował niewypłacalność stanów USA w XIX w. i zauważył, że ponieważ zagraniczni wierzyciele nie mogli nałożyć sankcji handlowych na poszczególne stany, które zawiesiły spłaty swoich długów, to stany, które kontynuowały spłaty, robiły to wyłącznie dlatego, że chciały zachować wiarygodność, a nie z powodu zagrożenia embargiem handlowym. Tomz [2007] na podstawie analizy przypadków doszedł do wniosku, że reputacja jest główną przyczyną motywującą kraje do spłaty zadłużenia.

Badania empiryczne pokazały również, że zawieszenie spłaty nie powoduje trwałego wykluczenia z międzynarodowych rynków kapitałowych, a jedynie czasową utratę dostępu, która obejmuje okres od momentu zawieszenia spłat do momentu zakończenia procesu restrukturyzacji długu. Kraje, które zawiesiły spłaty w ciągu ostatnich 30 lat, stosunkowo szybko, po podpisaniu porozumienia z wierzycielami, odzyskały dostęp do międzynarodowych rynków kapitałowych. Jeśli przez „dostęp” rozumiemy możliwość emisji obligacji i zaciągania kredytów na rynkach kapitałowych, to okres wykluczenia wynosił średnio 4 lata w latach 80. XX w. i 2 lata w latach 90. XX w. [Gelos, Sahay, Sandleris 2011]. Przy węższej definicji „dostępu” rozumianego jako dodatni transfer nettookres wykluczenia był nieco dłuższy i wynosił 5,5 roku w latach 80. XX w., 4,1 roku w latach 90. XX w. i 2,5 roku w pierwszej dekadzie XXI w. [Richmond, Dias 2008].

Kolejnym interesującym odkryciem empirycznym jest to, że reputacja płatnicza nie jest najważniejszym czynnikiem determinującym dostęp do międzynarodowych rynków kapitałowych. O wiele większe znaczenie mają czynniki zewnętrzne, takie jak globalne cykle pożyczkowe oraz nastroje zagranicznych inwestorów. Potwierdza to reakcja międzynarodowych rynków kapitałowych na kryzys zadłużenia lat 30. XX w. Do połowy lat 60. XX w. międzynarodowe rynki kapitałowe pozostawały zamknięte dla prawie wszystkich krajów rozwijających się, zarówno tych, które zawiesiły spłaty zadłużenia, jak i tych, które je kontynuowały, by zachować wiarygodność (np. Argentyna). Kiedy w połowie lat 60. XX w. rynki kapitałowe zostały ponownie otwarte, obydwie grupy krajów uzyskały podobne warunki dostępu [Jorgensen, Sachs 1989]. Cykle boomów pożyczkowych i kryzysów płatniczych lat 80. i 90. XX w. potwierdzają hipotezę, że przeszłość płatnicza dłużnika nie determinuje jego dostępu do międzynarodowego rynku kapitałowego. Kraje, które zawiesiły spłaty w latach 80. XX w. zdołały przyciągnąć znaczne ilości kapitału w latach 90.

XX w., a kraje, które zawiesiły spłaty w latach 90. XX w., odzyskały dostęp do rynków kapitałowych niemal natychmiast po zakończeniu restrukturyzacji zadłużenia [Panizza, Sturzenegger, Zettelmeyer 2009].

Teorie koncentrujące się na kosztach reputacji zakładają również, że zawieszenie spłat zadłużenia ma negatywny wpływ na koszty zaciągania pożyczek na międzynarodowych rynkach kapitałowych. Badania empiryczne dowodzą, że ten wpływ jest ilościowo nieistotny i co najwyżej krótkotrwały. Do analizy wpływu zawieszenia spłat na koszty pożyczek wykorzystano ratingi kredytowe (które są silnie skorelowane z kosztami zaciągania pożyczek) oraz marże odsetkowe. Wyniki badań potwierdzają związek między zawieszaniem spłat a niższymi ratingami kredytowymi, ale wpływ ten nie jest długotrwały i ma tendencję do zanikania po pięciu latach od zawieszenia spłat [Cantor, Packer 1996; Reinhart, Rogoff, Savastano 2003; Borensztein, Panizza 2008]. Gwałtowny wzrost marż odsetkowych zaobserwowano tylko w pierwszym i drugim roku po restrukturyzacji długu. Borensztein i Panizza [2008] badali wysokość marż oprocentowania pożyczek dla 31 krajów wschodzących w latach 1997-2004 i zauważyli, że były one wyższe o 400 p.b. w pierwszym roku i o 250 p.b. w roku drugim po restrukturyzacji długu. Flandreau i Zumer [2004] zaobserwowali podobną tendencję dla okresu 1880-1914: w pierwszym roku po zawieszeniu spłat marże były o 90 p.b. wyższe w porównaniu z czasami spokojnymi, ale wkrótce spadły. Lindert i Morton [1989] oraz Chowdhry [1991] zaobserwowali, że zawieszenie spłat zadłużenia w XIX w. i w latach 30. XX w. nie wpłynęło na wyższe koszty zaciągania pożyczek w latach 70. XX w.

Odmienne wyniki przyniosło nowe badanie empiryczne oparte na kompleksowych danych dotyczących restrukturyzacji zadłużenia państw wobec zagranicznych banków i posiadaczy obligacji w latach 1970-2010 (łącznie 180 restrukturyzacji w 86 krajach) [Cruces, Trebesch 2011]. Autorzy dowiedli, że koszty zawieszenia spłaty długu zależą od wielkości strat wierzycieli. Im wyższe są te straty, tym wyższe koszty zaciągania nowych pożyczek i dłuższy okres wykluczenia z rynków kapitałowych. Obliczono, że wzrost strat wierzycieli o jedno odchylenie standardowe (22 punkty procentowe) skutkuje wzrostem marż obligacji rządowych o 150 p.b. w pierwszym roku i o 70 p.b. w czwartym i piątym roku po restrukturyzacji zadłużenia oraz niższym o 50% prawdopodobieństwem odzyskania dostępu do międzynarodowych rynków kapitałowych w każdym roku po restrukturyzacji długu.

3. Sankcje wierzycieli

Klasyczne modele zadłużenia zakładają, że wierzyciele mogą zastosować bezpośrednie sankcje wobec kraju, który nie wywiązuje się ze swoich zagranicznych zobowiązań [Sachs, Cohen 1982; Bulow, Rogoff 1989; Fernandez, Rosenthal 1990]. Powstaje pytanie, jaką formę mogą one przyjmować i czy są empiryczne dowody ich stosowania. Udzielenie odpowiedzi na te pytania umożliwi krótki przegląd trzech rodzajów sankcji: polityczna lub militarna presja ze strony rządów działających w

interesie prywatnych wierzycieli, sankcje prawne (w tym zajęcie lub groźba zajęcia aktywów dłużnika przez wierzycieli) oraz redukcja handlu.

Mitchener i Weidenmier [2005] udokumentowali kilka przypadków stosowania „supersankcji” w okresie funkcjonowania klasycznej waluty złotej (1870-1914). Sankcje te miały formę interwencji militarnej (tzw. „dyplomacja kanonierek”) i z reguły sprowadzały się do przejścia kontroli nad dochodami z ceł i podatków kraju-dłużnika przez rządy działające w imieniu prywatnych wierzycieli (np. Tunezja 1870 r., Egipt 1882 r., Turcja 1882 r., Grecja 1898 r., Maroko 1905 r. oraz kilka krajów Ameryki Środkowej na początku XX w.). Kontrowersje budzi, czy „dyplomacja kanonierek” była rzeczywistą karą za zawieszenie spłaty długu czy może pretekstem do załatwienia innych spraw. Tomz [2007] twierdzi, że rzeczywistą przyczyną interwencji militarnych były inne kwestie sporne, takie jak wojny domowe czy konflikty terytorialne.

„Supersankcje” przestały być stosowane w XX wieku. Prawdopodobnie straciły one na znaczeniu w związku z ograniczeniem immunitetu suwerena po II wojnie światowej i wzrostem możliwości indywidualnego dochodzenia roszczeń przed sądem przez prywatnych wierzycieli. Rzeczywiście, jak pokazują doświadczenia lat 90. XX w., wierzyciele, którzy odmówili restrukturyzacji długu (*holdouts*), otrzymali prawie pełny zwrot roszczeń na mocy orzeczeń sądu zezwalających na zajęcie komercyjnych aktywów dłużnika pod obcą jurysdykcją [Panizza, Sturzenegger, Zetzelmeier 2009]. Odzyskane przez wierzycieli kwoty stanowiły niewielki procent całkowitego zadłużenia poszczególnych krajów. Stąd nie wydaje się, aby groźba procesów sądowych była wystarczająco dotkliwą karą powstrzymującą państwa przed zawieszeniem spłat. Po drugie, możliwości wykorzystania procesów sądowych jako czynnika odstrasżającego są słabe ze względu na ograniczoną dostępność aktywów dłużnika pod obcą jurysdykcją.

Trzecią formą sankcji za zawieszenie spłaty długu jest spadek handlu. Systematyczne badania empiryczne dotyczące handlowych implikacji zawieszenia spłaty długu prowadzone są od niedawna. Po raz pierwszy problemem tym zajął się Rose [2005], który badał wpływ restrukturyzacji zadłużenia w Klubie Paryskim na handel kraju dłużniczego z krajami wierzycielskimi. Badaniem objęto 200 krajów w ciągu 50 lat (1948-1997). Rose stwierdził bardzo silny i długotrwały wpływ zawieszenia spłaty na handel bilateralny. Spadek handlu wyniósł 8% w skali rocznej i utrzymywał się przez 15 lat. Rose nie wyjaśnił, co było przyczyną spadku handlu.

Generalnie są dwa kanały, którymi zawieszenie spłaty długu może wpływać na handel: bezpośrednio sankcje (restrykcje) handlowe oraz ograniczenie dostępu do kredytów handlowych. Niewiele jest dowodów empirycznych potwierdzających stosowanie przez wierzycieli bezpośrednich sankcji handlowych w odwecie za zawieszenie spłaty długu. Tradycyjna literatura teoretyczna zakłada, że groźba sankcji handlowych może być silnym bodźcem do spłaty długów [Bulow, Rogoff 1989; Fernandez, Rosenthal 1990; Lane 1999]. Założenie to potwierdza przykład Argentyny, która nie zawiesiła spłat zadłużenia w latach 30. XX w. w obawie przed sankcjami

ze strony Wielkiej Brytanii [Díaz-Alejandro 1983]. W jakim stopniu groźba sankcji handlowych zapobiega zawieszaniu spłat, pozostaje kontrowersyjne.

Martinez i Sandleris [2011], opierając się na danych i metodologii Rose'a [2005], testowali założenie, że redukcja handlu może być wynikiem bezpośrednich restrykcji handlowych. Autorzy postawili hipotezę, że gdyby wierzyciele, którzy ponieśli straty w wyniku restrukturyzacji długu, ukarali dłużnika sankcjami, to handel dwustronny dłużnika z krajami wierzycielskimi powinien spaść bardziej niż handel dłużnika z ogółem partnerów handlowych. Takiego efektu jednak nie zaobserwowano. Natomiast stwierdzono spadek globalnego handlu (o ok. 3,2% rocznie) trwający przez pierwsze pięć lat po restrukturyzacji długu.

Bardziej prawdopodobne wydaje się, że czynnikiem wywołującym spadek handlu jest redukcja dostępu do zagranicznych kredytów handlowych, jakiej doświadczają krajowi eksporterzy i importerzy w następstwie zawieszenia spłaty długu przez rząd. Zawieszenie spłaty zwiększa bowiem ryzyko wprowadzenia ograniczeń dewizowych przez rząd, które pogarszają zdolność firm prywatnych do obsługi zagranicznego zadłużenia. W rezultacie ich wiarygodność kredytowa spada, a wraz z nią dostęp do zagranicznych kredytów handlowych.

Hipoteza mówiąca, że zawieszenie spłaty długu przez rząd wpływa na spadek handlu głównie „kanałem” kredytowym, została empirycznie zweryfikowana przez kilku badaczy. Borensztein i Panizza [2010] oraz Zymek [2012] badali w tym celu handel gałęziowy i odkryli, że gałęzie proeksportowe, które są bardziej uzależnione od finansowania zewnętrznego, najwięcej „ucierpiały” z powodu zawieszenia spłaty długu (spadek eksportu był tam większy), przy czym efekt redukcji handlu był krótkotrwały. Z kolei Arteta i Hale [2008] zaobserwowali silniejszy spadek handlu w firmach nie nastawionych na eksport.

Przytoczone wyniki badań sugerują, że spadek handlu jest raczej symptomem ograniczenia dostępu do międzynarodowego rynku kapitałowego niż konsekwencją zawieszenia spłaty długu samą w sobie. Jeśli zaakceptujemy tezę, potwierdzoną wynikami większości badań empirycznych ostatnich 30 lat, że zawieszenie spłaty długu nie powoduje odcięcia dłużnika od międzynarodowych rynków kredytowych, to koszty handlowe zawieszenia spłaty nie muszą się zmaterializować.

4. Skutki dla produkcji krajowej

Liczba opracowań empirycznych badających związki między zawieszeniem spłaty długu a wzrostem gospodarczym jest relatywnie mała. Wynika to głównie z trudności skonstruowania ekonometrycznie wiarygodnych metod badawczych umożliwiających wyizolowanie kosztów generowanych wyłącznie przez kryzysy zadłużenia, które przeważnie są częścią składową znacznie szerszych kryzysów gospodarczych. O ile stosunkowo łatwo jest wykazać ujemną korelację między zawieszeniem spłaty długu a wzrostem gospodarczym, o tyle znacznie trudniej jest sprawdzić, czy jest ona wynikiem zawieszenia spłaty jako takiej czy też wielu innych czynników będą-

cych przyczyną zarówno zawieszenia spłaty, jak i gospodarczej recesji. Co więcej, nie łatwo jest określić kierunek związku przyczynowego między wzrostem gospodarczym a zawieszeniem spłaty.

Doświadczenia pokazują, że związek ten jest dwustronny. Standardowe modele długu zakładają, że kraje zawieszają spłaty w „czasach złych”, tzn. gdy poziom produkcji jest poniżej linii trendu [Aguiar, Gopinath 2006; Rochet 2006]. Badania empiryczne potwierdzają to założenie. Levy-Yeyati i Panizza [2011] badali zmiany PKB podczas 32 epizodów zawieszenia spłat, jakie miały miejsce w latach 1982-2003 i stwierdzili, że spadek produkcji poprzedza zawieszenie spłaty długu (które zwykle ma miejsce w dolnej fazie recesji). Tomz i Wright [2007] zauważyli tę samą ujemną (aczkolwiek słabszą, niż przewiduje teoria) korelację między produkcją a zawieszeniem spłaty długów w latach 1820-2004.

Związek przyczynowy zachodzi też w przeciwnym kierunku, tzn. zawieszenie spłaty może spowodować spadek produkcji lub pogłębienie istniejącego spadku, przynajmniej w krótkim okresie. Przeprowadzone niedawno testy empiryczne potwierdzają negatywny wpływ zawieszenia spłaty na wielkość produkcji. Sturzenegger [2004] oszacował, że w następstwie zawieszenia spłaty długu produkcja spadła o około 0,6% rocznie, a jeśli zawieszeniu spłaty towarzyszył kryzys bankowy, spadek produkcji wyniósł 2,2% rocznie. De Paoli, Hoggarth i Saporta [2009] obliczyli spadek produkcji na 5% rocznie i stwierdzili, że może on utrzymywać się nawet do 10 lat i trwa tym dłużej, im dłuższy jest okres zawieszenia spłat. Zaobserwowali również, podobnie jak Sturzenegger, że spadek produkcji jest większy, gdy kryzys zadłużenia występuje łącznie z kryzysem bankowym i/lub walutowym.

Powstaje pytanie, w jaki sposób zawieszenie spłaty długu wpływa na spadek krajowej produkcji. Próbuje na nie odpowiedzieć nowe modele teoretyczne. Jedna grupa modeli [Catão, Kapur 2006; Kapur, Fostel, Catão 2007; Sandleris 2008] zakłada, że zawieszenie spłat długu ujawnia złe informacje o rządzie lub gospodarce, co może pobudzać odpływ kapitału i/lub spadek konsumpcji i inwestycji. Inne modele zakładają, że zawieszenie spłaty długu przez rząd może osłabiać zdolność sektora prywatnego do zaciągania kredytów zagranicznych (np. z powodu wprowadzenia przez rząd kontroli przepływów kapitałowych). Mendoza i Yue [2008] twierdzą, że w sytuacji utrudnionego dostępu do kapitału operacyjnego firmy prywatne mają trudności finansowania zakupu importowanych nakładów do produkcji, więc zastępują je substytutami krajowymi, co prowadzi do nieefektywnej realokacji pracy z produkcji dóbr finalnych do produkcji dóbr pośrednich, co negatywnie wpływa na ogólną produktywność czynników¹.

Niewiele jest jeszcze prac empirycznych weryfikujących powyższe założenia. Sturzenegger i Zettelmeyer [2006] analizowali indywidualne przypadki kryzysów

¹ Gdyby krajowe dobra pośrednie były doskonałymi substytutami zagranicznych dóbr pośrednich, to zawieszenie spłaty długu nie miało by negatywnego wpływu na produkcję krajową, bo producenci dóbr finalnych mogliby je swobodnie zastępować bez żadnych dodatkowych kosztów.

zadłużenia na przełomie wieków XX/XXI i zauważyli, że zawieszenie spłaty długu może pogłębiać kryzysy gospodarcze, ponieważ nasila ucieczkę kapitału². Fuentes i Saravia [2010] odkryli, że zawieszenie spłaty długu spowodowało spadek napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich o 2% PKB rocznie, przy czym redukcja napływu dotyczyła głównie krajów wierzycielskich.

Arteta i Hale [2008] zauważyli, że po restrukturyzacji zadłużenia wobec wierzycieli oficjalnych wielkość pożyczek zagranicznych i emisji zagranicznych obligacji przedsiębiorstw spadła o ponad 20%. Nie jest jednak jasne, czy spadek pożyczek był spowodowany redukcją podaży kredytu czy redukcją popytu na kredyt. Das, Papaioannou i Trebesch [2010; 2011] oszacowali, że pożyczki zagraniczne sektora prywatnego spadły nawet o 40%, przy czym silniejszy efekt negatywny miało zawieszenie spłat wobec wierzycieli prywatnych niż oficjalnych. Ponadto autorzy odkryli inne czynniki ryzyka (takie jak: wyższe marże oprocentowania obligacji rządowych oraz niższe ratingi kraju), które mają silny negatywny wpływ na dostęp sektora prywatnego do kredytów zagranicznych, nawet bez formalnego zawieszenia spłat.

5. Skutki dla krajowego sektora finansowego

Zawieszenie spłaty długu przez państwo wpływa nie tylko na zagranicznych, ale i na krajowych posiadaczy obligacji rządowych. Ostatnie kryzysy zadłużenia dowodzą, że w rękach rezydentów, zwłaszcza banków, może znajdować się znaczna część, a niekiedy nawet większość obligacji rządowych. Oznacza to, że zawieszenie spłaty długu przez rząd może mieć poważne konsekwencje dla krajowego sektora finansowego [Sturzenegger, Zettelmeyer 2006].

Przede wszystkim zawieszenie spłaty długu może prowadzić do kryzysu bankowego i zapaści na krajowym rynku kredytowym, skutkującej ograniczeniem dostępu do kredytów (*creditcrunch*). Może do tego dojść z kilku powodów. Po pierwsze, zawieszenie spłaty długu może spowodować spadek zaufania do krajowego systemu finansowego i prowadzić do runu na banki, skutkującego kryzysem bankowym lub przynajmniej zapaścią kredytową. Po drugie, nawet bez runu na banki, zawieszenie spłaty wpływa negatywnie na bilanse banków, zwłaszcza jeśli ich zasoby obligacji rządowych są duże, co skłania je do przyjęcia bardziej ostrożnej polityki pożyczkowej. Po trzecie, zawieszenie spłaty długu przez rząd skutkuje osłabieniem praw wierzycieli lub co najmniej wzrostem niepewności w odniesieniu do tych praw, co może negatywnie odbić się na działalności pożyczkowej banków³.

² Porównanie kryzysów w Argentynie w 2002 r. (kryzys walutowy i zawieszenie spłat długu) i w Brazylii w 1999 r. (kryzys walutowy bez zawieszenia spłat długu) pozwala zauważyć, że odpływ kapitału był znacznie większy w Argentynie. W Brazylii napływ kapitału dłużnego spadł, ale zagraniczne inwestycje bezpośrednie (ZIB) pozostały na stałym poziomie, a nawet wzrosły. W Argentynie zmniejszył się napływ zarówno kapitału dłużnego, jak i ZIB, pomimo iż ZIB nie „ucierpiały” bezpośrednio z powodu zawieszenia spłat długu.

³ Szersze omówienie możliwych kanałów transmisji kryzysu zadłużenia państwa na sektora bankowy i finansowy znajduje się w opracowaniu Międzynarodowego Funduszu Walutowego [IMF 2002].

Wyniki badań empirycznych potwierdzają związek przyczynowy między kryzysem zadłużenia a kryzysem bankowym. Levy-Yeyati, Peria, Soledad i Schmukler [2010] dowiedli, że kryzys zadłużenia państwa może przyczynić się do runu na banki, a Borensztein i Panizza [2009] oraz Gennaioli, Martin i Rossi [2010], że zawieszenie spłaty długu przez rząd zwiększa prawdopodobieństwo kryzysu bankowego. Wymownym tego przykładem jest kryzys rosyjski z 1998 r. [Sturzenegger, Zettelmeyer 2006]. Ogłoszenie przez rosyjski rząd w sierpniu 1998 r. decyzji o zawieszeniu spłaty i restrukturyzacji długu oraz dewaluacji rubla, spowodowało run na banki, co doprowadziło do ich niewypłacalności, załamania krajowego systemu płatniczego i zawieszenia spłaty zagranicznych zobowiązań banków. Głównym kanałem transmisji kryzysu był duży udział w aktywach banków papierów wartościowych rosyjskiego rządu, wynoszący w przededniu kryzysu 31,5% [IMF 2002].

6. Koszty polityczne

Zawieszenie spłaty długu może kosztować polityków i urzędników rządowych utratę pracy lub zniszczenie ich politycznych karier. Stąd trudno się dziwić, że opóźniają zawieszenie spłaty nawet, jeśli wiedzą, że jest ono nieuniknione. Ten argument był wysuwany np. w odniesieniu do zawieszenia spłaty długu przez Argentynę w 2001 r., ale trudno go udowodnić [Sturzenegger, Zettelmeyer 2006].

Wysokie polityczne koszty zawieszenia spłaty długu mają dwie konsekwencje. Pozytywną jest to, że mogą zwiększać skłonność kraju do spłaty długu. Negatywną zaś to, że mogą zachęcać polityków do podejmowania działań ryzykownych, by ocalić siebie, które, jeśli się nie powiodą, mogą wzmacniać gospodarcze koszty kryzysu zadłużenia. Opóźnianie decyzji o zawieszeniu spłat może być kosztowne co najmniej z trzech powodów: 1) niewiarygodna, restrykcyjna polityka fiskalna jest nieskuteczna, jeśli chodzi o uniknięcie zawieszenia spłaty i prowadzi do spadku produkcji, 2) przedłużający się klimat niepewności i wysokich stóp procentowych ma negatywny wpływ na inwestycje i bilanse banków, 3) opóźnianie zwieszenia spłat ma bezpośredni negatywny wpływ na sektor finansowy (aby uniknąć zawieszenia spłat, banki mogą być zmuszane do kupowania obligacji rządowych, które później tracą na wartości, a utrzymujący się klimat niepewności osłabia kondycję finansową banków, co może być przyczyną runu na banki).

Niewiele jest opracowań empirycznych badających polityczne koszty zawieszenia spłaty długu. Są natomiast prace pokrewne, obrazujące polityczne konsekwencje dewaluacji walut. Cooper [1971] i Frankel [2005] dowiedli, że dewaluacje walut często prowadzą do utraty głosów wyborczych przez partię rządzącą oraz skrócenia kadencji szefa rządu lub ministra finansów. Borensztein i Panizza [2008] oraz Malone [2011] pokazali, że zawieszenie spłaty długu może mieć podobne polityczne konsekwencje. Gdyby kolejne badania potwierdziły ich wyniki, to można by posta-

wić wniosek, że zawieszanie spłat długu następuje zbyt rzadko (albo zbyt późno) ze społecznego punktu widzenia, ponieważ politycy prowadzą „grę na ocalenie” (*gamble for redemption*).

7. Zakończenie

Kryzysy zadłużenia zagranicznego państw są przedmiotem analiz teoretycznych i badań empirycznych od wielu lat. Ekonomistów i prawników nurtuje pytanie, dlaczego kraje na ogół spłacają swoje zagraniczne długi, pomimo iż nie ma skutecznych prawnych mechanizmów ich egzekwowania. Po drugie, kryzysy zadłużenia generują koszty, zarówno dla dłużnika, jak i dla wierzycieli, ale nie ma zgody wśród badaczy, jakiego rodzaju są to koszty i w jakim stopniu obciążają dłużnika. Możliwe, że obecność tych kosztów powstrzymuje kraje przed zawieszeniem spłaty długów. Podsumujmy, jak na te pytania odpowiada najnowsza literatura empiryczna.

Po pierwsze, 30 lat badań nie dało satysfakcjonującej odpowiedzi na pytanie, dlaczego kraje spłacają swoje długi. Żadne kary za zawieszanie spłaty długu, o jakich mówią klasyczne teorie długu suwerennego, nie znalazły solidnego potwierdzenia w badaniach empirycznych. Wykluczenie z międzynarodowych rynków kapitałowych nie trwa długo (średnio 2 lata), a wzrost kosztów zaciągania pożyczek jest niewielki i krótkotrwały (rok-2 lata). Nowe badanie empiryczne [Cruces, Trebesch 2011] rzuca nowe światło na problem kosztów, dowodząc, że zależą one od wielkości strat wierzycieli. Spadek handlu wydaje się realnym kosztem zawieszenia spłaty długu, ale badania nie dały jednoznacznej odpowiedzi, jakimi drogami zawieszenie spłaty redukuje wielkość handlu. Nie ma też dowodów na stosowanie sankcji dyplomatycznych czy militarnych, przynajmniej po II wojnie światowej. Sankcje prawne zyskały ponownie na znaczeniu pod koniec lat 90. XX w., ale praktyczne możliwości ich wykorzystania są słabe ze względu na ograniczoną dostępność aktywów dłużnika pod obcą jurysdykcją, które mogłyby być zajęte przez wierzycieli.

Po drugie, wyniki badań empirycznych w znacznym stopniu potwierdzają założenia i przewidywania nowych modeli teoretycznych, które koncentrują się na wewnętrznych kosztach zawieszenia spłaty długu, tj. kosztach ponoszonych przez gospodarkę i podmioty prywatne kraju dłużnika. Badania wykazały negatywny wpływ kryzysów zadłużenia na stabilność krajowego systemu finansowego, produkcję krajową i sektor prywatny. Zawieszenie spłaty długu może wzmacniać spadkowy trend produkcji obserwowany w czasie kryzysów zadłużenia, aczkolwiek mechanizm tego wpływu nie jest jasny. Najprawdopodobniej zawieszenie spłaty ujawnia złe informacje o rządzie lub gospodarce dłużnika, w konsekwencji czego może powodować odpływ kapitału i/lub spadek konsumpcji i inwestycji. Alternatywnie zawieszenie spłaty może osłabiać zdolność sektora prywatnego do zaciągania kredytów zagranicznych. Badania empiryczne weryfikujące te założenia dopiero raczkują.

Podsumowując, należy stwierdzić, że trzydzieści lat badań poświęconych zadłużeniu państw nie dało odpowiedzi na kluczowe pytania, które były ich motorem

napędowym. Badania umożliwiły natomiast odrzucenie niektórych wstępnych hipotez i pozwoliły lepiej zrozumieć, w jakich obszarach należy je kontynuować. Jednym z takich obszarów są społeczne konsekwencje opóźnienia przez polityków decyzji o zawieszeniu spłaty zadłużenia.

Literatura

- Aguiar M., Gopinath G., 2006, *Defaultable debt, interest rates and the current account*, Journal of International Economics, vol. 69, no. 1, s. 64-83.
- Arellano C., 2008, *Default risk and income fluctuations in emerging economies*, American Economic Review, vol. 98, no. 3, s. 690-720.
- Arteta C., Hale G., 2008, *Sovereign debt crises and credit to the private sector*, Journal of International Economics, vol. 74, no. 1, s. 53-69.
- Borensztein E., Panizza U., 2008, *The costs of sovereign default*, IMF Working Paper, no. 08/238.
- Borensztein E., Panizza U., 2009, *The costs of sovereign default*, IMF Staff Papers, vol. 56, no. 4, s. 683-741.
- Borensztein E., Panizza U., 2010, *Do sovereign defaults hurt exporters?*, Open Economies Review, vol. 21, no. 3, s. 393-412.
- Bulow J., Rogoff K.S., 1989, *A constant recontracting model of sovereign debt*, Journal of Political Economy, vol. 97, no. 1, s. 155-178.
- Cantor R., Packer F., 1996, *Determinants and impact of sovereign credit ratings*, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, vol. 2, no. 2, s. 37-53.
- Catão L., Kapur S., 2006, *Volatility and the debt-intolerance paradox*, IMF Staff Papers, vol. 53, no. 2, s. 195-218.
- Chowdhry B., 1991, *What is different about international lending?*, Review of Financial Studies, vol. 4, no. 1, s. 121-148.
- Cooper R.N., 1971, *Currency devaluation in developing countries*, Essays in International Finance no. 86, Princeton University, Princeton, NJ.
- Cruces J.J., Trebesch Ch., 2011, *Sovereign defaults: The price of haircuts*, CESifo Working Paper, no. 3604.
- Das U.S., Papaioannou M.G., Trebesch Ch., 2010, *Sovereign default risk and private sector access to capital in emerging markets*, IMF Working Paper, no. 10/10.
- Das U.S., Papaioannou M.G., Trebesch Ch., 2011, *Spillovers of sovereign default risk: How much is the private sector affected?*, [w:] Kolb R.W. (ed.), *Sovereign debt: From safety to default*, Wiley, New York, s. 33-42.
- De Paoli B., Hoggarth G., Saporta V., 2009, *Output costs of sovereign crises: Some empirical estimates*, Bank of England Working Paper, no. 362.
- Díaz-Alejandro C.F., 1983, *Stories of the 1930s for the 1980s*, [w:] Armella P.A., Dornbusch R., Obstfeld M. (eds.), *Financial policies and the world capital market: The problem of Latin American countries*, University of Chicago Press, Chicago.
- Eaton B., Gersovitz M., 1981, *Debt with potential repudiation: Theoretical and empirical analysis*, Review of Economic Studies, vol. 48, no. 2, s. 289-309.
- English W.B., 1996, *Understanding the costs of sovereign default: American state debts in the 1840s*, American Economic Review, vol. 86, no. 1, s. 259-275.
- Fernandez R., Rosenthal R.W., 1990, *Strategic models of sovereign-debt renegotiations*, Review of Economic Studies, vol. 57, no. 3, s. 331-349.

- Flandreau M., Zumer F., 2004, *The making of global finance 1880-1913*, Organisation for Economic Cooperation and Development, Paris and Washington, DC.
- Frankel J. A., 2005, *Contractionary currency crashes in developing countries*, IMF Staff Papers, vol. 52, no. 2, s. 149-92.
- Fuentes M., Saravia D., 2010, *Sovereign defaulters: Do international capital markets punish them?*, Journal of Development Economics, vol. 91, no. 2, s. 336-347.
- Gelos G.R., Sahay R., Sandleris G., 2011, *Sovereign borrowing by developing countries: what determines market access?*, Journal of International Economics, vol. 83, no. 2, s. 243-254.
- Gennaioli N., Alberto M., Rossi S., 2010, *Sovereign default, domestic banks and financial institutions*, CEPR Discussion Papers, no. 7955.
- IMF, 2002, *Sovereign debt restructurings and the domestic economy experience in four recent cases*, International Monetary Fund, Washington, DC., <http://www.imf.org/external/NP/pdr/sdrm/2002/022102.pdf> (23.02.2015).
- Jorgensen E., Sachs J., 1989, *Default and renegotiation of Latin American foreign bonds in the interwar period*. [w:] Eichengreen B., Lindert P.H. (eds.), *The international debt crisis in historical perspective*, MIT Press, Cambridge, MA and London, s. 48-85.
- Kaletsky A., 1985, *The Costs of Default*, Priority Press, New York.
- Kapur S., Fostel A., Catão L., 2007, *Persistent gaps, volatility types, and default traps*, IMF Working Paper, no. 07/148.
- Kletzer K.M., Wright B.D., 2000, *Sovereign debt as intertemporal barter*, American Economic Review, vol. 90, no. 3, s. 621-639.
- Kovrijnykh N., Szentes B., 2007, *Equilibrium default cycles*, Journal of Political Economy, vol. 90, no. 3, s. 621-639.
- Lane P., 1999, *North-South lending with moral hazard and repudiation risk*, Review of International Economics, vol. 7, no. 1, s. 50-58.
- Levy-Yeyati E., Panizza U., 2011, *The elusive cost of sovereign defaults*, Journal of Development Economics, vol. 94, no. 1, s. 95-105.
- Levy-Yeyati E., Peria E.M., Soledad M., Schmukler S.L., 2010, *Depositor behavior under macroeconomic risk: Evidence from bank runs in emerging economies*, Journal of Money, Credit and Banking, vol. 42, no. 4, s. 585-614.
- Lindert P.H., Morton P.J., 1989, *How sovereign debt has worked?*, [w:] Sachs J. (ed.), *Developing country debt and economic performance*, vol. 1: *The international financial system*, University of Chicago Press, Chicago and London, s. 39-106.
- Malone S.W., 2011, *Sovereign indebtedness, default, and gambling for redemption*, Oxford Economic Papers, vol. 63, no.2, s. 331-354.
- Martinez J.V., Sandleris G., 2011, *Is it punishment? Sovereign defaults and the decline in trade*, Journal of International Money and Finance, vol. 30, no. 6, s. 909-930.
- Mendoza E.G., Yue V.Z., 2008, *A solution to the default risk-business cycle disconnect*, NBER Working Papers, no. 13861.
- Mitchener K.J., Weidenmier M.D., 2005, *Supersanctions and sovereign debt repayment*, NBER Working Papers, no. 11472.
- Panizza U., Sturzenegger F., Zettelmeyer J., 2009, *The economics and law of sovereign debt and default*, Journal of Economic Literature, vol. 47, no. 3, s. 651-98.
- Reinhart C.M., Rogoff K.S., Savastano M.A., 2003, *Debt intolerance*, Brookings Papers on Economic Activity, vol. 1, s. 1-62.
- Richmond Ch., Dias D.A., 2008, *Duration of capital market exclusion: Stylized facts and determining Factors*, http://personal.anderson.ucla.edu/christine.richmond/Marketaccess_0808.pdf (23.02.2015).
- Rochet J.Ch., 2006, *Optimal sovereign debt: An analytical approach*, Inter-American Development Bank Research Department Working Paper, no. 573.

- Rose A.K., 2005, *One reason countries pay their debts: renegotiation and international trade*, Journal of Development Economics, vol. 77, no. 1, s. 189-206.
- Sachs J., Cohen D., 1982, *LDC borrowing with default risk*, NBER Working Papers, no. 925.
- Sandleris G., 2008, *Sovereign defaults: Information, investment and credit*, Journal of International Economics, vol. 76, no. 2, s. 267-275.
- Sturzenegger F., 2004, *Toolkit for the analysis of debt problems*, Journal of Restructuring Finance, vol. 1, no. 1, s. 201-203.
- Sturzenegger F., Zettelmeyer J., 2006, *Debt defaults and lessons from a decade of crises*, MIT Press, Cambridge MA.
- Tomz M., 2007, *Reputation and international cooperation: Sovereign debt across three centuries*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Tomz M., Wright M.L.J., 2007, *Do countries default in "bad times"?*, Journal of the European Economic Association, vol. 5, no. 2-3, s. 352-360.
- Yue V., 2010, *Sovereign default and debt renegotiation*, Journal of International Economics, vol. 80, no. 2, s. 176-187.
- Zymek R., 2012, *Sovereign default, international lending, and trade*, IMF Economic Review, vol. 60, no. 3, s. 365-394.