

dr Małgorzata Gajda-Kantorowska<sup>1</sup>

Katedra Ekonomii Stosowanej  
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

## Koszty bankructwa państwa

### WPROWADZENIE

Wybuch globalnego kryzysu finansowego oraz reakcja rządów w celu złagodzenia jego skutków doprowadziły do niespotykanego do tej pory nagromadzenia długu publicznego w okresie pokoju, szczególnie w krajach wysoko rozwiniętych. Będący tego przejawem kryzys zadłużenia w strefie euro, w tym szczególnie bankructwo Grecji w 2012 r., na nowo ożywiły dyskusję na temat potencjalnych korzyści i kosztów niewywiązywania się rządów ze swoich zobowiązań, tym bardziej że po raz pierwszy w historii zjawisko to dotknęło kraj zaliczany do grupy krajów o wysokim poziomie rozwoju.

Celem opracowania jest przedstawienie najważniejszych teorii oraz wybranych wyników badań empirycznych dotyczących kosztów bankructwa państwa. Oszacowanie potencjalnych kosztów bankructwa państwa stanowi niezbędną wiedzę dla rządów w celu podjęcia decyzji, w jak dużym stopniu w warunkach kryzysu zadłużenia opłacalne jest unikanie niewypłacalności w porównaniu z kosztami i korzyściami wywiązywania się ze zobowiązań. Zidentyfikowanie źródeł tych kosztów stanowi z kolei podstawę do wyboru metod ich łagodzenia oraz poprawy funkcjonowania rynków rządowych papierów wartościowych.

### POJĘCIE I ISTOTA BANKRUCTWA PAŃSTWA

W literaturze ekonomicznej występuje wiele odmiennych definicji bankructwa państwa (*sovereign default*). Jedną z najczęściej przywoływanych jest bankructwo z punktu widzenia prawnego (*de jure default*), które występuje w sytuacji, gdy rząd kraju dłużnika nie dokonuje zgodnej z umową obsługi zaciągniętego długu z pominięciem okresu karencji [Hatchondo, Martinez, Sapri-

---

<sup>1</sup> Adres korespondencyjny: Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, ul. Rakowicka 27, 31-510 Kraków, e-mail: gajdam@uek.krakow.pl.

za, 2007, s. 164]. Jednak z biegiem czasu doszło do ewolucji pojęcia „bankructwo państwa” polegającej na rozszerzeniu jego zakresu ze względu na praktykę krajów pogrążonych w trudnościach budżetowych do unikania bankructwa w sensie prawnym na rzecz restrukturyzacji zadłużenia. Obecnie do analiz najczęściej wykorzystuje się więc definicję opracowaną przez agencję Standards & Poors [Standards & Poors, 2012] i stosowaną przez inne agencje ratingowe. Oprócz bankructwa w sensie prawnym definicja ta obejmuje także przypadki, gdy rząd kraju-dłużnika zwraca się do wierzycieli z propozycją restrukturyzacji długu na warunkach mniej korzystnych niż w ramach pierwotnej umowy. Definicja ta obejmuje więc także inne, mniej bezpośrednie formy bankructwa, np. zredukowany poziom rat, wydłużenie okresu płatności, obniżenie kuponu, zmianę waluty spłaty długu, zamianę rządowego długu na udziały w ramach programów prywatyzacyjnych na warunkach mniej korzystnych itp. [Kraemer, Gill, 2011, s. 2–4; Cruces, Trebesch, 2013, s. 86–87].

W tym znaczeniu w 2012 r. doszło do bankructwa Grecji: wierzyciele prywatni ponieśli straty o wartości około 100 mld euro (tzw. *haircut*), co stanowiło około 53% wartości nominalnej ich aktywów.

Oprócz ww. przypadków definicja bankructwa państwa może obejmować również [Beers, Mavalwalla, 2016, s. 2]:

- odmowę wypłacenia gwarancji przez rząd, jeżeli taka została udzielona,
- uzyskanie pożyczki z MFW o wartości przekraczającej poziom kwoty członkowskiej danego kraju w MFW (np. Grecja w 2012 r. uzyskała pomoc z tej instytucji przekraczającą 18-krotność kwoty członkowskiej tego kraju).

Od początku lat 90. rozszerzeniu uległ też zakres pojęcia „kryzys zadłużenia” ze względu na fakt, że bardziej popularny stał się sposób finansowania deficytów budżetowych na rynkach obligacji w miejsce zaciągania pożyczek bankowych. Dlatego oprócz przypadków bankructwa państwa do definicji kryzysu zadłużenia zalicza się także sytuacje, gdy poziom spreadu<sup>2</sup> od rządowych papierów wartościowych przekracza krytyczną granicę równą 1000 punktów bazowych (10 p.p.) [Pectatori, Sy, 2007, s. 307]. W praktyce uczestnicy rynku często postrzegają przekroczenie tej granicy jako zapowiedź turbulencji na rynkach obligacji.

Adekwatność tej definicji została potwierdzona w postaci rodzaju trudności fiskalnych, które dotknęły tzw. kraje PIGS w ramach kryzysu zadłużenia publicznego w strefie euro, którego początki zaobserwowano już w 2010 r. i przejawiającego się głównie w postaci gwałtownie rosnącego poziomu spreadów dla tych krajów. Obawy wynikające z rozprzestrzenienia się tego zjawiska na inne kraje tej strefy doprowadziły do utworzenia funduszy ratunkowych w strefie euro przez UE, ECB przy wsparciu MFW.

---

<sup>2</sup> *Spread* to różnica pomiędzy rentownością instrumentu obciążonego ryzykiem kredytowym i instrumentu uznawanego za wolny od ryzyka kredytowego lub o najniższym ryzyku w danej klasie [zob. np. Sejm RP].

Niewywiązywanie się rządów ze zobowiązań wyrażonych w walucie krajowej nosi nazwę bankructwa wewnętrznego (*domestic debt default*), które polega na wykorzystywaniu przez rząd atrybutów władzy, w tym celowego stwarzania niespodziewanej inflacji, co pozwala na obniżenie ciężaru długu wyrażonego w walucie krajowej poprzez podatek inflacyjny oraz rentę emisyjną. Z kolei bankructwo zewnętrzne (*sovereign external defaults*) dotyczy niehonorowania przez rządy zobowiązań wobec wierzycieli zagranicznych. Z analizy przeprowadzonej przez C. Reinhart i Rogoffa [2009, s. 111–129] wynika, że, w ciągu ostatnich 800 lat doszło do 250 przypadków bankructw zewnętrznych oraz 68 przypadków niewywiązywania się rządów ze zobowiązań krajowych. Autorzy ci wskazują na większe ryzyko bankructwa rządu wobec wierzycieli zagranicznych. Z kolei wewnętrzne bankructwo według tych autorów jest znacznie trudniejsze do wykrycia w porównaniu do bankructwa wobec wierzycieli zagranicznych, może bowiem dojść do ukrywania długu wewnętrznego pod postacią np. ukrytych gwarancji rządu lub może ono przejawiać się w postaci restrykcji finansowych (np. zmuszenia banków do nabywania rządowych papierów wartościowych).

Cechą charakterystyczną długu rządowego emitowanego za granicę jest brak procedur zabezpieczających roszczenia wierzycieli ze względu na immunitet państwa (*sovereign immunity*). W odróżnieniu od przypadków niewypłacalności przedsiębiorstw, gdzie roszczenia wierzycieli są zabezpieczone w ramach prawa upadłościowego, w przypadku niewypłacalności państw państwo i jego organy nie mogą być pozywane przez organy sądowe innego państwa, a także własność danego państwa nie podlega zajęciu [Gruszczyński, 2009, s. 58]. Ze względu na brak międzynarodowego prawa upadłościowego dla rządów aktywa znajdujące się w kraju dłużnika nie mogą też służyć do zabezpieczenia roszczeń wierzycieli, ograniczona jest również możliwość zajęcia aktywów rządowych ulokowanych za granicą [zob. szerzej: Panizza, Sturzenegger, Zettelmayer, 2009, s. 660–662].

Ze względu na te uwarunkowania podstawowym problemem rozpatrywanym w ramach literatury ekonomicznej dotyczącej zjawiska bankructwa państwa jest kwestia motywów skłaniających rządy do spłaty swoich długów zaciągniętych za granicą, a także przyczyn, dla których wierzyciele udzielają rządów pożyczek i w tych uwarunkowaniach, dlaczego kategoria długu publicznego nadal istnieje. Według M. Doolleya [2000, s. 363] dokonywanie spłaty musi być postrzegane przez rządy jako rozwiązanie tańsze niż ogłoszenie bankructwa. Innymi słowy, muszą istnieć potencjalne koszty, których wystąpienia obawiają się rządy po podjęciu decyzji o bankructwie.

Przedmiotem analizy w wielu opracowaniach jest także próba rozstrzygnięcia, co decyduje o podejmowaniu decyzji rządów o zaniechaniu spłaty długu – niezdolność czy niechęć do spłaty zobowiązań [zob. np. Kaczmarek, 2002, s. 80; Buitier, Rahbari, 2013, s. 5–7]. Ze względu na to kryterium rozróżnia się tzw. bankructwo wybaczone („*excusable*” *default*), gdy kraj utracił zdolność do spłaty zobowiązań ze względu na głęboki kryzys wywołany przez niezależne

czynniki, np. nieoczekiwane negatywne szoki makroekonomiczne. Z kolei tzw. bankructwo strategiczne może wynikać z niechęci rządu do spłaty zobowiązań zaciąganych przez poprzednie rządy w postaci np. negocjowania ich legalności. Jak wskazują dane empiryczne [Tomz, Wright, 2007, s. 352–360], kraje najczęściej bankrutują w warunkach recesji, a bankructwa strategiczne występują niezwykle rzadko.

Bankructwo państwa może przynieść również dla nadmiernie zadłużonego kraju znaczne korzyści w postaci podniesienia poziomu bieżącej konsumpcji i redukcji udziału długu w PKB. Suwerenne państwa dokonują więc porównania potencjalnych korzyści i kosztów tej decyzji, mają też możliwość wyboru momentu ogłoszenia niewypłacalności w przeciwieństwie do ogłaszających bankructwo przedsiębiorstw.

#### KOSZTY BANKRUCTWA PAŃSTWA – UJĘCIE TEORETYCZNE

W literaturze teoretycznej dotyczącej kosztów bankructwa zdecydowanie dominują poglądy o niekorzystnych skutkach niewywiązywania się rządów ze swoich zobowiązań wobec wierzycieli. Według G. Sandlerisa [2012, s. 1–3; 2016, s. 2–4; Borenstein, Panizza, 2009, s. 683–741] teorie dotyczące kosztów bankructwa suwerennego państwa w odniesieniu do bankructwa zewnętrznego można podzielić na następujące grupy:

- koszty nakładane na dłużników w formie kar (sankcji), np. wykluczenie z międzynarodowych rynków kredytowych [Eaton, Gersovitz, 1981, s. 289–309] lub sankcje handlowe [Bulow, Rogoff, 1989, s. 155–178],
- koszty wynikające z ujawnienia niekorzystnych informacji prowadzących do utraty reputacji rządu [Cole, Kehoe, 1998, s. 55–70; Sandleris, 2008, s. 267–275],
- koszty dla gospodarki krajowej wynikające z zakłócenia funkcjonowania systemu finansowego, w tym koszty ponoszone przez krajowych nabywców obligacji rządowych,
- koszty polityczne dla polityków sprawujących władzę.

Należy zaznaczyć, że nawet trudności fiskalne o mniejszej skali mogą powodować znaczne koszty ekonomiczne. Ograniczenie wydatków budżetowych w ramach tzw. konsolidacji fiskalnej w celu ograniczenia ryzyka bankructwa państwa w pierwszej kolejności prowadzi do redukcji inwestycji publicznych, w tym również w kapitał ludzki, co utrudnia budowanie przez dany kraj pozycji konkurencyjnej wobec swoich partnerów handlowych.

W przypadku negatywnego wpływu bankructwa państwa na funkcjonowanie krajowego systemu finansowego, w tym banków, może także dojść do ograniczenia prywatnych inwestycji, w tym inwestycji w kapitał ludzki. Przyczyną jest pogorszenie warunków funkcjonowania przedsiębiorstw z powodu mniejszej dostępności i wzrostu kosztu finansowania firm w bankach lub blokady kredytowej

(*credit crunch*), co zwrótnie obniża efektywność gospodarki, tempo wzrostu PKB i poprzez działanie automatycznych stabilizatorów koniunktury pogłębia problemy fiskalne (głębokość i czas trwania kryzysu zadłużenia).

Pogorszenie perspektyw gospodarki, w tym firm krajowych, może negatywnie wpływać zwrótnie na gospodarkę również poprzez perspektywę wzrostu stopy opodatkowania zarówno dla firm, jak i gospodarstw domowych, co zmniejszy oczekiwaną długookresową stopę zwrotu w sferze realnej gospodarki i stopy zwrotu z inwestycji. W rezultacie niedoinwestowanie w gospodarce zmniejsza tempo wzrostu PKB i tempo wzrostu produktywności, co zwrótnie zwiększa ryzyko bankructwa państwa [Acharya, Schnabl, Drechsler, 2012].

### WNIOSKI Z BADAŃ EMPIRYCZNYCH

Empiryczne oszacowanie kosztów bankructwa napotyka wiele przeszkód. Największe trudności dotyczą określenia strat kraju dłużnika, z kolei straty wierzycieli są relatywnie łatwe do ustalenia, gdyż mają głównie wymiar finansowy (*haircuts*) [zob. Cruces, Trebesch, 2013, s. 86–87].

Oszacowanie strat ekonomicznych dłużnika metodami ekonometrycznymi utrudnia brak optymalnych metod odizolowania kosztów bankructwa państwa od kosztów innych czynników działających równocześnie lub od skutków kryzysów występujących we wcześniejszym okresie. Przykładowo, dosyć łatwo można ustalić negatywną korelację pomiędzy bankructwem państwa<sup>3</sup> a tempem wzrostu gospodarczego, jednak znacznie trudniej określić, czy relacja ta wynika z samego bankructwa, czy serii innych czynników, które jednocześnie mogły się przyczynić zarówno do bankructwa państwa oraz recesji w gospodarce [Borenstein, Panizza, 2008, s. 4]. Trudno także zidentyfikować kierunek zależności pomiędzy bankructwem a tempem wzrostu gospodarczego, stąd niższe tempo wzrostu może nie wynikać z bankructwa państwa, ale również innych czynników, które jednocześnie spowodowały niestabilność fiskalną oraz przyczyniły się do recesji [Borenstein, Panizza, 2008, s. 10].

Jak pokazano w tabeli 1, w zależności od przyjętej metody ekonometrycznej oraz badanej próby krajów nadal występują olbrzymie rozbieżności odnośnie do wpływu bankructwa państwa na tempo wzrostu gospodarczego. Analizy historyczne [np. Reinhart, Rogoff, 2011; Tomz, Wright, 2007] wykazują negatywną korelację pomiędzy bankructwem państwa a tempem wzrostu gospodarczego, z kolei nowsze analizy na podstawie bardziej aktualnych danych, ponadto z wykorzystaniem metod rozdzielających wpływ bankructwa od wpływu innych czynników zakłócających, wykazują bardzo rozbieżne rezultaty.

<sup>3</sup> Bankructwo państwa można przedstawić w formie zmiennej zerojedynkowej (1 – bankructwo, 0 – brak bankructwa), co wymaga przyjęcia minimalnej skali zaległości płatniczych w spłacie rat lub odsetek do identyfikacji przypadków samego zjawiska. Inna metoda identyfikacji zjawiska bankructwa państwa polega na skonstruowaniu zmiennej w postaci skali strat inwestorów (*haircut*) zamiast minimalnej skali zaległości płatniczych.

Przykładowo koszty w roku wystąpienia bankructwa mogą wynosić od 0 [Yeyati, Panizza, 2011, s. 95–105] do 10,5% PKB według analizy przeprowadzonej przez B. De Paoli i in. [2009, s. 13]. Z kolei skutki w średnim okresie na poziomie nieistotnym wykazali w swoich analizach przykładowo E.L. Yeyati i U. Panizza [2011, s. 95–105], którzy wykorzystali dane kwartalne, oraz E. Borenstein i U. Panizza [2008] na podstawie danych rocznych. Z drugiej strony koszty te oszacowano na poziomie 10% PKB w opracowaniach D. Furceriego i A. Zdzienickiej [2012, s. 5–6].

**Tabela 1. Bankructwo państwa a tempo wzrostu gospodarczego – wybrane wyniki badań empirycznych**

Opracowanie	Koszty bankructwa jako % PKB		Metoda	Uwagi
	W pierwszym roku	W średnim okresie		
Szacunki bezwarunkowe (unconditional) w ujęciu historycznym:				
Reinhart i Rogoff (2011)	3–4	5	Przeciętne tempo wzrostu PKB	Dane roczne
Tomz i Wright (2007)	1,6	1,4	Odchylenie od trendu HP	Dane roczne
Warunkowe szacunki z wykorzystaniem danych z ostatnich okresów				
De Paoli, Hoggarth i Saporta (2009)	5,5–10,5		Regresja panelowa ze stałymi efektami (fixed effect panel)	Porównanie z krajami niebankrutami, tylko duże zaległości płatnicze, dane roczne
Furceri i Zdzienicka (2012)	5,6	10	Dwuetapowa analiza panelowa – GMM (Uogólniona Metoda Momentów) oraz Metoda Local Projection (LP)	Tylko kryzysy zadłużenia, dane roczne
Borenstein i Panizza (2008)	2,6	Nieistotne	Regresja panelowa ze stałymi efektami plus zmienne kontrolne	Dane roczne
Yeyati Panizza (2011)	Nieistotne	Nieistotne	Regresja panelowa ze stałymi efektami	Dane kwartalne
Kuvshinov i Zimmermann (2016)	2,8	4,8 (w „najgorszym” roku) 9,5%*	IPSWRA (Inverse Propensity Score Weighted Regression Adjusted)	Wpływ na PKB na mieszkańca, *gdy prowadzi do kryzysu systemu bankowego, skutki nawet do 10 lat

Źródło: [Kuvshinov, Zimmermann, 2016, s. 6] oraz opracowanie własne.

Relatywnie najnowszą metodę uwzględniania endogeniczności pomiędzy bankructwem państwa a tempem wzrostu gospodarczego i innymi zmiennymi makroekonomicznymi zastosowali w swoim opracowaniu D. Kuvshinow i K. Zimmermann [2016, s. 6–18]. Metoda IPSWRA (*Inverse Propensity Score Weighting Regression Adjusted*) ma zastosowanie w dwóch etapach: w pierwszym etapie dla każdej obserwacji z badanej próby oblicza się prawdopodobieństwo bankructwa przy użyciu modelu logitowego. W drugiej kolejności próba jest uporządkowana według rosnącego prawdopodobieństwa bankructwa w celu uszeregowania krajów podejmujących decyzję o bankructwie w kolejności od najbardziej strategicznego (kraje o niskim poziomie długu i wysokim tempie wzrostu gospodarczego) do najbardziej uwarunkowanego złym stanem gospodarki. Podobna operacja została przeprowadzona dla kontrolnej grupy krajów, które nie podjęły decyzji o bankructwie [Kuvshinow, Zimmermann, 2016, s. 8–9]. Koszty bankructwa są mierzone za pomocą metody *local projection*, na podstawie której uzyskuje się prognozy warunkowe potencjalnego PKB dla poszczególnych krajów w poszczególnych latach analizowanego okresu. Łączne koszty bankructwa są obliczane jako przeciętna różnica w poziomie potencjalnego PKB pomiędzy grupą krajów-bankrutów a potencjalnym PKB krajów z grupy kontrolnej [Kuvshinow, Zimmermann, 2016, s. 10].

Na podstawie tej analizy wspomniani autorzy doszli do wniosku, że skutki bankructwa państwa są negatywne, istotne i trwałe – poczynając od roku bankructwa – strata wynosi około 2,8 PKB do 4,8% w piątym roku, w którym dochodzi do najwyższych skumulowanych strat (zob. tabela 1). Spadek ten w największym stopniu zostaje wywołany gwałtownym obniżeniem się poziomu inwestycji, czemu towarzyszy redukcja rozmiarów handlu [Kuvshinow, Zimmermann, 2016]. Jednak największe koszty bankructwa powstają wtedy, gdy następstwem bankructwa państwa jest kryzys system bankowego, którego skutki są kluczowe dla łącznego rozmiaru kosztów, dlatego w tych uwarunkowaniach skumulowane łączne koszty w piątym roku mogą osiągnąć nawet 9,5% PKB [Kuvshinow, Zimmermann, 2016].

Podobne rozbieżności dotyczą także wyników analiz wpływu bankructwa na rozmiary handlu międzynarodowego oraz na dostęp do międzynarodowych rynków kapitałowych (w tym kosztów tego dostępu). Zdecydowana większość opracowań wskazuje na występowanie wpływu bankructwa na dostęp do rynków kapitałowych, jednak wpływ ten ocenia jako krótkotrwały lub nieistotny [zob. np. Lindert, Morton, 1989, s. 39–106 ; Özler, 1993, s. 602–620; Gelos, Sahay, Sandleris, 2004, s. 1–42; Gelos, Sahay, Sandleris, 2011, s. 243–254; Fuentes, Saravia, 2006, s. 336–347; Arteta, Hale, 2008, s. 53–69; Mendoza, Yue, 2012, s. 889–946; Borenstein, Panizza, 2009, s. 1–50]. Przykładowo R.G. Gelos, R. Sahay i G. Sandleris [2011, s. 243–254] w swoich badaniach wykazali, że ogłoszenie bankructwa wywiera negatywny wpływ na dostęp do finansowania na rynkach, jednak średnia długość okresu wykluczenia z rynków spadła z 5 lat w latach 80. do 1,6 roku w latach 90., a znacznie krótsze okresy wskazuje mediana (odpowied-

nio z 4 lat do 1 roku). Wyniki te stanowią więc zaprzeczenie teorii reputacyjnych, ponieważ obawa o utratę dostępu i wzrost jego kosztów nie stanowi głównego potencjalnego kosztu odstrasżającego przed ogłoszeniem bankructwa.

Jednak według J.J. Crucesa i C. Trebescha [2013, s. 88–89] taki wynik wcześniejszych badań wynika z przyjęcia przez wspomnianych badaczy bankructwa jako zmiennej zerojedynkowej, co wymaga przyjęcia minimalnej skali zaległości płatniczych w spłacie rat lub odsetek do identyfikacji przypadków samego zjawiska. Przyjęcie innej metody w postaci pomiaru skali strat inwestorów (*haircut*) zamiast minimalnej skali zaległości płatniczych pozwoliło wspomnianym autorom uzyskać zupełnie odmienne wnioski w porównaniu z wynikami wcześniejszych analiz empirycznych. Za pomocą regresji panelowej ze stałymi efektami wspomniani autorzy przeanalizowali poziom miesięcznych spreadów od rządowych papierów wartościowych dla 47 krajów *emerging markets*, a następnie miernik strat wierzycieli jako zmienną prognostyczną do 7 lat po dokonaniu restrukturyzacji. Wyniki były następujące: *ceteris paribus*, jeżeli rozmiar strat wierzycieli wzrośnie o wielkość odchylenia standardowego (o 22 p.p.), poziom spreadów od obligacji wzrasta o 150 punktów bazowych w pierwszym roku po dokonaniu restrukturyzacji i pozostaje wyższy o 70 punktów bazowych jeszcze w czwartym i piątym roku. Wnioski te stanowią więc potwierdzenie znaczenia reputacji kraju dla kosztów zaciągania pożyczek na międzynarodowych rynkach kapitałowych.

Badania empiryczne dotyczące wpływu bankructwa państwa na rozmiary międzynarodowego również wskazują na wiele rozbieżności i trudności zidentyfikowania mechanizmów oddziaływania. Przykładowo z badań przeprowadzonych przez A. Rose'a [2005, s. 189–206] wynika, że kraje, które zbankrutowały wobec wierzycieli oficjalnych (Klub Paryski), doświadczyły zmniejszenia rozmiarów handlu z krajami wierzycieli. Również opracowanie G. Sandlerisa [2012, s. 3–4] potwierdza negatywny wpływ bankructwa na rozmiary handlu przy założeniu braku zmian w poziomie zmiennych fundamentalnych. Kraje ogłaszające bankructwo doświadczają spadku rozmiarów łącznego handlu o około 3,2% rocznie w okresie 5 lat po ogłoszeniu bankructwa [Sandleris, 2012], a zakumulowane straty w tym okresie sięgają 16% [Martinez, Sandleris, 2011, s. 909–930]. Jednak inaczej niż sugeruje teoria, nie zauważono istotnego obniżenia rozmiarów handlu po ogłoszeniu bankructwa pomiędzy krajem dłużniczym a dotkniętymi skutkami bankructwa krajami wierzycielskimi, co również zaprzecza hipotezie o istnieniu sankcji handlowych. Podobne wnioski wykazały analizy empiryczne dotyczące wcześniejszych okresów przeprowadzone przez M. Tomza [2007].

Z badań A. Rose'a [2005, s. 189–206] wynika, że wpływ bankructwa na rozmiary handlu ma charakter długotrwały, natomiast według E. Borensteina i U. Panizy [2010, s. 394–395] skutki te mają jedynie charakter przejściowy. Według obu opracowań trudno wskazać jednoznacznie kanał oddziaływania bankructwa na rozmiary handlu, ponieważ te zmniejszyły się w badanym okresie także w grupie krajów niewykazujących zaległości w spłacie swoich zobowiązań

zagranicznych. Jedną z prób wyjaśnienia przyczyn tej zależności stanowi opracowanie R. Zymka [2012, s. 365–394], który przeprowadził badania panelowe z uwzględnieniem 28 gałęzi przemysłu w 100 krajach o zróżnicowanym poziomie rozwoju gospodarczego w okresie 1980–2007 (dane roczne). Według niego ograniczenie rozmiarów handlu wynika z ograniczenia dostępu eksporterów do zagranicznych źródeł finansowania (kredytów zagranicznych).

Jak wspomniano w poprzedniej części niniejszego opracowania, do istotnych kosztów należy zaliczyć także koszty bankructwa państwa dla polityków sprawujących władzę. Według E. Borensteina i U. Panizy [2008, s. 20] bankructwo państwa pociąga za sobą wysokie i długotrwałe koszty polityczne. Autorzy ci doszli do wniosku, że koalicje rządzące utraciły poparcie wyborców prawie we wszystkich badanych krajach (18 przypadków na 19), ponadto poparcie dla rządów sprawujących władzę w okresie bankructwa spadło przeciętnie o 16%, a w około połowie analizowanych przypadków nastąpiła zmiana szefa rządu w roku, w którym ogłoszono decyzję o bankructwie lub w roku następnym [Borenstein, Panizza, 2008, s. 21–22].

Polityczne koszty bankructwa są według tych autorów długotrwałe i znaczne w przeciwieństwie do kosztów ekonomicznych, które mogą być znaczne, ale mają charakter krótkotrwały.

## PODSUMOWANIE

Z przeprowadzonej w opracowaniu analizy wynika, że w zależności od przyjętej metody ekonometrycznej oraz wyboru badanej próby krajów nadal występują olbrzymie rozbieżności odnośnie do wpływu bankructwa państwa na tempo wzrostu gospodarczego. Przykładowo koszty te w krótkim okresie mogą wynosić od 0 do 10,5% PKB, z kolei w średnim okresie od 0 do 10% PKB (bez uwzględniania kosztów innych kryzysów występujących w tym samym okresie). Podobnie znaczne rozbieżności dotyczą wpływu bankructwa na dostęp do międzynarodowych rynków kapitałowych oraz na rozmiary handlu międzynarodowego.

Najważniejszym potencjalnym kosztem ekonomicznym bankructwa państwa skłaniającym rządy do spłacania swoich zobowiązań jest negatywny wpływ bankructwa na sytuację krajowych firm, w tym głównie banków, co pośrednio wpływa na stan całej gospodarki. Pogorszenie warunków funkcjonowania przedsiębiorstw prowadzi do ograniczenia prywatnych inwestycji, w tym szczególnie ważnych dla rozwoju współczesnych gospodarek inwestycji w kapitał ludzki, co zwrótnie obniża efektywność gospodarki, tempo wzrostu PKB i poprzez działanie automatycznych stabilizatorów pogłębia problemy fiskalne (głębokość i czas trwania kryzysu zadłużenia).

Kolejnym ważnym kosztem motywującym rządy do unikania niewypłacalności są koszty polityczne, które są zazwyczaj znaczne i długotrwałe.

Reasumując, należy podkreślić, że wyniki badań empirycznych wykazują skrajne rozbieżności, co utrudnia wykorzystanie ich przez rządy do podejmowania decyzji w warunkach kryzysów zadłużenia.

## BIBLIOGRAFIA

- Acharya V., Schnabl P., Drechsler I., 2012, *A Tale of Two Overhangs: The Nexus of Financial Sector and Sovereign Credit Risks*, <http://voxeu.org/article/tale-two-overhangs-nexus-financial-sector-and-sovereign-credit-risks> (18.09.2016).
- Alfaro L., Kanczuk, F., 2005, *Sovereign Debt as a Contingent Claim: A Quantitative Approach*, „Journal of International Economics”, vol. 65, no. 2, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jinteco.2004.02.006>.
- Arteta C., Hale G., 2008, *Sovereign Debt Crises and Credit to the Private Sector*, „Journal of International Economics”, vol. 74(1), <http://dx.doi.org/10.1016/j.jinteco.2007.05.008>.
- Beers D., Mavalwalla J., 2016, *Database of Sovereign Defaults*, Bank of Canada Technical Report no. 101, [www.bank-banque-canada.ca](http://www.bank-banque-canada.ca) (10.07.2016).
- Borenstein E., Panizza U., 2008, *The Costs of Sovereign Default*, „IMF Working Paper”, no. 08/238, <http://dx.doi.org/10.5089/9781451870961.001>.
- Borenstein E., Panizza U., 2009, *The Costs of Sovereign Default*, „IMF Staff Papers”, vol. 56, issue 4, [www.imf.org](http://www.imf.org), <http://dx.doi.org/10.1057/imfsp.2009.21>.
- Borenstein E., Panizza U., 2010, *Do Sovereign Defaults Hurt Exporters?*, „Open Economies Review”, vol. 21(3), <http://dx.doi.org/10.1007/s11079-008-9096-2>.
- Buiter W., Rahbari E., 2013, *Why do Governments Default, and Why Don't They Default More Often?*, Centre for Economic Policy Research, London, [http://www.cepr.org/active/publications/discussion\\_papers/dp.php?dpno=9492](http://www.cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=9492) (12.09.2016).
- Bulow J., Rogoff K., 1989, *A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt*, „Journal of Political Economy”, vol. 97, no. 1, <http://dx.doi.org/10.1086/261596>.
- Cole H.L., Kehoe T.J., 1998, *Models of Sovereign Debt: Partial versus General Reputations*, „International Economic Review”, vol. 39(1), <http://dx.doi.org/10.2307/2527230>.
- Cruces J.J., Trebesch C., 2013, *Sovereign Defaults: The Price of Haircuts*, „American Economic Journal: Macroeconomics”, vol. 5(3), <http://dx.doi.org/10.1257/mac.5.3.85>.
- De Paoli B., Hoggarth G., Saporta V., 2006, *Costs of Sovereign Default*, „Bank of England, Financial Stability Paper”, no.1.
- De Paoli B., Hoggarth G., Saporta V., 2009, *Output Costs of Sovereign Crises: Some Empirical Estimates*, „Bank of England Working Paper”, no. 362, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1344294>.
- Dooley M., 2000, *International Financial Architecture and Strategic Default: Can Financial Crisis be Less Painful?*, „Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy”, no. 53, [http://dx.doi.org/0.10116/S0167-2231\(01\)00036-7](http://dx.doi.org/0.10116/S0167-2231(01)00036-7).
- Eaton J., Gersovitz M., 1981, *Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis*, „Review of Economic Studies”, vol. 48, no. 2.
- Fuentes M., Saravia D., 2010, *Sovereign Defaulters: Do International Capital Markets Punish Them?*, „Journal of Development Economics”, vol. 91, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jdeveco.2009.06.005>.

- Furceri D., Zdzienicka A., 2012, *How Costly are Debt Crises?*, <https://web.stanford.edu/~tomz/pubs/TW2007.pdf> (10.10.2016).
- Gelos R.G., Sahay R., Sandleris G., 2004, *Sovereign Borrowing by Developing Countries: What Determines Market Access?*, „IMF Working Paper”, vol. 4, no. 221, <http://dx.doi.org/10.5089/9781451875263.001>.
- Gelos R.G. Sahay., R., Sandleris G., 2011, *Sovereign Borrowing by Developing Countries: What Determines Market Access?*, „Journal of International Economics”, vol. 83, issue 2, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jinteco.2010.11.007>.
- Gruszczyński K.J., 2009, *Immunitet jurysdykcyjny państwa w orzecznictwie sądów krajowych i międzynarodowych*, „ZNZE WSiLiZ” 1(9), [znze.wsiz.rzeszow.pl/z09/3\\_Krzysztof\\_Jerzy\\_Gruszczyński\\_Immunitet.pdf](http://znze.wsiz.rzeszow.pl/z09/3_Krzysztof_Jerzy_Gruszczyński_Immunitet.pdf) (20.09.2016).
- Hatchondo J.C., Martinez L., 2010, *The Politics of Sovereign Defaults*, „Economic Quarterly”, vol. 96(3).
- Hatchondo J.C., Martinez L., Sapriza H., 2007, *The Economics of Sovereign Defaults*, „Economic Quarterly”, vol. 93(2).
- Kaczmarek T.T., 2002, *Kryteria oceny stanu gospodarki stosowane przez agencje ratingowe*, „International Journal of Management and Economics”, no. 12.
- Kraemer M., Gill F., 2011, *Credit FAQ. When Would A „Reprofiling” of Sovereign Debt Constitute A Default?*, Standards & Poor’s, Global Credit Portal, June 3, [www.standardandpoors.com/ratingsdirect](http://www.standardandpoors.com/ratingsdirect) (20.09.2016).
- Kuvshinov D., Zimmermann K., 2016, *Sovereign Going Bust: Estimating the Costs of Default*, „Bonn Econ Discussion Papers”, May, [https://ideas.repec.org/p/bon/bonedp/bgse01\\_2016.html](https://ideas.repec.org/p/bon/bonedp/bgse01_2016.html) (19.09.2016).
- Lindert P., Morton P., 1989, *How Sovereign Debt Has Worked [w:] Developing Country Debt and Economic Performance*, t. I: *The International Financial System*, red. J. Sachs, University of Chicago Press, Chicago–London.
- Martinez J.V., Sandleris G., 2011, *Is it Punishment? Sovereign Defaults and the Decline in Trade*, „Journal of International Money and Finance”, vol. 30, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jimonfin.2011.06.003>.
- Martinez L., 2009, *Long Duration Bonds and Sovereign Defaults*, „Journal of International Economics”, vol. 79(1), <http://dx.doi.org/10.1016/j.jinteco.2009.07.002>.
- Mendoza E., Yue V.Z., 2008, *A Solution to the Country Risk-Business Cycles Disconnect*, „NBER Working Paper”, no. 13861, [www.nber.org](http://www.nber.org).
- Mendoza E.G., Yue V.Z., 2012, *A General Equilibrium Model of Sovereign Default and Business Cycles*, „The Quarterly Journal of Economics”, vol. 127(2), <https://doi.org/10.1093/qje/qjs009>.
- Özler S., 1993, *Have Commercial Banks Ignored History?*, „American Economic Review”, vol. 83(3).
- Panizza U., Sturzenegger F., Zettelmeyer J., 2009, *The Economics and Law of Sovereign Debt and Default*, „Journal of Economic Literature”, vol. 47(3), DOI:10.1257/jel.47.3.651, <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jel.47.3.651>.
- Pectatori A., Sy J., 2007, *Are Debt Crises Adequately Defined?*, „IMF Staff Papers”, vol. 54(2), [www.imf.org](http://www.imf.org) (19.09.2016).
- Reinhart C.M., Rogoff K.S., 2009, *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.

- Reinhart C.M., Rogoff K.S., 2011, *The Forgotten History of Domestic Debt*, „Economic Journal”, vol. 121, issue 552, DOI: 10.1111/j.1468-0297.2011.02426.x.
- Rose A., 2005, *One Reason Countries Pay Their Debts: Renegotiation and International Trade*, „Journal of Development Economics”, vol. 77(2), <http://dx.doi.org/10.1016/j.jdeveco.2004.03.006>.
- Sandleris G., 2008, *Sovereign Defaults: Information, Investment and Credit*, „Journal of International Economics”, vol. 76(2), <http://dx.doi.org/10.1016/j.jinteco.2008.07.008>.
- Sandleris G., 2012, *The Costs of Sovereign Defaults: Theory and Empirical Evidence*, Universidad Torcuato Di Tella, Centro de Investigacion en Finanzas, Documento de Trabajo 02/2012, January, <http://ideas.repec.org/p/udt/wpbsdt/2012-02.html> (18.09.2016).
- Sandleris G., 2016, *The Costs of Sovereign Default: Theory and Empirical Evidence*, „Economia”, vol. 16, no. 2.
- Sejm RP, *Leksykon budżetowy*, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/BASLeksykon.xsp?id=2B4664C678D19582C1257A5600392872&litera=S> (2.12.2015).
- Standards@Poors, 2012, *Sovereign Defaults and Rating Transition Data, 2011 Update*, March 2, <https://www.standardandpoors.com> (10.10.2016).
- Tomz M., 2007, *Reputation and International Cooperation: Sovereign Debt Across Three Centuries*, Princeton University Press, Princeton, <http://dx.doi.org/10.1515/9781400842926>.
- Tomz M., Wright M.L.J., 2007, *Do Countries Default in Bad Times?*, „Journal of the European Economic Association”, vol. 5(2–3), <http://dx.doi.org/10.1162/jeea.2007.5.2-3.352>.
- Yeyati E.L., Panizza U., 2011, *The Elusive Costs of Sovereign Defaults*, „Journal of Development Economics”, vol. 94, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jdeveco.2009.12.005>.
- Yue V.Z., 2010, *Sovereign Default and Debt Renegotiation*, „Journal of International Economics”, vol. 80(2), <http://dx.doi.org/10.1016/j.jinteco.2009.11.004>.
- Zymek R., 2012, *Sovereign Default, International Lending and Trade*, „IMF Economic Review”, vol. 60, no. 3, <http://dx.doi.org/10.1057/imfer.2012.14>.

### Streszczenie

Celem opracowania jest przedstawienie najważniejszych teorii oraz wybranych wyników badań empirycznych dotyczących kosztów bankructwa państwa. Oszacowanie potencjalnych kosztów bankructwa państwa stanowi niezbędną wiedzę dla rządów w celu podjęcia decyzji, w jak dużym stopniu w warunkach kryzysu zadłużenia opłacalne jest unikanie niewypłacalności w porównaniu z kosztami i korzyściami wywiązywania się ze zobowiązań.

Z przeprowadzonej w opracowaniu analizy wynika, że w zależności od przyjętej metody ekonometrycznej oraz badanej próby krajów nadal występują olbrzymie rozbieżności odnośnie do wpływu bankructwa państwa na tempo wzrostu gospodarczego. Przykładowo koszty w krótkim okresie mogą wynosić od 0 do 10,5%, z kolei w średnim okresie od 0 do 10%. Podobnie znaczne rozbieżności dotyczą wpływu bankructwa na dostęp do międzynarodowych rynków kapitałowych i rozmiary handlu międzynarodowego.

Najważniejszym potencjalnym kosztem ekonomicznym bankructwa państwa skłaniającym rządy do spłacania swoich zobowiązań jest negatywny wpływ bankructwa na sytuację krajowych firm, w tym głównie banków, co pośrednio wpływa na stan całej gospodarki kraju. Pogorszenie warunków funkcjonowania przedsiębiorstw prowadzi do ograniczenia prywatnych inwestycji,

w tym szczególnie ważnych dla rozwoju współczesnych gospodarek inwestycji w kapitał ludzki, co zwrótnie obniża efektywność gospodarki, tempo wzrostu PKB i poprzez działanie automatycznych stabilizatorów pogłębia problemy fiskalne (głębokość i czas trwania kryzysu zadłużenia).

Kolejnym ważnym kosztem motywującym rządy do unikania niewypłacalności są koszty polityczne, które są zazwyczaj długotrwałe i znaczne.

Reasumując, należy podkreślić, że wyniki badań empirycznych wykazują skrajne rozbieżności, co utrudnia wykorzystanie ich przez rządy do podejmowaniu decyzji w warunkach kryzysów zadłużenia.

*Słowa kluczowe:* koszty bankructwa państwa, kryzys zadłużenia

## The costs of sovereign default

### Summary

The aim of this paper is to present the most important theories and selected empirical evidence on the costs of sovereign default. The evaluation of these costs is essential for countries facing a debt crisis for deciding how far they should go to avoid default compared with the costs and benefits resulting from the repayment of their debts.

The analysis shows that depending on the selection of econometric model and sample of countries, there are still extreme differences regarding the impact of the sovereign default on economic growth. For example, the costs of not repaying debts can range from zero to 10.5% in the short run while in the medium term it can range from zero to 10%. Similarly, significant differences relate to the impact of sovereign default on the access to the international capital markets and on the size of international trade.

The most important potential economic cost of sovereign default inducing governments to repay their debts is its negative impact on the domestic economy through the financial system, mainly banks, which indirectly affects the state of the whole economy. The deterioration of the business environment leads to a reduction in private investments, particularly the investments in human capital, which are very important for the development of modern economies. It leads to the reduction of the efficiency of the economy and GDP growth, and through the operation of automatic stabilizers-exacerbates fiscal problems (the depth and the duration of the debt crisis).

Another important incentive for governments to repay their debts are political costs, which are usually significant and long-lasting.

In summary, the results of empirical studies show extreme differences, making it difficult for governments facing a debt crisis to use them to make optimal decisions.

*Keywords:* costs of sovereign defaults, sovereign debt crisis

JEL: H63, H87, F34