Lekcja z Argentyny: Jak przetrwać w nowym reżimie długu

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł stanowi głęboką analizę kryzysu finansowego w Argentynie, ukazując go jako soczewkę patologii współczesnych finansów międzynarodowych. Autor opisuje dramatyczne skutki braku uporządkowanych mechanizmów restrukturyzacji długu suwerennego, przywołując diagnozy Anne Krueger dotyczące 'architektury bez wyjścia'. Tekst szczegółowo omawia pułapkę Planu Wymienialności, paraliż sektora general government oraz kontrowersyjne działania MFW. Czytelnik pozna ewolucję prawną długu – od propozycji SDRM po klauzule CACs – oraz dynamikę relacji z funduszami sępimi. To studium przypadku o zerwaniu kontraktu społecznego i konieczności budowy nowych kanałów odpływowych w globalnym systemie finansowym, by uniknąć totalnej wojny sądowej w obliczu niewypłacalności.

This article provides an in-depth analysis of the Argentine financial crisis, presenting it as a lens into the pathology of contemporary international finance. The author describes the dramatic consequences of the lack of orderly mechanisms for restructuring sovereign debt, invoking Anne Krueger's diagnosis of an "architecture of no exit." The text details the Convertibility Plan's trap, the paralysis of the general government sector, and the controversial actions of the IMF. The reader will learn about the legal evolution of debt—from the SDRM proposals to CACs—and the dynamics of relationships with vulture funds. This is a case study on the breach of the social contract and the need to build new outflow channels in the global financial system to avoid an all-out legal war in the face of insolvency.

Artykuł analizuje przypadek Argentyny jako fundamentalną lekcję dla współczesnej architektury finansów suwerennych, ukazując, jak brak przejrzystych mechanizmów restrukturyzacji długu może prowadzić do systemowej katastrofy. Autor dowodzi, że argentyński kryzys nie był jedynie wynikiem nieodpowiedzialnej polityki fiskalnej, lecz

przede wszystkim skutkiem sztywnej architektury walutowej i braku prawnych narzędzi do uporządkowanego oddłużenia. W obliczu agresywnych działań funduszy typu holdout, państwo utraciło suwerenność na rzecz jurysdykcji amerykańskich sądów, co wymusiło na świecie rewizję standardów obligacyjnych, w tym wprowadzenie wzmocnionych klauzul wspólnego działania (CACs). Tekst stanowi jednocześnie ostrzeżenie przed niebezpieczeństwem fetyszyzacji literalizmu kontraktowego i ukazuje, że w dobie globalnych przepływów kapitałowych dług państwowy staje się skomplikowaną partyturą zależności. Analiza kończy się refleksją nad współczesnym modelem polskiej fiskalności, gdzie wielowarstwowa architektura funduszy celowych i zobowiązań pozabudżetowych ukrywa realne koszty obsługi zadłużenia. Autor stawia tezę, że w świecie, gdzie kontrola nad infrastrukturą płatniczą dominuje nad literą prawa, państwo staje się zakładnikiem własnych mechanizmów refinansowania, co czyni czas fiskalny najdroższym aktywem współczesnych rządów.

SŁOWA KLUCZOWE

restrukturyzacja długu suwerennego | niewypłacalność państwa | Plan Wymienialności | klauzule wspólnego działania (CACs) | Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) | fundusze sępie | holdout | moral hazard | corralito | moratorium na obsługę długu | rolowanie długu | reżim długu | kontrakt społeczny | sektor general government | Międzynarodowy Fundusz Walutowy

Architektura bez wyjścia: Dlaczego system finansowy zawiódł

Kiedy państwo ogłasza niewypłacalność, świat ze zdumieniem odkrywa, jak nikła jest rola litery prawa, a jak potężna domena czystej improwizacji. To właśnie stanowi najtwardszą lekcję płynącą z przypadku Argentyny, wykraczającą daleko poza ramy lokalnej katastrofy gospodarczej z początku stulecia. Nie mówimy tu jedynie o największej wówczas restrukturyzacji długu suwerennego, czyli procesie renegocjacji warunków zadłużenia państwa w sytuacji jego niewypłacalności, lecz o fundamentalnym kryzysie tożsamości. Globalny system finansowy został zmuszony, by spojrzeć w lustro i przyznać, że jego architektura składała się z samych ozdobnych fasad. W tej imponującej

budowli zabrakło jednak schodów ewakuacyjnych, co Anne Krueger ujęła z brutalną precyzją, wskazując na ziejącą dziurę w międzynarodowym porządku.

To sformułowanie nie było retoryczną przesadą. Było werdyktem. W 2001 roku świat dysponował wprawdzie rozbudowanymi instytucjami do dyscyplinowania niepokornych państw, udzielania im kredytów ratunkowych oraz moralizowania lokalnych elit politycznych. Zabrakło jednak skutecznego, powszechnie akceptowanego mechanizmu uporządkowanej restrukturyzacji długu, który pozwalałby przejść od stanu niewypłacalności do nowego ładu bez wywoływania totalnej wojny sądowej. Krueger sformułowała tę diagnozę publicznie w listopadzie 2001 roku, a późniejsze doświadczenie Argentyny potwierdziło jej słowa z niemal laboratoryjną, bolesną czystością. Miasto finansów było dumne ze swoich murów, bram, giełdowych parkietów i świątyni nienaruszalnego kontraktu, co w pełnym słońcu wydawało się konstrukcją niezwykle rozsądną. Lecz kiedy nadeszła powódź, okazało się, że architekci zapomnieli o kanałach odpływowych. Woda nie zapytała o statut, nie uszanowała pieczęci ani tabel ryzyka.

Gdy żywioł zalał ulice, przerażeni mieszkańcy zaczęli ratować to, co akurat mieli pod ręką, od sakiewek po stare akty własności. Tak właśnie funkcjonował porządek długu suwerennego przed argentyńskim przesileniem, opierając się na złudzeniu solidności, dopóki nie padło pytanie o procedurę wyjścia z katastrofy. Argentyna nie była pierwszym krajem niewypłacalnym, lecz stała się przypadkiem, który w soczewce skupił niemal wszystkie patologie współczesnych finansów międzynarodowych. Fundamentem tego kryzysu stał się Plan Wymienialności, czyli sztywne powiązanie peso z dolarem w relacji jeden do jednego, mające gwarantować stabilność. Przez pewien czas rozwiązanie to uchodziło za cud gospodarczy, ponieważ skutecznie zdusiło hiperinflację i odbudowało zaufanie inwestorów. Właśnie ta natychmiastowa skuteczność sprawiła, że mechanizm stał się politycznie atrakcyjny i niemal niemożliwy do porzucenia.

Niemniej jednak każdy reżim skrajnej stabilizacji walutowej niesie ze sobą ukrytą, niezwykle wysoką cenę, o której rzadko wspomina się w radosnych komunikatach. Gdy waluta krajowa zostaje na sztywno przywiązana do silniejszego partnera, państwo zyskuje chwilową wiarygodność, ale traci niemal całą zdolność do elastycznej adaptacji. Jeżeli w takim układzie nadejdą gwałtowne szoki zewnętrzne, a te uderzyły kolejno z Azji, Rosji i Brazylii, gospodarka zamienia się w organizm pozbawiony naturalnych odruchów obronnych. Argentyna nie mogła bronić się kursem walutowym, więc zaczęła dostosowywać się poprzez bolesną recesję, rosnące bezrobocie oraz drastyczne kurczenie się wpływów budżetowych. Im dłużej trwała ta desperacka logika, tym bardziej stabilność walutowa przypominała nie bezpieczną kotwicę, lecz ciężki kamień uwiązany u szyi tonącego.

Źródła Międzynarodowego Funduszu Walutowego oraz późniejsza literatura przedmiotu są w tej kwestii wyjątkowo zgodne: kryzys nie był dziełem przypadku. Stanowił on raczej tragiczny splot sztywnej architektury walutowej, słabnącej konkurencyjności oraz narastającego kosztu rolowania długu, czyli ceny, jaką państwo musi zapłacić za zaciągnięcie nowych pożyczek na spłatę starych zobowiązań. W grudniu 2001 roku system zaczął rozpadać się z prędkością, której nie sposób opisać wyłącznie przy użyciu chłodnych wskaźników makroekonomicznych. Sektor general government, czyli szeroka kategoria finansów publicznych obejmująca budżet państwa, samorządy i fundusze celowe, znalazł się w stanie całkowitego paraliżu decyzyjnego. Ostateczny cios nadszedł ze strony MFW, który odmówił wypłaty kolejnej transzy wsparcia w wysokości ponad miliarda dolarów. Uznano wówczas, że dotychczasowa polityka gospodarcza kraju jest już nie do utrzymania, co przypieczętowało los argentyńskiego eksperymentu.

Od chaosu wierzycieli do nowej architektury długu

Decyzja o zaprzestaniu obsługi zadłużenia nie wywołała kryzysu w próżni, lecz stanowiła raczej gest ostateczny, akt odłączenia aparatury od pacjenta, którego funkcje życiowe od dawna pozostawały w stanie krytycznym. Następująca po nim sekwencja zdarzeń, obejmująca corralito, czyli drastyczne ograniczenie wypłat z kont bankowych, oraz głośne protesty garnkowe, trwale zapisała się w politycznym imaginarium nowoczesnej Ameryki Łacińskiej. Dramatyczna ucieczka prezydenta Fernanda de la Rúi helikopterem z dachu Casa Rosada stała się wizualną cezurą upadku autorytetu rządu i ogłoszenia moratorium na obsługę długu o wartości stu miliardów dolarów. Z perspektywy nauk społecznych ten moment miał znaczenie szczególne, gdyż udowodnił, że bankructwo państwa nigdy nie jest wyłącznie suchym aktem księgowym ani prawnym. Stanowi ono przede wszystkim gwałtowne zerwanie kontraktu społecznego, w którym Argentyna utraciła zdolność podtrzymywania wspólnego wyobrażenia o normalności. Państwo przestało istnieć jako gwarant stabilności.

Świat przyglądał się temu spektaklowi z mieszaniną paraliżującego strachu przed zarażeniem finansowym oraz fascynacji pytaniem, czy oto na naszych oczach rodzi się nowy wzorzec postępowania wobec niewypłacalnego suwerena. W Waszyngtonie dojrzewała już wówczas doktryna, którą można streścić w brutalnym haśle: dość strażaków zalewających światowe pożary publicznymi pieniędzmi. Sekretarz Skarbu Paul O'Neill nadał tej filozofii ludowy i politycznie chwytliwy idiom, przekonując, że amerykańscy rzemieślnicy nie powinni płacić za błędy decydentów z odległych jurysdykcji. Było werdyktem. Za jednym obrazem rzemieślnika ukrywał się cały porządek normatywny, mający na celu ograniczenie moral hazard, czyli zjawiska pokusy nadużycia, w którym brak konsekwencji za ryzykowne decyzje zachęca do ich powielania. John

Taylor rozwinął ten kierunek w formie technicznej, starając się zarządzać oczekiwaniami tak, aby restrukturyzacja nie przerodziła się w globalną panikę. Rynek ziewnął nie dlatego, że default był nieważny, lecz dlatego, że został uprzedzony.

W tym miejscu zarysowała się zasadnicza oś sporu intelektualnego dotyczącego przyszłej architektury finansowej, gdzie Anne Krueger z MFW postulowała rozwiązanie ustawowe o charakterze quasi-upadłościowym. Departament Skarbu USA oraz znaczna część sektora prywatnego preferowały jednak odpowiedź kontraktową, co doprowadziło do słynnego przeciwstawienia mechanizmu SDRM oraz klauzul CACs. SDRM, czyli Sovereign Debt Restructuring Mechanism, miał stanowić instytucjonalny odpowiednik postępowania naprawczego dla państw, pozwalający na czasowe zawieszenie indywidualnych roszczeń wierzycieli. Jego intelektualna atrakcyjność była ogromna, ponieważ odpowiadał na problem w sposób systemowy i całościowy, chroniąc dłużnika przed paraliżującą litigacją, czyli procesem długotrwałych sporów sądowych. Niemniej jednak właśnie ta kompleksowość napotykała opór polityczny ze strony rynków obawiających się nadmiernej władzy Funduszu oraz państw zazdrośnie strzegących swojej suwerenności. Administracja amerykańska nie zamierzała budować ponadnarodowej procedury, która mogłaby działać wbrew geopolitycznym preferencjom najsilniejszych graczy. Wybrano pragmatyzm zamiast rewolucji.

Klauzule wspólnego działania, znane jako CACs, stanowiły odpowiedź znacznie bardziej ewolucyjną, gdyż nie tworzyły nowego reżimu prawnego, lecz poprawiały wewnętrzną architekturę samych obligacji. Jeżeli odpowiednio wysoka większość wierzycieli zgodzi się na zmianę warunków spłaty, mniejszość zostaje nią automatycznie związana, co w teorii brzmi jak zwykła technika kontraktowa. W praktyce jest to jednak mała konstytucja restrukturyzacji wpisana bezpośrednio do dokumentu emisyjnego, eliminująca konieczność powoływania międzynarodowych sądów upadłościowych. Ich główną słabością pozostawał fakt, że nie działały wstecz, więc nie mogły w magiczny sposób pojawić się w papierach już wyemitowanych przez Argentynę. Kupuje się czas. A czas, jak wiadomo, jest najdroższym aktywem państwa, które odkłada rozliczenie własnych potrzeb finansowych na przyszłość. Dlatego w samym środku kryzysu klauzule te stanowiły lekarstwo przyszłości, a nie doraźną terapię dla pacjenta leżącego na stole operacyjnym. Świat wiedział, co należy zrobić, ale nie umiał tego zastosować tam, gdzie potrzeba była najpilniejsza.

Źródła MFW oraz późniejsze przeglądy architektury zadłużeniowej wskazują, że po 2014 roku to właśnie wzmocnione klauzule CACs stały się główną odpowiedzią na precedens argentyński. Aby zrozumieć, dlaczego ten konkretny przypadek okazał się tak niszczący dla starego porządku, należy przyjrzeć się ewolucji samej struktury długu suwerennego. Anne Krueger słusznie akcentowała, że od lat siedemdziesiątych zaszła w tym obszarze zmiana epokowa, przesuwająca ciężar z długu

bankowego na model obligacyjny. Wcześniejsze kryzysy rozwiązywano przy jednym stole z ograniczoną liczbą dużych instytucji, które można było skłonić do wypracowania wspólnego, choć bolesnego kompromisu. Pod koniec lat dziewięćdziesiątych wierzyciele stali się jednak liczni, anonimowi oraz rozproszeni w setkach różnych jurysdykcji i systemów prawnych. Jednowymiarowy opis zawsze kłamie, nawet gdy nie konfabuluje, dlatego trzeba dostrzec w tym procesie fundamentalną transformację antropologii rynku. Zamiast rozpoznawalnych rozmówców pojawił się tłum zatomizowanych interesów, co w warunkach argentyńskich doprowadziło do paraliżu decyzyjnego. Takie rozproszenie premiuje oportunizm.

Jeżeli każdy wierzyciel ma świadomość, że restrukturyzacja wymaga zbiorowego poświęcenia, ale pełna spłata może zostać wywalczona indywidualnie w sądzie, pokusa holdoutu staje się racjonalna. Holdout, czyli praktyka polegająca na odmowie udziału w ugodzie w celu dochodzenia całości roszczeń, nie był w tym układzie błędem, lecz logiczną cechą systemu. Brak jasnej procedury aktywnie produkował konflikt, co najlepiej obrazuje metafora karawany przemierzającej bezkresną i jałową pustynię, gdzie zasoby są na wyczerpaniu. Wodę trzeba rozdzielić sprawiedliwie między wszystkich uczestników wyprawy, gdyż w przeciwnym razie nikt nie zdoła dotrzeć do celu i przeżyć podróży. Jednak każdy podróżny posiada ukrytą manierkę i żywi nadzieję, że to inni podzielą się swoimi zapasami jako pierwsi, chroniąc jego prywatny zasób. Kiedy przychodzi chwila ostatecznej próby, wspólnota rozpada się na drobne, egoistyczne rachunki, a mechanika holdoutu doprowadza logikę rynku do jej ekstremalnego końca. Fundusz sępi, czyli podmiot wykupujący przeceniony dług w celu wymuszenia pełnej spłaty, nie łamie zasad gry. On po prostu doprowadza ją do ostatecznych konsekwencji.

Argentyński radykalizm: Między walką o przetrwanie a prawem

Moralne potępienie funduszy sępich, czyli podmiotów wykupujących przeceniony dług państw w kryzysie, by sądownie dochodzić pełnej spłaty, jest gestem politycznie zrozumiałym, lecz analitycznie jałowym. Prawdziwy problem nie tkwi bowiem wyłącznie w drapieżności konkretnego aktora, lecz w samej architekturze globalnego porządku, która czyni taką strategię wysoce opłacalną. Argentyna stała się w tym kontekście sceną, na której owa brutalna prawda została odegrana bez żadnych kostiumów, bez cenzury i bez taryfy ulgowej dla publiczności. Pierwsza faza restrukturyzacji po bankructwie miała charakter bezprecedensowy, co objawiało się przede wszystkim w skali żądanego od wierzycieli poświęcenia. Rząd Néstora Kirchnera oraz minister Roberto Lavagna nie zamierzali udawać, że możliwy jest jakikolwiek powrót do dawnego status

quo. Ich strategia była twarda do granic szoku, przypominając próbę przebudowy fundamentów gmachu, który już dawno zaczął płonąć.

W 2005 roku Argentyna zaoferowała wierzycielom wymianę długu z redukcją wartości netto sięgającą około siedemdziesięciu pięciu procent, co w świecie finansów stanowiło ruch niemal rewolucyjny. Późniejsze ponowne otwarcie oferty w 2010 roku pozwoliło doprowadzić poziom uczestnictwa do dziewięćdziesięciu dwóch procent, co teoretycznie powinno zamknąć sprawę. W realiach wcześniejszych restrukturyzacji, czyli procesów renegocjacji warunków zadłużenia państwa w sytuacji jego niewypłacalności, była to skala absolutnie radykalna. Nieprzypadkowo odbierano ją jako próbę narzucenia nowej, surowej normy w relacjach między dłużnikiem a kapitałem spekulacyjnym. Władze argentyńskie wysłały jasny komunikat: kryzys społeczny jest tak głęboki, że nie będziemy chronić kontraktowych oczekiwań inwestorów kosztem życia obywateli. Kupowali oni przecież ryzyko, jakby było ono całkowicie wolne od ryzyka.

Ta linia obrony miała ogromną siłę polityczną i moralną, zwłaszcza że kraj wciąż doświadczał skutków skrajnego ubóstwa i deklasacji klasy średniej. Nad Buenos Aires wciąż unosił się długi cień corralito, czyli drastycznego zamrożenia depozytów bankowych, które pozbawiło miliony ludzi dostępu do ich własnych oszczędności. Z drugiej strony właśnie ta brutalność oferty utrwaliła opór części wierzycieli, którzy uznali, że zysk z procesowania może przewyższyć korzyść z ugody. Tak narodziło się twarde jądro holdoutów, czyli mniejszości wierzycieli odmawiających udziału w restrukturyzacji na rzecz walki w sądach. Roberto Lavagna, przez prasę określany mianem szatańskiego doktora „nie", odgrywa w tej historii rolę niemal klasyczną. Był on technokratą, który zrozumiał, że w polityce zadłużenia miękkość języka bywa odczytywana jako zaproszenie do rozbioru.

Styl Lavagny, określany formułą a cara de perro, łączył w sobie zimny realizm negocjatora z pewną specyficzną antropologią honoru. W tym idiomie nie chodziło o dyplomatyczną elegancję, lecz o twardą demonstrację granicy wytrzymałości państwa, która nie podlega negocjacjom. Państwo po upadku, jeśli chce odzyskać podmiotowość, musi dać do zrozumienia, że nie będzie rozmawiało z pozycji permanentnego petenta. W kategoriach prawnych i ekonomicznych taka postawa miała swoje zalety, bo wzmacniała wiarygodność oferty wobec większości wierzycieli. Pokazywała bowiem, że rząd naprawdę nie ma zamiaru dopłacać maruderom kosztem tych, którzy zdecydowali się na ugodę. Miała też jednak koszt długofalowy, budując w amerykańskich sądach obraz Argentyny jako dłużnika ostentacyjnie nieustępliwego. Było werdyktem.

Późniejszy język sędziego Thomasa Griesy o wyjątkowo krnąbrnym dłużniku nie spadł z nieba, lecz był współtworzony latami przez ten właśnie styl starcia. Nie można jednak uczciwie analizować tej sprawy bez uznania, że argentyński radykalizm wyrastał z autentycznej, wielowymiarowej

katastrofy społecznej. W języku ekonomii mówi się o ograniczeniach budżetowych, płynności czy ścieżkach dostosowania, co brzmi jak czysta inżynieria finansowa. W języku społecznym trzeba jednak dodać coś jeszcze: oś czasu głodu, lęku i zbiorowego upokorzenia. Kiedy ponad połowa społeczeństwa doświadcza ubóstwa, pytanie o nienaruszalność kontraktu długu zaczyna brzmieć jak luksus świata, który nie płaci ceny własnych abstrakcji. Retoryka obrony narodu przed represją wierzycielską nie była więc jedynie populistycznym ornamentem.

Spór o dług był w istocie sporem o to, komu prawo finansowe ma służyć w sytuacji granicznej: kapitałowi czy społeczeństwu, które ma przeżyć. To nie był zwykły spór o pieniądze, lecz gwałtowne starcie pięciu odmiennych racjonalności naraz, z których każda miała swoje logiczne uzasadnienie. Pierwszą była racjonalność fiskalna, bo kraj musiał odzyskać elementarną zdolność funkcjonowania jako organizm gospodarczy. Druga to racjonalność prawna, gdyż sądy z natury nie lubią sytuacji, w których ich wyroki są ignorowane przez suwerena. Dochodziła do tego racjonalność rynkowa, w której inwestorzy kalkulują zysk z oporu, oraz geopolityczna, bo Waszyngton nie prowadzi polityki długu w próżni. Wreszcie racjonalność społeczna przypominała, że żadne państwo nie zrestrukturyzuje zobowiązań, jeśli równocześnie rozsypie mu się wspólnota polityczna.

Ta wielorakość racjonalności czyni sprawę argentyńską tak ważną dla dzisiejszego paradygmatu badawczego, wymuszając na nas głęboką interdyscyplinarność. Kto tych porządków nie odróżnia, ten nie analizuje finansów państwa, lecz ogląda ich cień na ścianie. Ekonomista bez znajomości prawa widzi w tym procesie za mało, a prawnik bez antropologii społecznej rozumie jeszcze mniej. Kulturoznawca bez finansów zbyt łatwo ulega metaforze, zapominając o twardych liczbach, które determinują pole manewru. Tu trzeba czytać wszystkie rejestry jednocześnie, niczym skomplikowaną partyturę, w której każdy fałszywy ton grozi katastrofą. Współczesna recepcja naukowa tej historii jest na szczęście bardziej dojrzała niż publicystyka z pierwszych lat po bankructwie.

Dawniej spór bywał przedstawiany jak moralitet z prostym podziałem ról na ofiary i oszustów, fundusze sępie i strażników kontraktów. Dziś obraz jest bardziej wymagający, a badacze uznają, że przypadek Argentyny ujawnił realne luki w systemie blokowania restrukturyzacji przez mniejszość. Z punktu widzenia obecnego paradygmatu nie pyta się już przede wszystkim o to, kto miał czystszą moralnie rację. Pyta się raczej, jak zaprojektować dokumentację długu, aby nie dopuszczać do wykolejenia procesów popieranych przez ogromną większość. Ta zmiana pytania jest sama w sobie cywilizacyjnym postępem, gdyż oddaje miejsce projektowaniu instytucji zamiast moralnemu teatrowi. Na tym etapie trzeba też odnotować ważną aktualizację płynącą z najnowszych raportów międzynarodowych instytucji finansowych.

Po doświadczeniach z ostatnich lat MFW stwierdza, że wzmocnione CACs, czyli klauzule pozwalające większości wierzycieli narzucić warunki restrukturyzacji mniejszości, poprawiły funkcjonowanie rynku. Niemniej jednak, kontraktowy szkielet systemu nadal pozostaje niepełny, co rodzi napięcia dotyczące przejrzystości i koordynacji między różnymi klasami długu. Co istotne, najbardziej agresywne wersje głosowania zagregowanego pozostają rozwiązaniem ważnym normatywnie, lecz w praktyce używanym nader ostrożnie. Lekcja Argentyny została więc formalnie odrobiona, ale nie do końca zinternalizowana w codziennej politycznej praktyce restrukturyzacji. System jest dziś mądrzejszy, lecz nadal nie jest spokojny, działając pod presją improwizacji w lepiej skrojonych dokumentach. Argentyna nie była wypadkiem przy pracy globalizacji finansowej. Państwo nadal płaci.

Architektura blokady: Jak klauzula pari passu zmieniła zasady gry

Kryzys argentyński nie był jedynie gwałtowną zapaścią fiskalną, lecz przede wszystkim brutalnym odsłonięciem ukrytej konstytucji długu suwerennego. Przez dekady globalny porządek finansowy opierał się na wygodnej fikcji, zakładającej, że państwa albo spłacą swoje zobowiązania, albo zostaną uratowane przez instytucje międzynarodowe, a w ostateczności zawsze dojdą do jakiegoś porozumienia z wierzycielami. Kiedy ta iluzja ostatecznie pękła, w powstałą próżnię wkroczyły dwie bezwzględne siły: chłodny autorytet sądu oraz rygorystyczna litera kontraktu. Było werdyktem. Między tymi potęgami, miotane potężnym kryzysem społecznym, znalazło się państwo usiłujące jednocześnie przetrwać, zbuntować się przeciwko narzuconym regułom i za wszelką cenę wrócić do międzynarodowej gry.

W sercu tej sagi nie leżał jednak sam rozmiar zadłużenia ani nawet skala humanitarnej katastrofy, lecz pozornie techniczny spór o interpretację kilku słów zapisanych w dokumentacji obligacyjnej. Jest to jedna z tych lekcji, które powinny głęboko niepokoić każdego badacza instytucji, ponieważ dowodzi, że cywilizacje finansowe upadają czasem nie pod ciężarem wielkich idei, lecz przez drobne klauzule. Taką rolę odegrała klauzula pari passu, czyli zapis umowny gwarantujący równe traktowanie wszystkich wierzycieli danej klasy, który w spokojnych czasach uchodził za czystą notarialną rutynę. W klasycznym rozumieniu miała ona jedynie zapewniać obligatariuszom identyczny status prawny, nie tworząc przy tym obowiązku jednoczesnej i proporcjonalnej spłaty wszystkich podmiotów. Jednak w sporze Argentyny z funduszem NML Capital, należącym do imperium Elliotta, nowojorskie sądy przyjęły interpretację dalece szerszą i bardziej ofensywną.

Fundusz ten, będący klasycznym przykładem funduszu sępiego, czyli podmiotu wykupującego przeceniony dług państw w kryzysie, by następnie sądownie dochodzić pełnej spłaty, rzucił wyzwanie dotychczasowej praktyce restrukturyzacji. Sędzia Thomas P. Griesa uznał, że państwo nie może uprzywilejowywać płatności na rzecz wierzycieli ugodowych, całkowicie ignorując przy tym tak zwanych holdoutów, czyli pojedynczych wierzycieli odmawiających udziału w ugodzie. Sąd Apelacyjny Drugiego Okręgu podtrzymał te nakazy, wiążąc możliwość obsługi zrestrukturyzowanego długu z równoczesnym zaspokojeniem roszczeń powodów w pełnej wysokości. Ta reinterpretacja zmieniła rynek na zawsze, ponieważ klauzula służąca dotąd do porządkowania rangi roszczeń stała się narzędziem dyscypliny płatniczej o druzgocących skutkach systemowych. Państwo nadal płaci, ale już na innych warunkach.

Zaczyna się tutaj prawdziwa nowoczesność tej historii, w której Elliott nie wygrał wcale dlatego, że odkrył moralną wyższość wierzyciela nad dłużnikiem. Wygrał, ponieważ zrozumiał architekturę przepływu pieniędzy znacznie lepiej niż aparat państwowy, który próbował go przelicytować czystą wolą polityczną. Z punktu widzenia ekonomii prawa fundusz wykonał ruch modelowy, nie ograniczając się jedynie do uzyskania wyroku stwierdzającego istnienie długu. Poszukał on środka prawnego, który uczyniłby orzeczenie realnie egzekwowalnym poprzez bezpośrednie sięgnięcie do globalnej infrastruktury rozliczeniowej.

Sędzia Griesa, wyraźnie sfrustrowany wieloletnim oporem Argentyny oraz jej ustawowym usztywnieniem stanowiska, przyjął logikę znacznie bardziej radykalną niż zwykłe zasądzenie zapłaty. Kluczowym elementem oporu Buenos Aires była tak zwana Lock Law, czyli wewnętrzna regulacja prawna zakazująca państwu oferowania holdoutom lepszych warunków niż tym, którzy przyjęli wcześniejszą ofertę. W odpowiedzi na tę legislacyjną barierę amerykański nakaz sądowy przestał być zwykłym dokumentem, a stał się potężną dźwignią opartą na systemie płatniczym Nowego Jorku. Sąd nie tylko rozstrzygnął, kto ma rację w sporze cywilnym, ale wskazał konkretnie, kto ma zostać odcięty od rur, przez które płynie światowy pieniądz. To był prawdziwy przewrót w technice egzekucji długu suwerennego.

Język opisujący drugie bankructwo Argentyny z 2014 roku bywa często mylący, jeśli używa się go bez należytej precyzji analitycznej. W tamtym czasie kraj ten nie był w klasycznym sensie bankrutem pozbawionym gotówki, lecz stał się państwem zablokowanym prawnie przez system jurysdykcyjny. Argentyna posiadała środki na obsługę długu, jednak nie mogła ich skutecznie przekazać obligatariuszom, ponieważ pośrednicy rozliczeniowi podlegający amerykańskiemu prawu otrzymali zakaz procesowania tych płatności. Gdy Sąd Najwyższy USA odmówił rozpoznania apelacji, nakazy Griesy uzyskały pełną moc praktyczną, spychając kraj w otchłań niewypłacalności

technicznej. Był to moment, w którym świat zrozumiał, że można doprowadzić państwo do upadku nie przez wyczerpanie jego rezerw, lecz przez sparaliżowanie kanałów transferowych.

W tej fazie sporu sędzia Griesa stał się dla jednych nieugiętym obrońcą powagi prawa, dla innych zaś symbolem jurydycznego aktywizmu o niebezpiecznych skutkach globalnych. Jego własna filozofia była jednak dość przejrzysta i opierała się na braku wiary w dobrą wolę dłużnika, który latami ignorował orzeczenia i budował bariery legislacyjne. Problem polegał na tym, że skuteczność w mikrologice tej konkretnej sprawy zderzyła się z ogromnym kosztem makrologicznym dla całego międzynarodowego rynku długu. Jeżeli bowiem mniejszościowy wierzyciel może skutecznie zablokować obsługę papierów popartych przez przytłaczającą większość, system zaczyna karać ugodę i premiować destrukcyjny opór. A system, który premiuje opór, sam produkuje przyszłe kryzysy, zamiast im zapobiegać.

Warto w tym miejscu przywołać przypowieść o śluzie na rzece, która najlepiej oddaje istotę tego mechanizmu. Wyobraźmy sobie państwo jako wielki statek, na którego pokładzie znajdują się pasażerowie, załoga i cenny ładunek, a śluza na jego trasie jest kontrolowana przez urząd w obcym porcie. Statek może mieć pełne zbiorniki paliwa, sprawnego sternika i niezłomną wolę dalszego rejsu, ale jeżeli śluza pozostaje zamknięta, jednostka nie popłynie dalej. Właśnie tak działał mechanizm sądowego nakazu, czyli injunction, przenosząc ciężar sporu z uznania roszczenia na kontrolę nad krytycznym punktem infrastruktury finansowej. Współczesne finanse są bowiem siecią węzłów operacyjnych, a kto posiada władzę nad węzłem, ten dyktuje warunki całego rejsu.

Prawdziwą rewolucją po sprawie Argentyny nie była więc jedynie zmiana treści klauzul w nowych kontraktach, lecz uświadomienie sobie, że ryzyko restrukturyzacyjne jest nierozerwalnie związane z architekturą płatności. Na tym tle holdouci przestali być postrzegani wyłącznie jako drapieżny margines rynku, a zostali uznani za pełnoprawnych i niezwykle skutecznych aktorów systemowych. To przesunięcie w recepcji naukowej zmusiło analityków do szerszego spojrzenia na sektor general government, czyli kategorię obejmującą budżet państwa, samorządy i fundusze celowe. Dopiero taka perspektywa pozwala na rzetelną ocenę faktycznego obciążenia finansowego państwa, wykraczającą poza proste zestawienia budżetu centralnego. Droga do ugody z 2016 roku, wypracowana przy mediacji Daniela Pollacka, zakończyła ten spór, ale lekcja o sile prawnych blokad pozostała fundamentem nowoczesnych finansów.

Od konfrontacji do ugody: Jak Argentyna zamknęła erę długu

Dawniejsza publicystyka chętnie operowała kategorią moralnego oburzenia, opisując fundusze sępie jako etyczną anomalię, jakby samo natężenie epitetów mogło zastąpić rzetelną diagnozę problemu. Dzisiejszy paradygmat analityczny jest znacznie bardziej chłodny i skupia się na precyzyjnej architekturze bodźców, jakie stworzyła ówczesna dokumentacja obligacyjna. Zamiast pytać o intencje, badamy dostępne fora sądowe, skuteczność środków zabezpieczających oraz strategiczną przewagę wynikającą z celowego rozproszenia wierzycieli. W tej optyce podmioty takie jak Elliott nie są błędem w systemie, lecz naturalnym produktem ubocznym źle skalibrowanego ładu kontraktowego. Takie postawienie sprawy wcale nie uniewinnia ich drapieżnych metod działania, lecz pozwala jedynie przywrócić właściwą proporcję analityczną, niezbędną do zrozumienia mechanizmów współczesnego kapitalizmu.

Trudno wszak żywić pretensje do drapieżnika o to, że poluje, skoro wcześniej zaprojektowano dżunglę jako oficjalny i jedyny model funkcjonowania ekosystemu. Dla Argentyny szczególnie niszczące okazało się to, że w latach następujących po pierwszej restrukturyzacji państwo budowało wizerunek podmiotu demonstracyjnie nieustępliwego. W orzecznictwie sądów amerykańskich regularnie powracało wówczas określenie „uniquely recalcitrant debtor", co oznaczało dłużnika wyjątkowo opornego na współpracę. To sformułowanie nie było jedynie retoryczną inwektywą ze strony sędziów, lecz werdyktem, który w praktyce uzasadniał drastyczne zaostrzenie środków ochrony wierzycieli. Im mocniej Buenos Aires manifestowało gotowość do wieloletniego ignorowania wyroków, tym łatwiej było przekonać sąd, że standardowe procedury egzekucyjne okażą się bezskuteczne.

W nauce o instytucjach często wskazuje się, że reputacja danego podmiotu działa niczym mnożnik transakcyjny, ułatwiający lub utrudniający codzienne operacje finansowe. W przypadku argentyńskim zadziałała ona jednak jako potężny mnożnik represyjny, usztywniający postawę drugiej strony sporu i ograniczający pole manewru dłużnika. Wizerunek niepokornego dłużnika umożliwił zastosowanie środków prawnych, które wobec państwa bardziej koncyliacyjnego mogłyby zostać uznane za rażąco nadmierne. Jest to niezwykle ważna lekcja dla wszystkich uczestników współczesnych procesów restrukturyzacji długu suwerennego, czyli renegocjacji warunków zadłużenia państwa w sytuacji jego niewypłacalności. Styl negocjacyjny nie jest bowiem jedynie estetyczną ozdobą polityki zagranicznej, lecz stanowi integralną część bilansu kosztów i zysków.

Jednocześnie błędem byłoby przyjmowanie perspektywy sądowej jako jedynej płaszczyzny opisu tego wielowymiarowego konfliktu finansowego, który wstrząsnął rynkami wschodzącymi. Z punktu widzenia rządu w Buenos Aires pełna i natychmiastowa zapłata funduszom typu holdout w 2014 roku niosła ze sobą gigantyczne ryzyko. Groziła ona nie tylko politycznym upokorzeniem na arenie wewnętrznej, ale przede wszystkim niszczycielskim efektem lawinowym wynikającym z klauzul RUFO. Rights Upon Future Offers, czyli zapisy gwarantujące wcześniejszym wierzycielom prawo do lepszych warunków, mogłyby zostać aktywowane przez inne podmioty. Spór o realny zakres tego zagrożenia trwa do dziś, jednak sam fakt postrzegania kapitulacji jako ryzyka dla całej architektury porozumień tłumaczy wybór impasu.

W tym specyficznym kontekście drugie bankructwo Argentyny nie powinno być postrzegane wyłącznie jako akt pychy czy politycznego zacietrzewienia ówczesnej administracji. Było ono raczej desperacką, choć kosztowną próbą obrony konstrukcji finansowych wypracowanych w latach 2005 i 2010 przed rozsypaniem się pod naciskiem precedensu. Właśnie ten element sprawił, że wiele środowisk eksperckich poza Stanami Zjednoczonymi uznało orzecznictwo sędziego Griesy za niebezpieczne dla stabilności globalnego systemu. Nawet jeśli krytycznie oceniano samą argentyńską nieustępliwość, to sposób wymuszenia spłaty budził uzasadniony lęk o przyszłość emisji długu suwerennego. Po 2014 roku odpowiedź rynku oraz kluczowych instytucji finansowych była błyskawiczna, ponieważ dostrzeżono egzystencjalne zagrożenie dla modelu obligacji.

Woda nie zapytała o statut, nie uszanowała pieczęci ani tabel ryzyka, zalewając fundamenty nowojorskiego rynku długu i wymuszając natychmiastową reakcję regulatorów. Wspólna grupa robocza zwołana przez Departament Skarbu USA, z udziałem prawników i emitentów, wypracowała nową generację wzmocnionych klauzul CACs. Collective Action Clauses, czyli zapisy pozwalające większości wierzycieli narzucić warunki restrukturyzacji mniejszości, miały odtąd uniemożliwić szantaż ze strony pojedynczych funduszy. Ich sens był prosty: umożliwić głosowanie zagregowane nad wieloma seriami obligacji jednocześnie, by nikt nie mógł tanio wykupić mniejszości blokującej. Dodatkowo wyraźnie zapisano, że klauzula pari passu, gwarantująca równe traktowanie wierzycieli, nie tworzy obowiązku proporcjonalnych płatności wobec podmiotów odrzucających ugodę.

ICMA opublikowała te standardowe wzory w sierpniu 2014 roku, a Międzynarodowy Fundusz Walutowy udzielił im swojego pełnego i oficjalnego poparcia. Późniejszy przegląd Funduszu z 2025 roku potwierdza, że to właśnie te wzmocnione mechanizmy najskuteczniej ułatwiały niedawne restrukturyzacje obligacyjne na świecie. Choć nie rozwiązały one wszystkich problemów, zwłaszcza w odniesieniu do pożyczek dwustronnych i długu zabezpieczonego, stanowiły istotny krok naprzód. System finansowy nie otrzymał co prawda cudownego leku na niewypłacalność państw, ale dostał skuteczną szczepionkę przeciw najbardziej destrukcyjnej wersji precedensu argentyńskiego. To

prowadzi nas bezpośrednio do roku 2015 i przełomu politycznego, bez którego cała ta batalia prawna mogłaby trwać jeszcze wiele lat.

Wybór Mauricio Macriego na prezydenta oznaczał bowiem radykalne zerwanie z dotychczasową logiką permanentnej i kosztownej konfrontacji z międzynarodowym kapitałem. Nowa administracja w Buenos Aires odrzuciła tezę, że spór z wierzycielami jest polem heroicznego oporu, który należy utrzymywać bez względu na cenę. Uznała ona raczej, że długotrwała izolacja od międzynarodowych rynków kapitałowych stała się zbyt droga dla wykrwawionej gospodarki kraju. Odzyskanie wiarygodności kredytowej wymagało twardej decyzji politycznej o zamknięciu sporu, nawet za cenę bolesnych ustępstw finansowych i wizerunkowych. W tym sensie rok 2015 nie przyniósł światu nowej teorii prawa długu suwerennego, lecz przyniósł kluczową zmianę hierarchii celów państwa.

Czasem konflikt kończy się nie dlatego, że jedna ze stron nagle przyznaje rację drugiej, lecz dlatego, że zmienia się definicja dobra nadrzędnego. Dla administracji Macriego takim dobrem był powrót do normalnego finansowania zewnętrznego i odblokowanie strategicznych kanałów zaufania u globalnych inwestorów. W tej nowej fazie centralną postacią stał się Daniel Pollack, wyznaczony przez sąd amerykański jako tak zwany Special Master. Jego rola nie polegała na byciu klasycznym arbitrem rozstrzygającym spór co do meritum, lecz na stworzeniu proceduralnej przestrzeni do rozmów. Pollack musiał umożliwić stronom przejście od wyniszczającej logiki oblężenia do pragmatycznej logiki transakcji handlowej, co wymagało ogromnej zręczności dyplomatycznej.

Publiczne oświadczenia mediatora z lutego 2016 roku pokazują, że negocjacje prowadzono niezwykle intensywnie, starając się rozbić dotychczasowy, zwarty obóz wierzycieli. Argentyna zaczęła skutecznie zawierać porozumienia z kolejnymi grupami, co stopniowo osłabiało pozycję negocjacyjną najbardziej nieustępliwych funduszy. Szczególnie istotna była publiczna oferta z 5 lutego 2016 roku oraz kolejne umowy ogłaszane przez Pollacka w połowie tamtego miesiąca. Te komunikaty miały znaczenie nie tylko informacyjne, ale stały się precyzyjnym instrumentem zmiany reguł gry na korzyść argentyńskiego dłużnika. Gdy mediator sygnalizował postęp, a sąd dawał do zrozumienia, że uchylenie blokad jest możliwe, główni wierzyciele tracili monopol na dyktowanie warunków.

Presja psychologiczna i finansowa zaczęła wreszcie działać w drugą stronę, zmuszając fundusze do rewizji swoich oczekiwań. To już nie Argentyna miała się bać wiecznego wykluczenia z obiegu finansowego, lecz fundusze miały powody do obaw o użyteczność swoich tytułów prawnych. Kulminacja tego procesu nastąpiła pod koniec lutego 2016 roku, kiedy to ogłoszono zasadnicze porozumienie z największymi graczami, w tym z NML Capital. Ugoda przewidywała wypłatę około 4,65 miliarda dolarów czterem głównym grupom, co stanowiło istotne, choć nie pełne zaspokojenie

ich roszczeń. Cały pakiet rozliczeń wymagał jednak gigantycznego finansowania, które mogło pochodzić jedynie z nowej, dużej emisji obligacji państwowych na rynkach światowych.

W kwietniu 2016 roku Argentyna uplasowała na rynku papiery o wartości 16,5 miliarda dolarów, co pozwoliło ostatecznie domknąć transfery i zdjąć sądowe nakazy. Z historycznego punktu widzenia sytuacja ta jawi się jako niemal paradoksalna i pełna gorzkiej ironii. Kraj, który przez ponad dekadę walczył z logiką pełnej spłaty holdoutów, zakończył spór dzięki powrotowi na rynek i zaciągnięciu nowego zadłużenia. Ale właśnie w taki sposób najczęściej działa polityczna ekonomia wielkich kryzysów suwerennych, gdzie stare problemy rozwiązuje się nowymi kredytami. Nie da się zamknąć starej epoki bez kapitału potrzebnego do sfinansowania jej ostatecznego i formalnego zakończenia, co potwierdza brutalny realizm finansowy.

Czas powiedzieć rzecz niepopularną, lecz prawdziwą: ugoda z 2016 roku wcale nie unieważniła argumentów podnoszonych wcześniej przez stronę argentyńską. Przeciwnie, w wielu aspektach brutalnie je potwierdziła, obnażając słabości globalnego ładu pozbawionego ustawowego mechanizmu bankructwa państwowego. Dowiodła również, że klauzule CACs są koniecznym ulepszeniem, ale pozostają jedynie rozwiązaniem drugiego rzędu, będąc substytutem nieistniejącego prawa upadłościowego. Styl konfrontacji może przez pewien czas budować podmiotowość dłużnika, lecz po przekroczeniu pewnego progu zaczyna obracać się przeciwko niemu. Jednowymiarowy opis zawsze kłamie, nawet gdy nie konfabuluje, dlatego w kapitalizmie wielkie spory kończą się zazwyczaj politycznie skalkulowaną transakcją.

Argentyńska lekcja: Od sądowej batalii do inżynierii długu

Dzisiejszy paradygmat naukowy nie postrzega już przypadku Argentyny jako egzotycznej anomalii na peryferiach finansów, lecz traktuje go jako fundamentalny kamień probierczy całej debaty o restrukturyzacji długu suwerennego. Międzynarodowy Fundusz Walutowy w swoim raporcie z 2025 roku wskazuje, że choć architektura prywatnego długu obligacyjnego uległa wyraźnej poprawie dzięki wzmocnionym klauzulom CACs, procesy restrukturyzacyjne paradoksalnie uległy wydłużeniu. Obecnie średni czas trwania takich negocjacji oscyluje wokół dwóch i pół roku, co sugeruje, że rozwiązanie jednego problemu otworzyło drzwi dla zupełnie nowych komplikacji. Główne trudności przesunęły się bowiem w stronę długu zabezpieczonego oraz skomplikowanej koordynacji między wierzycielami oficjalnymi a prywatnymi, co dowodzi, że lekcja argentyńska nie zamknęła tematu, lecz jedynie przeniosła front walki. Dawniej system posiadał ziejącą dziurę w

samym sercu mechanizmów obligacyjnych, dziś natomiast ta wyrwa jest mniejsza, lecz cała geometria zadłużenia państw pozostaje niepokojąco nieszczelna. Było werdyktem.

Słynny nakaz sędziego Griesy nie był jedynie incydentem w nowojorskim sądzie, lecz brutalnym egzaminem z tego, czym naprawdę jest suwerenność finansowa w epoce globalnych rynków kapitałowych. Okazało się wówczas nad wyraz dobitnie, że państwo przestaje być suwerenem w momencie, gdy traci kontrolę nad prawem właściwym, infrastrukturą płatniczą oraz precyzyjnym językiem kontraktu. Argentyna przegrała tę fazę batalii nie z braku racji moralnych, lecz przez próbę przeciwstawienia czystej woli politycznej sztywnemu układowi instytucjonalnemu, który jej przeciwnicy rozumieli znacznie lepiej. Paradoks tej historii polega jednak na tym, że dotkliwa porażka Buenos Aires stała się bezpośrednim katalizatorem głębokiej reformy całego systemu finansowego, wymuszając na rynkach rewizję dotychczasowych standardów. Dzięki tej przegranej świat dopisał nowe zabezpieczenia do klauzul umownych i odebrał zasadzie pari passu, gwarantującej równe traktowanie wierzycieli, jej najbardziej wybuchowy i destrukcyjny potencjał interpretacyjny. Czasem państwo musi przegrać kosztowny proces, aby wygrać historię doktryny, przy czym Argentyna zapłaciła za tę naukę fortunę, podczas gdy reszta świata otrzymała ją niemal za darmo.

Współczesna refleksja nad długiem suwerennym wymaga od nas wyjścia poza ramy sensacyjnej opowieści o bankructwie czy legendy o funduszach hedgingowych, które zdołały przyprawić o bezsenność całe państwo. Przypadek argentyński stał się bowiem probierzem dojrzałości, na którym bada się dziś granice skuteczności nowoczesnych narzędzi prawnych oraz rolę sądów krajowych w sporach o zasięgu globalnym. Pytanie brzmi, czy społeczność międzynarodowa rzeczywiście zasypała ziejącą dziurę w systemie, o której przed laty wspominała Anne Krueger, czy jedynie obłożyła ją bardziej elegancką, technokratyczną balustradą. Najnowszy przegląd MFW z 2025 roku nie pozostawia złudzeń, stwierdzając wprost, że mimo ewidentnych postępów nadal nie istnieje formalny, międzynarodowy mechanizm upadłości państw. Architektura restrukturyzacji pozostaje zatem zbiorem doraźnych narzędzi kontraktowych, praktyk instytucjonalnych oraz chwiejnych uzgodnień politycznych, co oznacza, że luka została jedynie zwężona, ale nie została definitywnie zamknięta.

Obecny paradygmat naukowy odchodzi od jałowych sporów o to, kto miał rację w konflikcie z holdoutami, czyli wierzycielami odmawiającymi udziału w ugodzie, na rzecz pytań znacznie surowszych. Kluczowym wyzwaniem stało się zaprojektowanie świata, w którym partykularny interes pojedynczego podmiotu nie będzie mógł stać się narzędziem destabilizacji całego procesu oddłużeniowego. Ta zmiana akcentów ma charakter niemal cywilizacyjny, gdyż dawniej w centrum uwagi znajdował się etyczny konflikt między obowiązkiem zapłaty a prawem społeczeństwa do

oddechu po katastrofie finansowej. Dziś natomiast większą wagę przywiązuje się do inżynierii instytucjonalnej, która ma za zadanie minimalizować prawdopodobieństwo wystąpienia tak gwałtownych i kosztownych zderzeń interesów na arenie międzynarodowej. Sprawa argentyńska działa w tym kontekście niczym wielka katastrofa budowlana, po której nikt nie pyta wyłącznie o winę kierowcy, lecz analizuje normy konstrukcyjne i redundancję systemów bezpieczeństwa. Nie wystarczy już potępiać drapieżnych zachowań rynkowych, trzeba bowiem budować systemy posiadające odpowiednią odporność na wstrząsy i mechanizmy łagodzące skutki ewentualnego upadku.

Najbardziej namacalnym owocem tej intelektualnej wolty była ewolucja klauzul zbiorowego działania, znanych szerzej jako CACs, które pozwalają kwalifikowanej większości wierzycieli narzucić warunki restrukturyzacji opornym mniejszościom. Po 2014 roku świat nie zdecydował się na stworzenie wielkiego, globalnego kodeksu upadłościowego, lecz wybrał drogę skromniejszą, acz politycznie wykonalną, polegającą na gruntownym przepisaniu standardowych kontraktów dłużnych. ICMA opracowała wzorce wzmocnionych klauzul oraz zrewidowanych postanowień pari passu, których logika była od początku uderzająco przejrzysta i nastawiona na efektywność procesu. Chodziło przede wszystkim o odebranie mniejszościom blokującym możliwości taniego sabotażu oraz ostateczne zamknięcie drogi do interpretacji wymuszających proporcjonalną spłatę wszystkich wierzycieli jednocześnie. Wprowadzenie mechanizmu agregowanego głosowania uchodzi dziś za najważniejszą lekcję wyniesioną z argentyńskich trybunałów, co potwierdzają raporty MFW odnotowujące błyskawiczne upowszechnienie tych zapisów w nowych emisjach. Rynek uznał starą dokumentację za otwarte zaproszenie do procesowej katastrofy, niemniej potrzebny jest tu sceptycyzm, bez którego łatwo popaść w zgubny, technokratyczny triumfalizm.

Należy uczciwie przyznać, że klauzule CACs nie są uniwersalnym panaceum na wszelkie bolączki finansowe, lecz stanowią jedynie protezę porządku, którego w pełnej, instytucjonalnej formie wciąż nam brakuje. Najnowsze analizy MFW podkreślają, że o ile restrukturyzacje międzynarodowych obligacji stały się sprawniejsze, o tyle ciężar problemów przesunął się w stronę zobowiązań nieobligacyjnych i pożyczek komercyjnych. Global Sovereign Debt Roundtable, czyli forum koordynujące działania MFW i Banku Światowego, alarmuje obecnie, że właśnie dług zabezpieczony pozostaje obszarem pozbawionym jasnych i powszechnie akceptowanych mechanizmów proceduralnych. W przeciwieństwie do rynku obligacji, gdzie wypracowano już pewien szkielet działania, sektor pożyczek komercyjnych wciąż przypomina nieuregulowane rozlewisko, podatne na nagłe wezbrania i konflikty interesów. Oznacza to, że świat wyciągnął wnioski z argentyńskiej lekcji, ale ograniczył je niemal wyłącznie do jednego, choć niezwykle istotnego, pola bitwy, pozostawiając inne flanki odsłonięte. Wojna o stabilność finansową toczy się

dziś na znacznie szerszym froncie, gdzie stare narzędzia prawne często okazują się niewystarczające wobec nowej złożoności instrumentów dłużnych.

Przypadek Argentyny posiada status głęboko paradoksalny, będąc jednocześnie historycznie unikalnym wydarzeniem oraz źródłem uniwersalnych prawideł rządzących współczesnym rynkiem długu suwerennego. Jego wyjątkowość wynikała z ekstremalnej skali niewypłacalności, nieustępliwej postawy politycznej oraz wyjątkowo twórczej interpretacji klauzul prawnych, która doprowadziła do wieloletniego paraliżu finansowego państwa. Jednocześnie ta historia odsłoniła regułę ogólną, wedle której w warunkach rozproszonego długu brak skutecznego mechanizmu wiązania mniejszości wolą większości musi prowadzić do głębokiego kryzysu koordynacyjnego. Twierdzenie to zachowuje swoją bolesną aktualność także w obecnej dekadzie, mimo wprowadzenia licznych zabezpieczeń kontraktowych. MFW w 2025 roku zauważa, że im bardziej zróżnicowana staje się struktura zadłużenia państwa, tym silniejsza jest pokusa poszczególnych grup wierzycieli, by walczyć o uprzywilejowaną pozycję. Argentyna była jedynie pierwszym wielkim przedstawieniem tej logiki, która w dobie nowoczesnych i skomplikowanych instrumentów finansowych zyskała zupełnie nową, groźną dynamikę.

Współczesne procesy restrukturyzacyjne, trwające średnio ponad dwa lata, pokazują dobitnie, że samo uszczelnienie kontraktów obligacyjnych to zaledwie początek długiej drogi do osiągnięcia pełnej stabilności finansowej państw. Istnieje stara opowieść o rzemieślniku, który po niszczycielskim pożarze przystępuje do odbudowy domu z niezwykłą starannością i dbałością o każdy, nawet najmniejszy detal konstrukcyjny. Mądry budowniczy nie ogranicza się jednak wyłącznie do wzmocnienia ścian, które runęły jako pierwsze, lecz sprawdza również fundamenty, szczelność dachu oraz drożność przewodów kominowych. Rozumie on bowiem doskonale, że pożar rzadko bywa incydentem ograniczonym do jednego pokoju i zazwyczaj obnaża słabość całej konstrukcji budynku, wymagając kompleksowego podejścia do naprawy. Dokładnie tak samo musimy dziś myśleć o architekturze długu suwerennego, gdzie każda załatana dziura w systemie obligacyjnym odsłania kolejne pęknięcia w innych segmentach finansów publicznych. Kto tych porządków nie odróżnia, ten nie analizuje finansów państwa, lecz ogląda ich cień na ścianie, nie dostrzegając realnych zagrożeń czających się w mroku.

Polityka, honor i dług: Prawdziwa lekcja z Argentyny

Świat finansów po argentyńskim trzęsieniu ziemi postanowił wzmocnić swoją architekturę obronną, budując coś na kształt nowej ściany obligacyjnej. Ulepszono klauzule CACs, czyli mechanizmy pozwalające większości wierzycieli narzucić warunki restrukturyzacji opornym

mniejszościom, co miało w teorii ukrócić proceder holdoutowego szantażu. Doprecyzowano również nieszczęsne pari passu, czyli zapis umowny gwarantujący równe traktowanie wszystkich wierzycieli danej klasy, który w rękach nowojorskich sędziów stał się narzędziem blokady całego państwa. Niemniej fundament tej budowli wciąż pozostaje niepokojąco kruchy, bowiem brakuje nam powszechnej, ustawowej procedury restrukturyzacyjnej o charakterze globalnym. Dach przecieka tam, gdzie wciąż straszy dług nieobjęty nową dokumentacją lub gdzie krzyżują się sprzeczne interesy geopolityczne wielkich mocarstw. Woda nie zapytała o statut, nie uszanowała pieczęci ani tabel ryzyka.

Z perspektywy 2026 roku przypadek Argentyny nie powinien być odczytywany jako zamknięty rozdział czy triumfalna lekcja sukcesu reformatorskiego. Jest to raczej lekcja odrobiona jedynie połowicznie, która stale przypomina nam, że nawet najdoskonalszy kontrakt nie zastąpi w pełni sprawnych instytucji międzynarodowych. Współczesna recepcja tej sprawy kładzie silny akcent na wymiar polityczny, który w dawnych, czysto technokratycznych ujęciach bywał zbyt pochopnie spychany na margines. Ugoda z 2016 roku nie była przecież mechanicznym skutkiem przedstawienia lepszego argumentu prawnego przed obliczem sądu. Stanowiła ona wynik głębokiej zmiany władzy, przetasowania hierarchii celów państwowych oraz zdolności nowej administracji do mozolnego budowania wiarygodności.

Daniel Pollack, mediator w tym wieloletnim sporze, wcale nie był cudotwórcą prawa ani genialnym odkrywcą nieznanych wcześniej paragrafów. Pełnił on raczej rolę operatora skomplikowanej przestrzeni negocjacyjnej, w której Argentyna pod rządami Mauricio Macriego mogła wreszcie odwrócić logikę dotychczasowej gry. Nowa administracja postanowiła pokazać światu, że jej priorytetem jest wyjście z wieloletniej izolacji, a nie jałowa celebracja ideologicznego oporu. Publiczne oświadczenia Pollacka z lutego 2016 roku precyzyjnie dokumentują tę dynamikę stopniowego przełomu, który nie wydarzył się nagle. Finał ugody z głównymi funduszami oraz jej sfinansowanie rekordową emisją długu z kwietnia 2016 roku to podręcznikowy przykład pewnej prawdy. Restrukturyzacja długu suwerennego, czyli proces renegocjacji warunków zadłużenia państwa w sytuacji jego niewypłacalności, nigdy nie kończy się na samej sali sądowej.

Proces ten znajduje swój kres dopiero w punkcie, w którym polityka, finanse i sztywne procedury zaczynają wreszcie zmierzać w jednym kierunku. To właśnie odróżnia dojrzałe, wielowarstwowe odczytanie tej historii od lektury publicystycznie infantylnej, szukającej jedynie prostych winowajców. Łatwo jest napisać, że Macri skapitulował przed rynkiem albo przeciwnie, że w ostatniej chwili uratował kraj przed gospodarczą autodestrukcją. Obie te formuły są jednak intelektualnie zbyt ubogie, by oddać istotę tamtego przesilenia, przy czym jednowymiarowy opis

zawsze kłamie, nawet gdy nie konfabuluje. Prawdziwsze jest stwierdzenie, że prezydent po prostu zmienił funkcję celu państwa, dostosowując ją do nowych realiów globalnych. Było werdyktem.

Dla administracji Kirchnerów centralnym punktem odniesienia było utrzymanie moralno-politycznego przekazu, wedle którego dumny naród nie ugnie się przed szantażem funduszy sępich. Podmioty te, czyli fundusze sępie wyspecjalizowane w wykupywaniu przecenionego długu państw w kryzysie celem sądowego dochodzenia pełnej spłaty, stały się w tej narracji uosobieniem najgorszych cech współczesnego kapitalizmu. Dla Macriego natomiast priorytetem stało się odzyskanie dostępu do rynków kapitałowych i odbudowa wiarygodności kredytowej za wszelką cenę. Choć cele te wydają się sprzeczne, oba w istocie mieszczą się w szerokiej logice racjonalności państwowej, wszak każde państwo dąży do przetrwania w swoim systemie wartości. Właśnie dlatego przypadek Argentyny tak doskonale nadaje się do pogłębionych analiz interdyscyplinarnych, łączących prawo z socjologią władzy. Nie można go sprowadzić do prostej winy prawnej ani do jednostronnej racji społecznej czy jednego wskaźnika ekonomicznego.

Spór Argentyny z wierzycielami typu holdout obnażył nie tylko słabość globalnej architektury finansowej, ale również intelektualny konformizm znacznej części eksperckich elit. Przez długie lata wielu uczestników debaty zachowywało się tak, jakby wystarczyło powtarzać banalne maksymy o świętości kontraktów, aby problem sam się rozwiązał. Tymczasem rzeczywistość dowiodła, że bez namysłu nad strukturą wierzycieli oraz społecznymi kosztami dostosowania, takie formuły są jedynie moralizatorskim hałasem. Anne Krueger miała rację, kiedy przed laty wskazywała na lukę w systemie międzynarodowym, której nikt nie chciał wypełnić. Problem polegał na tym, że zbyt wielu decydentów wolało urządzać jałowe debaty o dyscyplinie niż budować realne procedury. System długo żył na kredyt instytucjonalny własnych złudzeń, a Argentyna była rachunkiem wystawionym za te złudzenia.

Jeżeli przyjąć perspektywę antropologiczną, argentyński spór pokazuje nam coś znacznie głębszego niż tylko tabelki w arkuszu kalkulacyjnym. W nowoczesnym świecie dług nie jest wyłącznie relacją ekonomiczną, lecz specyficzną formą symbolicznego podporządkowania i jednocześnie uznania. Wierzyciel nie żąda przecież wyłącznie terminowej płatności, ale domaga się potwierdzenia, że jego roszczenie należy do obowiązującego porządku. Dłużnik państwowy z kolei nie walczy tylko o ulgę fiskalną, ale przede wszystkim o zachowanie twarzy przed własnym społeczeństwem i uniknięcie roli przedmiotu cudzej dyscypliny. Dlatego retoryka Kirchnerów, surowy język sędziego Griesy czy technokratyczna ugodowość Macriego nie są jedynie stylistycznymi ozdobnikami. One stanowią samą materię konfliktu o honor, reputację, legitymację i definicję sprawiedliwości.

Z punktu widzenia prawa finansowego najtrwalszym dziedzictwem tego sporu pozostaje przestroga przed niebezpieczną fetyszyzacją literalizmu kontraktowego. Precedens argentyński dobitnie

pokazał, że nawet standardowa klauzula może zostać sądownie naładowana znaczeniem, którego rynek wcześniej zupełnie nie przewidział. Dokumentacja emisyjna nie jest neutralnym zapisem handlowym, lecz potencjalnym polem brutalnej walki interpretacyjnej między dłużnikiem a wierzycielem. Gdy warunki polityczne i ekonomiczne ulegają gwałtownemu zaostrzeniu, każde niedopowiedzenie w prospekcie może zostać podniesione do rangi narzędzia egzekucji. Sędzia Griesa, choć przez wielu uznawany za burzyciela stabilności, odegrał paradoksalnie rolę brutalnego nauczyciela precyzji kontraktowej. Kupuje się czas, a czas, jak wiadomo, jest najdroższym aktywem państwa, które odkłada rozliczenie własnych potrzeb finansowych na przyszłość.

Argentyna jako lekcja o awarii systemu restrukturyzacji długu

Obserwując współczesne procesy restrukturyzacyjne oraz inicjatywy pokroju Global Sovereign Debt Roundtable, dostrzegamy świat desperacko poszukujący wspólnego mianownika w rozumieniu długu. Bank Światowy oraz MFW słusznie diagnozują, że centralnym wyzwaniem pozostaje przejrzystość oraz koordynacja między rozmaitymi klasami zobowiązań finansowych. Nie jest to już ten sam krajobraz, który z przerażeniem przyglądał się argentyńskiej katastrofie w 2001 roku. Niemniej jednak wciąż nie możemy ogłosić pełnego zwycięstwa nad dawnym chaosem instytucjonalnym, który trawił rynki wschodzące. Historia w pewnym sensie zatoczyła koło, powracając do debat o niedostatkach procedur i zbyt długich negocjacjach. Dziś jednak mówimy to z pełną świadomością, że prawna próżnia nigdy nie pozostaje pusta, gdyż natychmiast wypełnia się strategią najsilniejszych graczy.

Teza, że przypadek Argentyny nie był wyłącznie epizodem narodowej niegospodarności, lecz punktem zwrotnym dla architektury finansowej, wytrzymuje próbę czasu. Świat przyjął po tym kryzysie nowe wzorce klauzul CACs, czyli zapisów pozwalających większości wierzycieli narzucić warunki restrukturyzacji mniejszości. Zrewidowano także rozumienie klauzuli pari passu, gwarantującej równe traktowanie wierzycieli, która wcześniej służyła jako narzędzie blokujące procesy oddłużeniowe. Choć wiele problemów jedynie zmieniło swoje miejsce w systemie, to właśnie ta migracja potwierdza wagę argentyńskiego precedensu. Wielkie sprawy historyczne poznaje się po tym, że nie kończą się wraz z ostatnim przelewem. One dalej pracują wewnątrz instytucji, dokumentów i sporów doktrynalnych, kształtując przyszłe ramy bezpieczeństwa.

Argentyna stała się bolesną lekcją o tym, jak bardzo świat potrzebuje procedury cywilizującej bankructwo państwa, zwłaszcza że nie był to jedynie konflikt o sto miliardów dolarów. Stanowiła ona fundamentalną awarię mechanizmu alokacji strat w systemie finansowania suwerennego, co

należy powiedzieć bez osłon retorycznych. Sednem tej historii jest niekompatybilność struktury pasywów państwa z brakiem ponadnarodowego reżimu restrukturyzacyjnego zdolnego do konsolidacji decyzji wierzycielskich. Brakowało narzędzia chroniącego wartość państwa jako żywego organizmu fiskalnego i politycznego przed rozproszonymi roszczeniami. Właśnie to miała na myśli Anne Krueger, gdy pisała o ziejącej dziurze w globalnym systemie finansowym. Było werdyktem.

Dzisiejszy MFW potwierdza, że świat nadal nie dysponuje formalnym, ustawowym mechanizmem restrukturyzacji długu, opierając się na hybrydowych instrumentach kontraktowych. Argentyńska niewypłacalność nie była zatem anomalią, lecz skrajną manifestacją ryzyka wpisanego w model finansowania publicznego, w którym państwo prowadzi transformację terminową i walutową własnych zobowiązań pod obcą jurysdykcją. W takim układzie suweren działa jak emitent rynkowy, ale nie korzysta z infrastruktury ochronnej właściwej dla podmiotów prywatnych. Kupuje się czas. Jest ono zatem zarazem uprzywilejowane i bezbronne wobec rynkowych wstrząsów.

Uprzywilejowanie wynika z faktu, że państwa nie da się zlikwidować jak spółki, natomiast bezbronność płynie z braku uniwersalnego forum restrukturyzacyjnego. W tej architekturze pojedyncze roszczenie może uzyskać nieproporcjonalną siłę egzekucyjną, jeżeli tylko zaczepi się o właściwy węzeł jurysdykcyjny. To właśnie uczyniły fundusze sępie, czyli podmioty wykupujące przeceniony dług państw w kryzysie, by sądownie dochodzić pełnej spłaty. Wykorzystały one klauzule kontraktowe o niedostatecznie domkniętej semantyce, tworząc sytuację patową dla całego systemu finansowego. Przypadek ten przypomina ozdobną fasadę budynku, w którym zapomniano zaprojektować schody ewakuacyjne na wypadek pożaru. Argentyna udowodniła, że w świecie finansów brak procedury jest najdroższą formą oszczędności, za którą płacą całe pokolenia.

Suwerenność w cieniu obcych kluczy: Lekcja z Argentyny

Argentyński kryzys nie był jedynie spektakularnym bankructwem odległego państwa, lecz przede wszystkim brutalną lekcją z zakresu inżynierii finansowej, która zdemaskowała błędy konstrukcyjne całego globalnego systemu. Przez dekady wierzono, że restrukturyzacja długu suwerennego, czyli proces renegocjacji warunków zadłużenia państwa w sytuacji jego niewypłacalności, to procedura czysto negocjacyjna, toczona w zaciszu gabinetów. Rzeczywistość okazała się jednak znacznie bardziej bezwzględna, przypominając operację na otwartym sercu całego stosu technologiczno-prawnego, na którym opiera się współczesny rynek kapitałowy. Na poziomie ekonomicznym walka toczyła się o redukcję wartości bieżącej netto zobowiązań, co miało

przywrócić państwu teoretyczną szansę na odzyskanie międzyokresowej wypłacalności. Jednocześnie na poziomie kontraktowym próbowano znaleźć sposób na skuteczne związanie mniejszości wierzycielskiej wolą większości, co w starym reżimie prawnym graniczyło z niemożliwością. Było to starcie o kontrolę nad kanałami przekazu płatności, gdzie stawką nie były tylko pieniądze, lecz sama architektura bodźców dyscyplinujących dłużnika oraz wszystkich pośredników finansowych.

W tym kontekście słynny injunction sędziego Griesy przestał być jedynie ekscentrycznym przypisem do sądowego sporu, stając się kluczowym akceleratorem systemowego paraliżu infrastruktury rozliczeniowej. To właśnie to orzeczenie zbudowało most między abstrakcyjną normą prawną a fizyczną maszynerią transferów pieniężnych, zamieniając klasyczny konflikt egzekucyjny w egzystencjalny wstrząs dla całej klasy aktywów. Bez tego powiązania spór z holdoutami, czyli funduszami sępimi skupującymi przeceniony dług w celu wymuszenia pełnej spłaty na drodze sądowej, pozostałby jedynie kosztownym, lecz lokalnym incydentem. Dzięki niemu jednak ujawniła się szersza, niepokojąca prawda o naturze nowoczesnych finansów publicznych, w których dług państwowy nie jest już prostą sumą wyemitowanych obligacji. Sektor general government, czyli szeroka kategoria finansów publicznych obejmująca budżet państwa, samorządy i fundusze celowe, staje się w takich warunkach zakładnikiem technicznych procedur. Państwo emituje bowiem nie tylko papier, lecz cały łańcuch zależności obejmujący agentów płatniczych, depozytariuszy oraz międzynarodowe systemy clearingowe.

Każda restrukturyzacja długu suwerennego staje się zatem w istocie rekonstrukcją całej funkcji zaufania publicznego, wykraczającą daleko poza proste operacje księgowe na bilansie. Nie wystarczy już tylko obniżyć wartości nominalnej długu czy wydłużyć terminów zapadalności, aby odzyskać utraconą wiarygodność i dostęp do rynków kapitałowych. Kluczowe staje się odtworzenie przekonania inwestorów, że nowa ścieżka obsługi zobowiązań jest operacyjnie wykonalna, politycznie utrzymywalna i prawnie odporna na sabotaż ze strony mniejszościowych podmiotów. Argentyna przez lata tkwiła w impasie, ponieważ jej restrukturyzacje z lat 2005 i 2010 rozwiązały problem przepływów pieniężnych wobec większości, lecz nie zneutralizowały ryzyka litigacyjnego. Dopiero ugoda z 2016 roku zdołała zamknąć ten niebezpieczny rozdźwięk, choć cena za ten spokój była ogromna i trudna do zaakceptowania dla wielu obserwatorów.

Współczesny paradygmat badawczy wymusza na nas łączenie trzech rejestrów analitycznych, które w przeszłości bywały traktowane jako całkowicie odrębne i niezależne od siebie dziedziny. Pierwszym z nich jest rejestr trwałości fiskalnej, badający relację kosztu obsługi długu do zdolności państwa do generowania pierwotnych nadwyżek budżetowych oraz dynamiki wzrostu. Drugi to rejestr projektowania kontraktowego, skupiający się na tym, jakie klauzule emisyjne pozwalają na

sprawne przeprowadzenie zmian bez premiowania oportunizmu wierzycieli niechętnych do ugody. Trzeci rejestr dotyczy politycznej ekonomii wdrożenia, czyli pytania o to, czy aparat państwowy i społeczeństwo są w stanie wytrzymać proces dostosowawczy wystarczająco długo. W przypadku Argentyny wszystkie te trzy sfery przez dekady działały w całkowicie rozbieżnych kierunkach, tworząc mieszankę wybuchową, która uniemożliwiała stabilizację. Dostosowanie fiskalne okazywało się społecznie dewastujące, architektura starych kontraktów była dziurawa, a styl polityczny kolejnych rządów tylko zaostrzał konflikty w sądach amerykańskich.

Trwałym dorobkiem tej wieloletniej epopei stała się głęboka przebudowa logiki klauzul wspólnego działania, znanych szerzej jako CACs, czyli zapisów pozwalających większości wierzycieli narzucić warunki restrukturyzacji mniejszości. Standardy opracowane przez ICMA w 2014 roku miały na celu drastyczne ograniczenie pola manewru dla holdoutów poprzez wprowadzenie głosowania zagregowanego na poziomie wielu serii obligacji. Dzięki temu rozwiązaniu nabywanie pozycji blokujących w jednej, małej serii papierów przestało być skuteczną strategią szantażowania dłużnika i pozostałych wierzycieli biorących udział w procesie. Równolegle zrewidowano postanowienia klauzuli pari passu, czyli zapisu gwarantującego równe traktowanie wszystkich wierzycieli danej klasy, aby jednoznacznie przeciąć szkodliwe interpretacje prawne. Międzynarodowy Fundusz Walutowy oficjalnie wsparł te zmiany, uznając je za fundament nowej konstytucji kontraktowej dla całego rynku obligacji suwerennych. To nie był jedynie detal techniczny, lecz fundamentalna zmiana reguł gry, która miała zapobiec powtórce z argentyńskiego chaosu w przyszłości.

Mimo tych postępów należy zachować rygorystyczny sceptycyzm, gdyż wzmocnione klauzule CACs, choć są wielkim krokiem naprzód, nie likwidują całości problemu niewypłacalności państw. Raporty MFW z 2025 roku wyraźnie wskazują, że najnowsze procesy restrukturyzacyjne nadal bywają boleśnie długie, a ich ciężar przesuwa się w stronę instrumentów mniej przejrzystych. Obecnie trudności koncentrują się poza segmentem obligacyjnym, obejmując pożyczki komercyjne, instrumenty zabezpieczone oraz skomplikowaną koordynację pomiędzy różnymi klasami wierzycieli o sprzecznych interesach. Dokumenty Global Sovereign Debt Roundtable podkreślają, że ryzyka zadłużeniowe pozostają podwyższone, a wspólne rozumienie zasad restrukturyzacji wciąż wymaga ogromnego nakładu pracy dyplomatycznej. Świat nauczył się wprawdzie zamykać jeden konkretny wyłom w murze, lecz nadal zmaga się z problemem strukturalnej niekompletności globalnej architektury finansowej. Kto twierdzi inaczej, ten myli drobną poprawkę kontraktową z pełnym rozwiązaniem ustrojowym, które wciąż pozostaje w sferze pobożnych życzeń.

Argentyna pozostaje figurą profetyczną dla obecnego ładu, zapowiadając przyszłość, w której zarządzanie kryzysem długu nie opiera się już na naiwnych założeniach o rynkowej samoregulacji.

Dzisiejsze środowisko zadłużeniowe stało się labiryntem, w którym rośnie udział zobowiązań poza klasycznym rynkiem obligacyjnym oraz wielowarstwowych relacji z podmiotami quasi-oficjalnymi. Bank Światowy słusznie akcentuje potrzebę radykalnego zwiększenia przejrzystości długu, ponieważ niepełna informacja i niejawne warunki umów drastycznie pogłębiają ryzyko nagłych kryzysów płynności. W epoce argentyńskiej głównym problemem była fragmentacja obligacyjna i siła holdoutów, natomiast dziś wyzwaniem jest brak pełnej mapy samych zobowiązań finansowych państwa. Zmieniła się topografia tego finansowego pola minowego, ale zagrożenie dla stabilności globalnej gospodarki wcale nie zniknęło, a jedynie przybrało bardziej subtelne i trudniej wykrywalne formy. Dlatego recepcja sprawy argentyńskiej nie może kończyć się na prostym potępieniu sędziów czy funduszy, gdyż byłoby to odczytanie zbyt powierzchowne.

Bardziej trafne jest ujęcie, w którym Argentyna służy jako brutalny stres-test dla samej kategorii suwerenności finansowej w zglobalizowanym i silnie sformalizowanym świecie. Suwerenność nie polega tu na metafizycznej wolności od przymusu, lecz na realnej zdolności do zarządzania własnym bilansem w warunkach zewnętrznej jurysdykcji i zależności refinansowej. Suweren, który nie kontroluje prawa właściwego dla swojego długu ani węzłów infrastruktury płatniczej, jest w istocie suwerenny tylko częściowo i warunkowo. Argentyna dobitnie pokazała, że władza państwa kończy się tam, gdzie zaczyna się techniczna moc infrastruktury należącej do cudzej jurysdykcji prawnej. To lekcja surowa, przypominająca, że zależność instytucjonalna i logistyczna są częścią ekonomii długu równie realną jak kupon, duration czy profil zapadalności. Jednowymiarowy opis zawsze kłamie, nawet gdy nie konfabuluje, dlatego musimy patrzeć na te mechanizmy z chłodnym realizmem, unikając ideologicznego zacietrzewienia.

Przypowieść, która najlepiej domyka tę historię, opowiada o pewnym władcy, który posiadał rozległe królestwo, lecz wszystkie klucze do spichlerzy przechowywał u kupców z obcego portu. Dopóki żniwa były obfite, a spichlerze pełne, nikt w królestwie nie widział w tym układzie najmniejszego problemu ani zagrożenia dla bezpieczeństwa państwa. Gdy jednak przyszła wieloletnia susza, władca odkrył ze zgrozą, że może ogłaszać dekrety i przemawiać w imię narodu, ale ziarno i tak nie popłynie bez zgody obcego strażnika. Ta historia nie jest oskarżeniem przeciwko wolnemu rynkowi ani naiwną pochwałą autarkii, lecz przypomnieniem o twardych granicach politycznej woli w starciu z technokratyczną rzeczywistością. W świecie globalnych przepływów to nie pieczęć na dokumencie, lecz kontrola nad kluczem do infrastruktury decyduje o tym, kto naprawdę sprawuje władzę nad zasobami. Było werdyktem.

Architektura polskiego długu: poza cieniem budżetu państwa

Argentyna przez dekady usiłowała zarządzać kryzysem w sposób czysto woluntarystyczny, jakby polityczna decyzja o nieuleganiu mogła zastąpić twarde realia ekonomiczne. Ostatecznie tamtejsza administracja musiała uznać, że skuteczna restrukturyzacja długu suwerennego, czyli proces renegocjacji warunków zadłużenia państwa w sytuacji jego niewypłacalności, wymaga czegoś więcej niż tylko politycznej odwagi. Niezbędna okazała się pełna zgodność między literą prawa, konstrukcją kontraktu, finansowaniem pomostowym oraz międzynarodową wiarygodnością, którą przywrócono dopiero w 2016 roku. Ugoda ta była bolesnym powrotem do rzeczywistości, okupionym wysoką ceną i latami izolacji na rynkach kapitałowych. W ostatecznym rachunku tezy Anne Krueger o luce ustrojowej w międzynarodowych finansach nie tylko się obroniły, ale zyskały na znaczeniu w świetle nowszych kryzysów. Zwolennicy reformy kontraktowej słusznie przewidzieli, że bez zmiany dokumentacji obligacyjnej rynek będzie wciąż reprodukował problem holdoutów, czyli wierzycieli odmawiających udziału w ugodzie.

Krytycy agresywnej litigacji również mieli rację, ostrzegając przed precedensem klauzuli pari passu, czyli zapisu umownego gwarantującego równe traktowanie wszystkich wierzycieli danej klasy. W interpretacji sędziego Griesy ten standardowy mechanizm prawny stał się systemowym instrumentem destabilizacji, pozwalającym funduszom sępim na blokowanie płatności dla wszystkich innych posiadaczy obligacji. Fundusze sępie, podmioty wyspecjalizowane w wykupie przecenionego długu państw w kryzysie w celu sądowego dochodzenia pełnej spłaty, obnażyły słabość ówczesnej architektury finansowej. Jednocześnie ci, którzy postrzegali politykę długu jako formę polityki społecznej, trafnie zdiagnozowali, że państwo nie może zachowywać się jak neutralny emitent korporacyjny. Dzisiejszy stan wiedzy pokazuje, że te wczesne diagnozy były trafnym opisem zjawiska, które później wymusiło wprowadzenie nowych standardów rynkowych i raportów MFW. Finał tej argentyńskiej epopei jest zatem zarówno ostrzeżeniem, jak i programem minimum dla współczesnych inżynierów finansowych.

Tam, gdzie brakuje cywilizowanego reżimu bankructwa państwa, normę zastępuje brutalna siła interpretacji kontraktu oraz przewaga proceduralna silniejszych graczy rynkowych. Programem minimum staje się więc projektowanie dokumentacji długu jako elementu bezpieczeństwa narodowego, a nie jedynie jako standardowego produktu sprzedażowego na globalnym rynku. Państwo emitujące dług wyłącznie z myślą o bieżącym koszcie finansowania zachowuje się jak inżynier, który projektuje most wyłącznie na pogodny dzień, ignorując ryzyko sztormu. Argentyna zapłaciła za taką krótkowzroczność cenę historyczną, co skłoniło świat do wprowadzenia nowych

klauzul CACs, czyli Collective Action Clauses. Pozwalają one większości wierzycieli narzucić warunki restrukturyzacji mniejszości, co znacząco ogranicza możliwość szantażu ze strony pojedynczych podmiotów blokujących porozumienie. To istotny krok naprzód, niemniej luka w systemie nie została całkiem zasypana, lecz jedynie obudowana bardziej wyrafinowaną stalą kontraktu.

Przenosząc te doświadczenia na grunt krajowy, należy zauważyć, że w polskiej debacie o długu publicznym zbyt często miesza się trzy porządki, które powinny być rozdzielane. Pierwszy to dług budżetu państwa i Skarbu Państwa, drugi to państwowy dług publiczny w metodologii krajowej, a trzeci to dług sektora instytucji rządowych i samorządowych. Ten ostatni, określany jako dług EDP według definicji unijnej, obejmuje najszerszy zakres zobowiązań całego sektora general government, pozwalając na rzetelną ocenę faktycznego obciążenia państwa. Kto tych porządków nie odróżnia, ten nie analizuje finansów państwa, lecz ogląda ich cień na ścianie, myląc zjawiska z ich uproszczoną reprezentacją. Ministerstwo Finansów w strategii na lata 2025–2028 wskazało, że relacja długu krajowego do PKB wyniesie 47,1 proc., podczas gdy wskaźnik unijny sięgnie 58,4 proc. To rozróżnienie nie jest jedynie scholastycznym ćwiczeniem, bowiem dotyka ono samej istoty polskiej konstrukcji fiskalnej ostatnich lat.

W oficjalnym obrazie budżetu centralnego dostrzegamy jedynie fragment rzeczywistego ciężaru, podczas gdy znaczna część operacji dłużnych została ulokowana w funduszach celowych funkcjonujących obok budżetu. Strategia resortu finansów otwarcie przyznaje, że różnice między długiem krajowym a unijnym wynikają z zaliczenia do sektora takich wehikułów jak Krajowy Fundusz Drogowy czy Fundusz Pomocy. Dochodzą do tego obligacje wyemitowane przez Polski Fundusz Rozwoju na finansowanie Tarczy Finansowej oraz wydatki Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych, co tworzy specyficzną, równoległą architekturę finansową. Innymi słowy, część zobowiązań nie znika w próżni, lecz migruje poza ramy klasycznego budżetu, by ostatecznie powrócić w statystykach unijnych jak rachunek wystawiony przez rzeczywistość. Polski dług nie jest dziś zatem wyłącznie problemem jego nominalnego poziomu, lecz przede wszystkim problemem jego złożonej, wielowarstwowej architektury. Pytanie nie brzmi już tylko, ile państwo jest winne, lecz w jakich kanałach prawnych i operacyjnych ta wierzytelność jest przechowywana.

Analiza kosztów obsługi długu nie może zatem ograniczać się do tradycyjnych pozycji budżetowych, lecz musi objąć całą topologię zobowiązań państwa i jego agend. Musimy brać pod uwagę dług przepływający przez BGK oraz ciężary systemowe typu FUS, które materialnie konkurują o tę samą, ograniczoną przestrzeń fiskalną kraju. Koszt rolowania długu, czyli cena, jaką państwo musi zapłacić za zaciągnięcie nowych pożyczek na spłatę starych zobowiązań, wyznacza dziś nową rzeczywistość finansową. Kupuje się czas, a czas, jak wiadomo, jest najdroższym aktywem państwa,

które odkłada rozliczenie własnych potrzeb finansowych na przyszłość. Państwo musi zrozumieć, że stal kontraktu, podobnie jak ta budowlana, ma swoją granicę zmęczenia, której nie wolno lekceważyć. Jeżeli zaczniemy analizę od samego rdzenia systemu, obraz staje się czytelny, choć skala wyzwań architektonicznych pozostaje bezprecedensowa.

Pułapka zadłużenia: Koszty obsługi i ukryty dług publiczny

Strategia Ministerstwa Finansów na lata 2025–2028 kreśli obraz, który trudno uznać za optymistyczny scenariusz technokratyczny. Koszty obsługi długu Skarbu Państwa w 2025 roku mają wynieść 75,5 mld zł, co stanowi 1,9 proc. PKB. Kolejne lata przyniosą dalszą eskalację tych wydatków, osiągając w 2028 roku poziom niemal 108 mld zł, czyli około 2,3 proc. PKB. Nie mamy tu do czynienia z przejściową anomalią, lecz z fundamentalną zmianą reżimu kosztowego w architekturze finansowej państwa. Polska definitywnie opuściła bezpieczną przystań taniego pieniądza, wchodząc w epokę wysokiego kosztu rolowania długu, czyli ceny za nowe pożyczki na spłatę starych. Państwo nadal płaci.

W ustawie budżetowej na 2025 rok zaplanowano wydatki rzędu 921,6 mld zł, z czego lwia część, bo aż 75,5 mld zł, zasili obsługę zadłużenia. Oznacza to, że ponad 8 proc. wszystkich środków publicznych nie trafi na edukację, infrastrukturę czy wsparcie społeczne, lecz na samo podtrzymanie istnienia długu. Szacunkowe wykonanie budżetu za ten rok potwierdza tę niepokojącą tendencję, wskazując na wydatki rzędu 870,2 mld zł przy obsłudze długu na poziomie 72,8 mld zł. W praktyce co dwunasta złotówka wypracowana przez obywateli zostaje przeznaczona na spłatę odsetek od decyzji podjętych w przeszłości. To wystarczy, by odrzucić infantylne opowieści, wedle których dług publiczny jest wyłącznie abstrakcyjną kategorią księgową. Dług stał się autonomicznym konsumentem przestrzeni budżetowej.

Za te miliardy nie kupuje się nowoczesnych mostów, etatów dla nauczycieli ani zaawansowanych systemów rakietowych. Kupuje się czas. Sytuację komplikuje fakt, że oficjalna część budżetowa przypomina jedynie ozdobną fasadę, która nie ukazuje pełnego ciężaru konstrukcyjnego państwa. Model polski ostatnich lat opierał się na szerokim wykorzystaniu wehikułów przepływowych ulokowanych w Banku Gospodarstwa Krajowego oraz zadaniach powierzonych Polskiemu Funduszowi Rozwoju. Strategia resortu finansów wprost przyznaje, że BGK może zaciągać zobowiązania na rzecz funduszy celowych, co wymaga coraz silniejszej integracji z nadzorem ministerialnym.

Zarządzanie długiem funduszy w BGK ma na celu zapewnienie płynności ich ustawowych zadań przy jednoczesnej minimalizacji kosztów i koordynacji z emisjami skarbowymi. Jest to język sugerujący istnienie równoległego systemu zarządzania finansami, który funkcjonuje obok tradycyjnej rachunkowości budżetowej. Najbardziej jaskrawym przykładem tej quasi-budżetowej fiskalności jest Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych, którego suma bilansowa na koniec 2025 roku wyniosła 85,4 mld zł. Zobowiązania tego funduszu z tytułu kredytów i wyemitowanych obligacji osiągnęły poziom 81,4 mld zł, z czego niemal całość stanowił kapitał. W samym tylko 2025 roku fundusz wydał blisko 58 mld zł, finansując modernizację armii poza klasycznym budżetem centralnym. Był to werdykt.

Należy zrozumieć, że jest to zobowiązanie przesunięte jedynie instytucjonalnie, a nie ontologicznie, gdyż ostateczny ciężar spoczywa na bilansie państwa. Obraz staje się jeszcze bardziej złożony, gdy przyjrzymy się warstwie gwarancyjnej, która stanowi ukryty fundament polskiej inżynierii finansowej. Według danych z połowy 2024 roku potencjalne zobowiązania Skarbu Państwa z tytułu gwarancji dla BGK wyniosły aż 439 mld zł. Kwota ta obejmuje zasilenie funduszy przeciwdziałania COVID-19, drogowych oraz pomocowych, co tworzy potężny obszar zobowiązań warunkowych. Są to kanały, którymi w sytuacjach kryzysowych może nastąpić nagła materializacja kosztów publicznych, obciążająca sektor general government, czyli szerokie finanse publiczne. Ryzyko nie zniknęło, zostało jedynie uśpione.

W tym skomplikowanym układzie szczególną rolę odgrywa Polski Fundusz Rozwoju, który nie jest zwykłą spółką handlową, lecz ramieniem wykonawczym państwa. PFR realizował zadania zlecone na koszt i ryzyko rządu, w tym gigantyczne programy Tarczy Finansowej mające ratować gospodarkę. Sprawozdania za 2024 rok wykazują, że aktywa i zobowiązania dotyczące tych programów oscylowały wokół 60 mld zł, finansowanych głównie poprzez emisję obligacji. Strategia Ministerstwa Finansów słusznie ujmuje te papiery wartościowe jako element zwiększający dług sektora instytucji rządowych i samorządowych. Wykup obligacji PFR pozostaje jednym z kluczowych czynników wpływających na dynamikę zadłużenia, przypominając o konieczności ostatecznego rozliczenia zaciągniętych zobowiązań.

Polska fiskalność wielowarstwowa: ukryte koszty i pułapki długu

Mechanizm ten przypomina system naczyń połączonych, w którym zobowiązanie, choć formalnie usunięte z pola widzenia budżetu centralnego, zostaje nieuchronnie odnalezione przez szeroką metodologię sektora general government. Sektor general government, czyli szeroka kategoria

finansów publicznych obejmująca budżet państwa, samorządy i fundusze celowe, nie pozwala na statystyczne iluzje ani ucieczkę przed twardą rzeczywistością bilansową. Szczególnym przypadkiem pozostaje Fundusz Ubezpieczeń Społecznych, będący nie tyle długiem w klasycznym ujęciu obligacyjnym, co strukturalnym balastem dla całej kondycji fiskalnej państwa. Plan finansowy FUS na rok 2025 zakłada dochody kasowe na poziomie 461,5 mld zł, z czego lwią część stanowią składki, a ponad 81 mld zł pochodzi z bezpośredniej dotacji budżetowej. Przy wydatkach rzędu 467,8 mld zł państwowa kroplówka pokrywa niemal 17,5 proc. potrzeb funduszu, co czyni go organizmem formalnie autonomicznym, lecz merytorycznie całkowicie zależnym od centrum.

FUS nie figuruje w rejestrach jako bezpośredni dług Skarbu Państwa, niemniej w rzeczywistości ekonomicznej działa on jako jeden z najpotężniejszych absorberów zdolności państwa do obsługi zadłużenia. W architekturze finansów publicznych takie pozycje należy postrzegać jako konkurencyjny popyt na tę samą bazę dochodową, co stanowi o specyficznej odrębności polskiego modelu fiskalnego. Choć fundusz ten jest pozabudżetowy jedynie w sensie prawnym, to materialnie tworzy on gigantyczny kanał redystrybucji środków z budżetu do systemu świadczeń społecznych. Taka konstrukcja nie ukrywa długu w sposób bezwzględny, lecz skutecznie zmienia jego społeczną i polityczną percepcję w oczach obywateli. Znacznie łatwiej jest bowiem komunikować opinii publicznej konieczność finansowania dotacji do emerytur, niż przyznać, że ten sam budżet traci przestrzeń do redukcji potrzeb pożyczkowych. Z perspektywy długu efekt jest tożsamy.

Mniejsza nadwyżka pierwotna lub pogłębiający się deficyt generują nieuchronną presję na finansowanie, co w konsekwencji podnosi koszt obsługi wszystkich zobowiązań państwa. Strategia Ministerstwa Finansów wyraźnie wskazuje, że różnice między krajowym długiem publicznym a długiem liczonym według metodologii unijnej obejmują także depozyty na rachunkach związanych z funduszami BGK. W praktyce oznacza to, że poszczególne fundusze budują własne bufory płynnościowe, operując według autorskich harmonogramów emisji oraz specyficznych profili zapadalności. Przykładowo, sprawozdanie BGK dotyczące Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych wykazało miliardowe kwoty w gotówce oraz papierach wartościowych, co zmusza analityków do patrzenia na obie strony bilansu. Problem polega jednak na tym, że aktywa płynne funduszy jedynie czasowo wygładzają koszty finansowania całego systemu, nie znosząc ich u źródła. Płynność nie jest tożsama z wypłacalnością.

W tej gęstej strukturze kwestia obronności zyskuje kolejną, europejską warstwę w postaci instrumentu SAFE, czyli Security Action for Europe. SAFE, czyli mechanizm dający państwom członkowskim dostęp do pożyczek unijnych o wartości do 150 mld euro na inwestycje obronne, pozwala na finansowanie części potrzeb z emisji obligacji wspólnotowych. Z perspektywy Warszawy może to działać jak zewnętrzna śluza refinansowania, potencjalnie obniżająca krańcowy koszt

pozyskania kapitału w porównaniu do części emisji krajowych. Niemniej instrument ten nie jest cudownym narzędziem sprawiającym, że dług znika z horyzontu zdarzeń, gdyż zmienia on jedynie źródło i profil kosztu. Ciężar ekonomiczny zbrojeń pozostaje realny, a zmiana wierzyciela nie usuwa konieczności przyszłej spłaty kapitału wraz z odsetkami. Kupuje się czas.

Jeśli postawimy pytanie o to, jaka część budżetu realnie pokrywa koszty zadłużenia, oficjalna odpowiedź na rok 2025 oscyluje wokół 8,2 proc. wydatków państwa. Jest to jednak perspektywa niezwykle wąska, przypominająca oglądanie ozdobnej fasady budynku bez uwzględnienia jego fundamentów i instalacji ukrytych głęboko w ścianach. W sensie szerszym ta część jest znacznie większa, bowiem obok bezpośredniej obsługi długu musimy widzieć transfery do układów ograniczających zdolność państwa do redukcji potrzeb pożyczkowych. Dochodzą do tego warstwy gwarancyjne oraz struktury quasi-budżetowe, które generują przyszłe koszty refinansowania, czyli cenę, jaką państwo płaci za zaciągnięcie nowych pożyczek na spłatę starych. Polskie państwo weszło tym samym w epokę fiskalności wielowarstwowej, gdzie oficjalny budżet jest jedynie centralnym ekranem dla skomplikowanej gry funduszy i zobowiązań.

Najkrótsza diagnoza obecnego stanu rzeczy sugeruje, że Polska nie boryka się wyłącznie z problemem nominalnej wysokości długu, lecz z rosnącą ceną czasu fiskalnego. Koszt obsługi zadłużenia Skarbu Państwa nieuchronnie zmierza w stronę stu miliardów złotych rocznie, co staje się barierą trudną do przeskoczenia dla przyszłych inwestycji rozwojowych. FUS pozostaje trwałym odbiorcą potężnych transferów, BGK zarządza funduszami będącymi realnym obciążeniem sektora, a PFR jest pamiątką po pandemicznym przesunięciu długu poza budżet. Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych stał się z kolei głównym kanałem militaryzacji bilansu publicznego, którego logika pozostaje nieubłagana mimo doraźnych mechanizmów osłonowych. Państwo nadal płaci, a jedyną zmienną pozostaje wybór kasy, z której wyciągnięte zostaną środki dziś, oraz tej, która zostanie opróżniona jutro. To był werdykt.

> Historia Argentyny przypomina, że w architekturze globalnych finansów brak procedury jest najkosztowniejszą formą oszczędności, za którą ostatecznie płacą całe pokolenia. Dług nie jest już tylko liczbą w arkuszu kalkulacyjnym, lecz formą symbolicznego podporządkowania, w której kontrola nad kluczami do infrastruktury płatniczej decyduje o tym, kto naprawdę sprawuje władzę. Czy w dobie coraz bardziej złożonych instrumentów dłużnych, państwa staną się własną największą pułapką, czy może nauczą się projektować systemy odporne na pożary, zanim te w ogóle wybuchną?

Inspiracje

[1] 

"Default" Gregory Makoff

2024 | Georgetown University Press | ISBN: 9781647126735

Gregory Makoff jest ekspertem w dziedzinie restrukturyzacji długu państwowego i polityki finansowej. Uzyskał doktorat z fizyki na Uniwersytecie Chicagowskim oraz licencjat z fizyki i nauk politycznych na MIT. Zanim zajął się działalnością naukową i badaniami politycznymi, przez 21 lat pracował jako bankier inwestycyjny w Citigroup, specjalizując się w doradztwie w zakresie zadłużenia i zarządzaniu zobowiązaniami dla pożyczkobiorców państwowych i instytucji finansowych. Pełnił również funkcję starszego doradcy ds. polityki w Departamencie Skarbu USA, gdzie przyczynił się do uchwalenia ustawy PROMESA w Portoryko. Makoff był starszym stypendystą w Centrum Innowacji w Zarządzaniu Międzynarodowym (CIGI) oraz w Centrum Biznesu i Rządu im. Mossavara-Rahmaniego w Harvard Kennedy School. Jest posiadaczem tytułu CFA i autorem książki „Default: The Landmark Court Battle over Argentina's $100 Billion Debt Restructuring".

Gregory Makoff *is an expert in sovereign debt restructuring and financial policy. He holds a Ph.D. in physics from the University of Chicago and a B.Sc. in physics and political science from MIT. Before transitioning to academic and policy research, he spent 21 years as an investment banker at Citigroup, specializing in debt advisory and liability management for sovereign borrowers and financial institutions. He also served as a senior policy adviser at the U.S. Department of the Treasury, where he contributed to the enactment of the PROMESA legislation for Puerto Rico. Makoff has held senior fellowships at the Centre for International Governance Innovation (CIGI) and the Mossavar-Rahmani Center for Business and Government at the Harvard Kennedy School. He is a CFA charterholder and the author of the book 'Default: The Landmark Court Battle over Argentina's $100 Billion Debt Restructuring'.*

Centre for International Governance Innovation

Treść tworzy Fundacja Dobre Państwo.
Redaguje i publikuje APA ONE, autorski system redakcyjny Fundacji oparty na AI.
APA ONE Publishing System
Fundacja Dobre Państwo © 2026
Article ID: 38d98d84-419d-4c39-8f61-0ffb22149o1a