

Barbara Liberska

Kryzys finansowy w Meksyku - wnioski dla "wschodzących rynków"

International Journal of Management and Economics 6, 35-50

1999

Artykuł został zdigitalizowany i opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Barbara Liberska

Instytut Nauk Ekonomicznych PAN

KRYZYS FINANSOWY W MEKSYKU – WNIOSKI DLA „WSCHODZĄCYCH RYNKÓW”

Wprowadzenie

Gospodarka meksykańska przeżywała w ostatnich dekadach dwa bardzo poważne kryzysy gospodarcze. W 1982 r. Meksyk, jako pierwszy kraj z grupy wysoko zadłużonych, ogłosił zawieszenie spłat, dając tym samym początek światowemu kryzysowi zadłużeniowemu. Wychodzenie z kryzysu zajęło prawie dziesięć lat. Kryzys wymusił głębokie reformy i transformację gospodarki oraz szerokie otwarcie na integrację z gospodarką światową. Na początku lat 90. kraj odzyskał zdolności rozwojowe i stał się atrakcyjnym terenem dla zagranicznych inwestycji.

W roku 1994 Meksyk ponownie znalazł się w centrum uwagi w związku z gwałtownym odpływem kapitału zagranicznego i załamaniem się lokalnej waluty. Kryzys walutowy, jaki dotknął Meksyk, określono jako pierwszy kryzys finansowy XXI wieku. Był to bowiem nowy typ kryzysu, wywołany w znacznym stopniu przez sposób funkcjonowania globalnych rynków finansowych i strategię działania inwestorów na „rynkach wschodzących”. Meksyk stał się pierwszą ofiarą tego typu kryzysu, nie będąc w pełni świadomym zagrożeń, jakie niesie uczestnictwo w globalnym rynku. Jeszcze przed końcem wieku podobne trudności z dostosowaniem się do nowego charakteru działania międzynarodowych rynków finansowych miało wiele krajów w grupie określanej jako „wschodzące rynki”.

Przyczyny i konsekwencje kryzysu meksykańskiego były bardzo szeroko omawiane i dyskutowane. Wydawało się, że pogłębiona analiza pozwala na wskazanie wielu czynników, które wywołały kryzys. Wnioski z doświadczeń meksykańskich powinny stanowić ostrzeżenie dla innych krajów, zwłaszcza tych, które korzystały w dużym stopniu z zewnętrznych źródeł finansowania rozwoju.

Przyjęty przez Meksyk sposób wychodzenia z kryzysu finansowego okazał się skuteczny. Dzięki szybkiej pomocy międzynarodowej i wprowadzeniu przez rząd programu dostosowawczego kryzys nie rozprzestrzenił się na cały region Ameryki Łacińskiej. Wyciągając z niego wnioski, inne kraje, a zwłaszcza Argentyna, również podjęły programy naprawcze. Szybkie działanie i sposób wychodze-

nia z kryzysu pozwoliły opanować sytuację, i już w drugiej połowie 1995 r. nastąpiło uspokojenie rynku i ponowny napływ kapitału do tego regionu.

Doświadczenia Meksyku stanowią doskonałe studium zarówno dla analizy błędów popełnionych w polityce gospodarczej, jak i możliwości zabezpieczeń przed gwałtownym odwróceniem się tendencji w kierunkach przepływu kapitału zagranicznego. Dostarczają cennych lekcji dla krajów nazywanych „wschodzące rynki”, które mogą znaleźć się w podobnej sytuacji.

Fakt, że w trzy lata po kryzysie w Meksyku kryzysy finansowe o podobnym charakterze w większym lub mniejszym zakresie wystąpiły w wielu krajach Azji Południowo-Wschodniej, pokazuje, że nie do końca wyciągnięto z niego wnioski. Skala kryzysu w krajach Azji Południowo-Wschodniej, a ostatnio w Rosji, jest nieporównywalnie większa. Charakter tych kryzysów pod niektórymi względami różni się od kryzysu meksykańskiego, ale mają też wiele cech wspólnych. Przewiedzone ostatnio badania i międzynarodowe dyskusje starają się wyjaśnić wiele aspektów kryzysów finansowych na rynkach wschodnich i odpowiedzieć między innymi na pytania:

- Jaki wpływ ma globalizacja rynków finansowych na warunki rozwoju „wschodzących rynków” oraz jakie niesie korzyści i zagrożenia?
- Jakie są przyczyny napływu kapitałów krótkoterminowych do tej grupy krajów; jak powinny być traktowane, na co mogą być przeznaczone i kiedy grożą destabilizacją gospodarki?
- Jakie muszą być dostosowania w polityce makroekonomicznej związane z dużym napływem kapitału i możliwością jego odpływu?

Liberalizacja przepływów kapitału i proces przyspieszonej globalizacji rynków finansowych doprowadziły w latach dziewięćdziesiątych do masowych przepływów kapitałów, zwłaszcza portfelowych, do krajów będących „wschodzącymi rynkami”. W związku z tym znacznie wzrosło ryzyko szoków zewnętrznych dla gospodarki.

O napływach i odpływach kapitału decydowały zarówno wskaźniki makroekonomiczne danego kraju a zwłaszcza tzw. zdrowe fundamenty (czynniki przyciągające), jak i sytuacja finansowa na rynkach w USA, UE i Japonii (czynniki popychające), a także strategie wielkich funduszy powierniczych i zachowania inwestorów. Rządy krajów korzystających z dużego dopływu kapitałów zagranicznych muszą liczyć się z zagrożeniami związanymi ze zmianą wewnętrznych i zewnętrznych warunków, a zwłaszcza reakcją inwestorów na te zmiany. Taka sytuacja wyznacza nowe zadania dla polityki gospodarczej. Zachowania inwestorów na rynkach wschodzących stały się przedmiotem wielu badań i nowych teorii (J. Sachs, P. Krugman, H.P. Minsky i inni). Opisany też został sposób funkcjonowania różnego rodzaju funduszy powierniczych i mechanizm dominacji efektu tequili. Dużo uwagi poświęca się problemom, jakie wynikają dla krajów

przyjmujących duże kapitały zagraniczne w zakresie polityki pieniężnej i kursu walutowego, utrzymania bezpiecznego poziomu deficytu na rachunku obrotów bieżących.

Choć kryzysy finansowe w różnych krajach mają wiele cech wspólnych, kryzys meksykański miał swoje cechy specyficzne.

Polityczne uwarunkowania kryzysu meksykańskiego

Kryzys finansowy w Meksyku 1994-1995 był wywołany zbiegiem bardzo wielu okoliczności. Mógł mieć ogromne konsekwencje dla całego regionu, a także dla globalnych rynków finansowych.

Kryzys dotknął kraj w momencie, kiedy był on powszechnie chwalony za postępy w reformowaniu gospodarki, i jego perspektywy rozwojowe wydawały się bardzo dobre. Meksyk stał się 1 stycznia 1994 r. członkiem Północno-amerykańskiego Porozumienia o Wolnym Handlu NAFTA, co oznaczało z jednej strony wyraz uznania, a z drugiej stwarzało szanse rozwojowe. Mimo że pod wieloma względami zarówno system polityczny, jak i społeczny różnił go od dwóch pozostałych członków tego ugrupowania – USA i Kanady to przyjmowano, że członkostwo będzie sprzyjać demokratyzacji życia politycznego, a rozwój gospodarczy przyniesie większy dobrobyt.

Tymczasem wydarzenia, które miały miejsce w pierwszych miesiącach 1994 r. pokazały, że nierozwiązane poważne problemy polityczne stanowią zagrożenie dla rozwoju. Okazało się, że mimo sukcesów gospodarczych jest to kraj nadal mało stabilny i narażony na niepokoje społeczne.

U źródeł przyszłego kryzysu leżały pewne cechy autorytarnego systemu politycznego i niezdolność zreformowania rządzącej od 1929 r. partii PRI. Coraz bardziej widoczne były rosnące sprzeczności między otwierającym się systemem gospodarczym a nadal zamkniętym systemem politycznym. Sytuacja polityczna jeszcze bardziej skomplikowała się w związku z brakiem koncepcji rządu co do sposobu rozwiązania kwestii Indian w Chiapas i morderstwami na tle politycznym przed wyborami prezydenckim (marzec 1994 r. – zabójstwo kandydata na prezydenta Colosio, wrzesień tego roku – zabójstwo szefa partii PRI Massieu). Pod koniec prezydentury Salinasa pojawiało się coraz więcej informacji o ogromnej korupcji członków jego ekipy. Korupcja na szczytach władzy wiązała się między innymi z procesami prywatyzacji. W ramach powiązań między światem polityki i światem biznesu przekazywano przedsiębiorstwa „w odpowiednie ręce”, często za pożyczane z banków pieniądze, przy założeniu, że nie uda się ich spłacić. Natomiast powiązania świata polityki z handlarzami narkotyków (*drug barons*) prowadziły do tzw. narkodemokracji. Meksykańscy baroni narkotykowi przejęli przeszło połowę przemytu narkotyków do USA z Ameryki Łacińskiej. Ich dochody sięgały rocznie 40 mld USD, z czego sowicie opłacali tych, którzy powinni

byli ich zwalczać. Na liście najbogatszych ludzi w świecie, publikowanej przez FORTUNE, znalazło się w 1993 r. po raz pierwszy 24 biznesmenów meksykańskich.

Rosnące obawy destabilizacji i niepokojów społecznych skłoniły najpierw krajowy a potem zagraniczny kapitał do wycofania się w bezpieczniejsze miejsce, do USA. Mimo dużego odpływu kapitału w połowie 1994 r. nie zdecydowano się na dewaluację peso.

Sytuacja polityczna Meksyku w 1994 r. miała duży wpływ zarówno na politykę gospodarczą odchodzącej ekipy, jak i na zachowania inwestorów. Ze względów politycznych przez wiele miesięcy ukrywano przed opinią publiczną pogarszającą się sytuację gospodarczą kraju i rosnący deficyt na rachunku bieżącym oraz malejące w szybkim tempie rezerwy walutowe.

Przyczyny narastania trudności gospodarczych

Gospodarka meksykańska wyszła na początku lat 90. z kryzysu zadłużeniowego znacznie zmieniona. Realizowany program reform prorynkowych zawierał deregulację i prywatyzację gospodarki i ograniczenie roli państwa. Zdecydowano się na szerokie otwarcie gospodarki i integrację z gospodarką światową, przeprowadzając liberalizację handlu i przepływów kapitałowych. Proces liberalizacji handlu prowadził do znacznego uproszczenia procedur związanych z wymianą handlową i spadku ceł na większość wyrobów oraz zniesienia kontyngentów i licencji importowych. Bardzo szybko zliberalizowano rynek finansowy i wprowadzono swobodny przepływ kapitału zagranicznego. Reformy gospodarcze realizowane przez ekipę Salinasa przyniosły wiele efektów pozytywnych. Sukcesem była polityka nastawiona na walkę z inflacją, którą udało się zmniejszyć z 180% w 1988 r. do 7% w 1994 r., a deficyt budżetowy z 5,2% PKB w 1988 r., przekształcił się w stałą nadwyżkę w latach 1991-1994 (w 1994 r. 5,3% PKB). Program prywatyzacji przyniósł znaczne dochody dla budżetu (ok. 22 mld USD). Rosły inwestycje i konsumpcja. Sukcesy w reformowaniu gospodarki przynosiły Meksykowi uznanie w świecie. Dowodem tego było zarówno przystąpienie do NAFTA (1 stycznia 1994 r.), jak i przyjęcie do OECD w maju 1994 r.

Poza tymi pozytywnymi zmianami narastały trudności gospodarcze związane z rosnącym deficytem na rachunku obrotów bieżących i koniecznością pozyskiwania zagranicznych źródeł jego finansowania. Trudności te wynikały między innymi z przyjętej polityki kursu walutowego.

Tabela 1. Główne wskaźniki makroekonomiczne Meksyku w latach 1990-1996

Wyszczególnienie	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Wzrost PKB *	4,7	3,3	3,9	1,9	4,4	- 6,2	5,1
Stopa inflacji	29,9	18,8	11,9	8,0	7,0	35,0	25,0
Równowaga budżetowa w % PKB	+1,2	+2,8	+3,3	+1,5	+0,4	-0,5	4,3
Stopa oszczędności w % PKB	20,3	19,0	18,1	18,2	18,0	18,5	22,4
Stopa zewnętrznych oszczędności w % PKB	2,8	5,4	8,6	7,8	9,2	0,5	0,5
Stopa inwestycji w % PKB	23,1	24,4	26,7	26,0	27,2	19,0	23,0
Wzrost inwestycji %	2,5	2,3	3,2	0,2	2,5	9,4	5,2
Stopa bezrobocia %	2,8	2,6	2,8	3,4	3,7	6,2	5,5
Wzrost konsumpcji %	5,2	4,4	4,5	1,0	3,8	- 7,2	0,8
Stopy procentowe	37,4	23,5	18,8	17,4	16,4	50,5	35,0

* W cenach stałych (dolarach) z 1990 r.

Źródło: Balance of Payment Statistics Yearbook 1997, s. 510; World Economic and Social Survey 1996, 1997; OECD Economic Surveys Mexico 1997, Paris 1996; Economic Survey of Latin America and the Caribbean 1996-1997, Santiago de Chile 1997.

Polityka kursu walutowego

Jednym z głównych filarów programu stabilizacji i reform podjętych w 1989 r. była polityka kursu walutowego. Przyjęto stały kurs peso do dolara, który stanowił swoistą kotwicę tego programu. Od 1991 r. stosowano kurs pełzający (*crawling peg*), ale przy bardzo niewielkiej dziennej dewaluacji. Podtrzymywanie wysokiego kursu peso wraz z możliwością obniżenia stopy procentowej (przy założeniu niskiego poziomu inflacji) miało przyczynić się do pobudzenia koniunktury wewnętrznej. Polityka taka przyniosła efekty w postaci boomu konsumpcyjnego i inwestycyjnego. Była jednak w znacznym stopniu finansowana z pożyczonych za granicą środków, a nie ze wzrostu oszczędności wewnętrznych. W związku z tym rósł deficyt w bilansie handlowym.

Już w 1992 r. niektórzy specjaliści ostrzegali o negatywnych konsekwencjach utrzymywania nadwartościowego kursu. W związku ze zbliżającymi się wyborami prezydenckimi ekipa Salinasa nie zdecydowała się na dewaluację. Taka sytuacja w historii Meksyku nie była czymś wyjątkowym, Salinas był kolejnym, czwartym

prezydentem, który pozostawił ją następcy. Mimo odpływu kapitału w pierwszej połowie 1994 r. nie zdecydowano się na dewaluację i dalej broniono kursu peso, podnosząc stopy procentowe, aby zwiększyć atrakcyjność inwestowania i utrzymać zaufanie zagranicznych inwestorów. Taka polityka pomogła, ale tylko na krótko.

Dopiero w grudniu 1994 r. gwałtowna ucieczka kapitałów i spadek rezerw wymusiły dewaluację peso. Niestety, była ona źle i zbyt późno przeprowadzona. Reakcja międzynarodowego rynku kapitałowego na dewaluację peso była bardzo gwałtowna. Spowodowała panikę na giełdzie i 40-procentowy spadek wartości akcji oraz spadek o 50% wartości waluty krajowej. Upłynnienie kursu wymiany spowodowało, że kurs, który w grudniu wynosił 3,5 peso za dolara, w trzy miesiące potem dochodził nawet do 8 peso.

Polityka stałego kursu w latach 1992-1994 przyczyniła się do tego, że deficyt w handlu zagranicznym wynosił średnio około 16 mld USD. Nadwartościowy kurs peso nie sprzyjał konkurencyjności eksportu. Rósł natomiast import, któremu towarzyszył boom konsumpcyjny i inwestycyjny wspierany polityką kredytową banków.

Tabela 2. Handel zagraniczny i rachunek obrotów bieżących Meksyku w latach 1990-1996

Wyszczególnienie	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Eksport towarów (fob) w mld USD	40,7	42,7	46,2	51,9	60,9	79,5	96,0
Dynamika wzrostu w %	15,7	4,9	8,2	12,3	17,3	30,5	20,7
Import towarów (fob) w mld USD	-41,6	-49,9	-62,1	-65,3	-79,3	-72,3	89,5
Dynamika wzrostu w %	19,6	19,9	30,4	5,1	21,4	-8,9	23,8
Bilans handlowy	-0,9	-7,2	-15,9	-13,5	-18,5	7,2	6,5
Rachunek bieżący w mld USD	-7,4	-14,9	-24,4	-23,4	-29,7	-1,5	-1,9
Rezerwy walutowe w mld USD	9,8	17,7	18,9	25,1	6,3	16,8	19,4
Nominalny kurs peso do dolara	2,8	3,0	3,1	3,1	3,4	6,4	7,6
Deficyt na rachunku bieżącym w % PKB	-3,2	-4,8	-6,7	-5,8	-7,1	-0,2	-0,4

Źródło: Według Balance of Payment Statistics, IMF 1997; OECD Economic Surveys, Mexico 1997.

Wydaje się, że gdyby w odpowiednim czasie dokonano korekty kursu walutowego, deficyt w handlu zagranicznym nie rósłby tak szybko i nie byłoby konieczne poszukiwanie za granicą coraz większych środków na jego finansowanie. Gdyby nie utrzymywano w tajemnicy trudnej sytuacji finansowej, reakcje inwestorów mogły być nie tak gwałtowne, a skutki kryzysu znacznie łagodniejsze.

Rosnący deficyt na rachunku bieżącym i sposób jego finansowania

Od 1991 r. narastał deficyt na rachunku bieżącym. Jego wielkość w 1992 r. była trzykrotnie wyższa niż w 1990 r. i sięgała 24 mld USD. Udział deficytu w PKB wzrósł z 2,9% w 1990 r. do 4,8% w 1992 r. Natomiast w 1994 r. sięgał prawie 30 mld USD, co stanowiło przeszło 7% PKB.

W związku z rosnącym deficytem na rachunku bieżącym gospodarka stawiała się coraz bardziej zależna od napływu zagranicznych kapitałów. Meksyk nie miał na początku lat 90. problemu z przyciąganiem kapitału zagranicznego. Był postrzegany jako bardzo atrakcyjny teren inwestycji, a jego dużą wiarygodność dawały przeprowadzane reformy i przystąpienie do NAFTA. Wysoka stopa procentowa – w 1993 r. powyżej 13%, a w 1994 r. – 20% (przy 7-procentowej stopie inflacji) działała przyciągająco na kapitał zagraniczny.

Kapitał zagraniczny napływał szerokim strumieniem. W latach 1990-1994 ogółem napłynęło około 98 mld USD. Po 1991 r. dynamicznie napływały inwestycje portfelowe, co spowodowało zmianę struktury napływu kapitału zagranicznego. Coraz mniejszą rolę odgrywały bezpośrednie inwestycje zagraniczne, których udział w ogólnych napływach spadł z przeszło 57% w 1990 r. do 15%, w 1993 r. Prawie 73% kapitału, jaki napłynął w latach 1990-1994 stanowiły inwestycje portfelowe. Przeznaczone były głównie na zakup obligacji rządowych o krótkim terminie wykupu (43 mld USD) i na zakup innych papierów wartościowych (28 mld USD). Znaczna część zadłużenia publicznego była finansowana krótkoterminowymi obligacjami. W 1994 r. zadłużenie krótkoterminowe sięgało prawie 60 mld USD, co wraz z deficytem na rachunku bieżącym stanowiło 900% posiadanych rezerw walutowych.

W sytuacji, gdy Meksyk liczył na dalszy duży napływ kapitału, zmieniły się zewnętrzne warunki. W połowie 1994 r. w USA wzrosły stopy procentowe, co zmniejszyło atrakcyjność lokat kapitałowych w Meksyku i spowodowało, że część kapitałów odpłynęła.

Sytuację pogarszał fakt, że meksykańskie instytucje finansowe nie były właściwie przygotowane do masowego napływu kapitałów zagranicznych.

Tabela 3. Napływ kapitału zagranicznego prywatnego do Meksyku w latach 1990-1996 (w mld USD)

Wyszczególnienie	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Ogółem napływ kapitału prywatnego netto	6,2	17,5	22,4	33,3	19,2	-3,2	21,7
Napływ bezpośrednich inwestycji FDI netto	2,6	4,7	4,4	4,4	10,9	6,5	7,6
Napływ inwestycji portfelowych netto	3,6	12,8	18,0	28,9	8,3	-9,7	14,1

Źródło: Według Balance of Payment Statistics, IMF 1997.

Słabość systemu bankowego

W latach 1991-1992 rząd sprywatyzował banki i zniósł kontrolę kapitałów. Szybkie otwarcie rynku finansowego przy słabo rozwiniętym systemie bankowym oraz brak odpowiedniej kontroli prowadziły do nadmiernej i ryzykownej działalności kredytowej. Prywatne banki udzielały dużych kredytów sektorowi prywatnemu i indywidualnym konsumentom, zaciągając zagraniczne pożyczki, głównie w bankach USA. Po upadku peso i wzroście stóp procentowych z 15% do powyżej 50% okazało się, że wiele udzielonych wcześniej kredytów jest nieopłacalnych. Załamanie peso, wzrost stóp procentowych i wysoki poziom tzw. złych kredytów były powodem głębokiego kryzysu meksykańskiego systemu bankowego.

Banki miały trudności z odzyskaniem przeszło 100 mld USD pożyczonych środków. Kredyt bankowy udzielany prywatnym przedsiębiorstwom, poza sektorem finansowym, wzrósł z 10% GDP w 1988 r. do powyżej 40% GDP w 1994. Zadłużenie międzybankowe stanowiło 32% długów banków ogółem.

Aby uchronić wiele banków przed upadkiem, rząd zdecydował się przejąć znaczną część ich długów. Powstała Agencja rządowa FABAPROA, która zajęła się częścią tzw. nieściągalnych długów. Agencja wyemitowała obligacje w wysokości 65 mld USD, ich oprocentowanie – około 1 mld USD miesięcznie – miało być zatrzymywane przez banki. Banki zostały uratowane, mimo że większości pożyczek nie odzyskały. Wiadomo było od dawna, że w wielu sytuacjach ani bank, ani wielcy pożyczkobiorcy nie oczekiwali ich spłaty. Skutki kryzysu bankowego nadal są odczuwane. Rząd przedstawił parlamentowi w czerwcu 1998 r. propozycję obciążenia jego kosztami podatników, czemu sprzeciwiły się partie opozycyjne.

Tak więc po 1992 r. występowało wiele zjawisk, które wymagały korekty w polityce gospodarczej w związku z aprecjacją peso, rosnącym dużym deficytem na rachunku bieżącym w znacznym stopniu finansowanym napływem kapitału

krótkoterminowego oraz coraz większym zadłużeniem publicznym w papierach krótkoterminowych. Niepodjęcie w odpowiednim czasie działań dostosowawczych stworzyłoby duże potencjalne zagrożenie dla gospodarki, gdyby doszło do pogorszenia się zewnętrznych warunków.

Przebieg i skutki kryzysu

Jeszcze na początku 1994 r. nic nie zapowiadało, że może nastąpić gwałtowny odpływ kapitałów zagranicznych. W 1993 r. napłynęło prawie 30 mld USD inwestycji portfelowych, z czego większość ulokowano w obligacjach rządowych (18 mld USD). Aprecjacja peso oraz pogorszenie konkurencyjności prowadziły do wzrostu deficytu na rachunku bieżącym. Korekty w polityce gospodarczej nie były wystarczające. Obawiano się dalszego podniesienia stóp procentowych, gdyż ich wzrost mógł doprowadzić do pogorszenia sytuacji banków, które udzieliły wysokich kredytów sektorowi prywatnemu i miałyby problemy ze ściągalnością długów.

Aby dać inwestorom gwarancje kursowe, zdecydowano się na konwersję denominowanych w peso obligacji skarbowych na krótkoterminowe obligacje w dolarach – Tesobonos. Obligacje typu Tesobonos dawały inwestorom stosunkowo wysokie oprocentowanie ryzyka kursowego. W ten sposób zatrzymany został odpływ kapitałów zagranicznych i spadła presja na kurs walutowy. Wprowadzenie Tesobonos miało jednak istotny wpływ na gwałtowny przebieg późniejszego kryzysu. Wzrost udziału krótkoterminowych, łatwych do wycofania kapitałów w finansowaniu długu publicznego stanowił poważne zagrożenie w sytuacji odpływu kapitału.

Bezpośrednią przyczyną kryzysu była przeprowadzona 20 grudnia 1994 r. dewaluacja peso o 15% i spadek rezerw do 6 mld USD. Wywołało to gwałtowną reakcję i utratę zaufania inwestorów, którzy zrozumieli, że rząd nie będzie mógł wykupić w terminie obligacji Tesobonos. Nastąpił gwałtowny odpływ kapitałów, a po upłynięciu kursu peso jego wartość spadła o 50% na początku 1995 r. Akcje na giełdzie spadły o 40%. Przed kryzysem grudniowym za dolara płacono 3,4 peso, a w styczniu 1995 r. przeszło 8 peso.

W opinii niektórych krytyków był to kryzys na zamówienie, gdyż nie tylko nie dokonano odpowiedniej korekty w polityce gospodarczej, ale jeszcze pogorszono sytuację, pozwalając na denominację w dolarach obligacji rządowych Tesobonos o krótkim terminie wykupu. Rząd liczył na stały napływ kapitału, który pozwoliłby na spłatę zobowiązań. Tymczasem zamiast napływu nastąpił jego gwałtowny odpływ.

Błędy w polityce gospodarczej i niedoceniające zagrożenia związanych z funkcjonowaniem rynków finansowych kosztowały drogo meksykańską gospodarkę. Produkt narodowy brutto w 1995 r. spadł o 6,2%, konsumpcja spadła o przeszło

7%, a inwestycje o około 10%. Inflacja wzrosła z 7% do 52%, spadły płace realne, wzrosła prawie dwukrotnie stopa bezrobocia. Przyjęty program naprawczy przyczynił się do ograniczenia importu (spadek o prawie 9%) i wzrostu dynamiki eksportu (o przeszło 30%), co pozwoliło wypracować w 1995 r. nadwyżkę w bilansie handlowym w wysokości przeszło 7 mld dol.

Inaczej niż w 1982 r., kryzys finansowy w 1995 r. został szybko opanowany. Dzięki przyjętemu programowi stabilizacji i pakietowi pomocy finansowej gospodarka meksykańska podniosła się z kryzysu znacznie wcześniej, niż oczekiwano. Po spadku produktu narodowego brutto w 1995 r. o 6,2% w rok później osiągnięto jego wzrost o około 5%.

Drogi wychodzenia z kryzysu

Zaangażowanie się Stanów Zjednoczonych w rozwiązanie meksykańskiego kryzysu miało istotny wpływ na jego przebieg i umożliwiło nowemu prezydentowi podjęcie właściwych programów stabilizacyjnych. Stany Zjednoczone były gotowe już od początku 1994 r. udzielić Meksykowi pomocy w związku z pogarszającą się sytuacją finansową i trudnościami w utrzymaniu stabilizacji kursu peso. Dewaluacja oznaczała również straty dla amerykańskich inwestorów. Kiedy pod koniec roku sytuacja wymknęła się spod kontroli, prezydent Clinton był gotowy przyjąć z natychmiastową pomocą. Ogłoszenie niewypłacalności Meksyku oznaczałoby krach ekonomiczny nie tylko w Meksyku, lawinowy efekt mógłby objąć inne kraje Ameryki Łacińskiej. Prowadziłoby to również do załamania się eksportu amerykańskiego do Meksyku i strat amerykańskich inwestorów.

Prezydent Clinton stwierdził, że pomoc Meksykowi leży w interesie Stanów Zjednoczonych – Meksyk jest trzecim największym partnerem gospodarczym USA. Na utworzenie funduszu w wysokości 50 mld USD nie zgadzali się, dominujący w Kongresie, Republikanie. Chcieli też obwarować pomoc specjalnymi warunkami politycznymi i ekonomicznymi (np. domagali się zmiany polityki Meksyku wobec Kuby czy wymuszenia prywatyzacji sektora ropy naftowej). Meksyk nie mógłby się na takie warunki zgodzić. Prezydent Clinton mógł przeznaczyć bez zgody Kongresu na pomoc 20 mld USD i zaapelował do międzynarodowych organizacji i innych państw o udzielenie Meksykowi dodatkowej pomocy. Ostatecznie rząd Meksyku i Stanów Zjednoczonych zawarły w lutym 1995 r. porozumienie w sprawie funduszu stabilizacji peso w wysokości 20 mld USD. Pakiet pomocy finansowej zawierał trzy rodzaje kredytów: krótkoterminowe transakcje typu *swap*, średnioterminowe transakcje typu *swap* i gwarancje pięcioletnich i dziesięcioletnich papierów wartościowych emitowanych na rynkach międzynarodowych. Porozumienie przewidywało, że Meksyk będzie deponował na specjalnym koncie bankowym w Nowym Jorku swe dochody z eksportu ropy naf-

towej i gdyby powstała sytuacja nie wywiązania się ze spłaty należności w terminie, to rząd USA będzie mógł dysponować tymi środkami.

Zaraz po uzyskaniu pomocy prezydent Zedillo przedstawił program naprawczy. Był to bardzo surowy program oszczędnościowy, bez, jak to dawniej bywało, porozumienia ze związkami i pracodawcami w postaci tzw. paktów społecznych. Podniesiono znacznie ceny benzyny, energii, gazu, a także o 50% podatek od towarów i usług (VAT). Utrzymano bardzo wysokie stopy procentowe od obrotowych kredytów krótkoterminowych i konsumpcyjnych (wzrosły nawet w pewnym okresie do 75%, a w 1995 r. przekroczyły 50%).

Program stabilizacji ekipy Zedillo uzgodniony z Międzynarodowym Funduszem Walutowym nastawiony był na działania w kierunku: zmniejszenia inflacji, restrukturyzacji zadłużenia zagranicznego, przywrócenia sektorowi bankowemu stabilnych podstaw i ożywienia produkcji przemysłowej na eksport. Meksyk uzyskał od Funduszu i Banku Światowego wsparcie w wysokości 17,8 mld USD. Również inne kraje, jak Argentyna, Brazylia, Chile pospieszyły Meksykowi z pomocą. Międzynarodowa pożyczka w wysokości 50 mld USD pozwoliła między innymi ograniczyć inne kryzysy, np. systemu bankowego, i podjąć program reform strukturalnych, a wysokie stopy procentowe miały zatrzymać kapitały i przywrócić zaufanie inwestorów zagranicznych. Mimo że był to dla Meksyku bardzo trudny rok, to jednak program IMF przynosił rezultaty. Najgorsza faza kryzysu została opanowana we wrześniu. Wypracowana do końca roku nadwyżka w bilansie handlowym w wysokości 7 mld USD prawie zlikwidowała deficyt na rachunku bieżącym. Meksyk wywiązał się też ze swych zobowiązań. W sierpniu 1996 r., rok przed terminem, spłacił 7 mld USD pożyczki amerykańskiej i 1,5 mld USD pożyczki Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

Szybkie pokonanie kryzysu leżało zarówno w interesie Meksyku, jak i całego regionu. Gospodarka meksykańska jest silnie zintegrowana z gospodarką światową, dlatego wychodzenie z obecnego kryzysu było łatwiejsze niż z poprzedniego. Skutki recesji i spadku konsumpcji na rynku wewnętrznym mogły być w dużym stopniu łagodzone przez dynamiczny wzrost eksportu. Eksport wzrósł w 1995 r. o 30,5% i prawie o 21% w 1996 r. Nadwyżka w handlu zagranicznym w 1995 r. przekroczyła 7,2 mld USD, podczas gdy rok wcześniej deficyt wynosił 21 mld USD. Dochody z eksportu wynosiły prawie 80 mld USD, z tego około 80% pochodziło z eksportu wyrobów przemysłowych. Dynamiczny wzrost eksportu na rynek amerykański (przeszło 80% ogólnego eksportu) pozwolił na osiągnięcie w 1995 r., po raz pierwszy od wielu lat, znacznej nadwyżki w handlu z USA – około 12 mld USD (rok wcześniej deficyt przekraczał 5 mld USD). Handel z USA przekroczył w 1996 r. 148 mld USD, dając Meksykowi około 13-miliardową nadwyżkę.

Stopniowa stabilizacja rynków finansowych, powiązana z restrukturyzacją krótkoterminowych zobowiązań związanych ze spłatą długów zagranicznych, oraz ożywienie działalności gospodarczej i utrzymanie atrakcyjnych stóp procentowych spowodowały powrót inwestorów zagranicznych i wzrost rezerw walutowych Meksyku. W 1996 r. produkt narodowy brutto wzrósł o 5,1%, inflacja spadła do 27%. Nastąpił niewielki wzrost konsumpcji prywatnej, a inwestycje wzrosły o 5,2%. Siłą napędową rozwoju gospodarczego w 1996 r. był wzrost eksportu o prawie 21%. Import wzrósł 23%. Kurs peso ustabilizował się na 7,6 peso za dolara. Dzięki przyspieszeniu prywatyzacji uzyskano dochody w wysokości przeszło 15 mld USD. Rząd zdecydował się otworzyć dla inwestorów zagranicznych rynek telekomunikacyjny i prywatyzację elektrowni oraz sprzedaż około 60 przedsiębiorstw petrochemicznych. Nadal utrzymany zostanie monopol państwa w zakresie wydobycia i dystrybucji ropy naftowej (PEMEX).

Nad przyszłym rozwojem Meksyku ciąży rosnący koszt obsługi zadłużenia zagranicznego. Mimo restrukturyzacji długów zadłużenie ogółem przekroczyło w 1996 r. 157 mld USD, a jego obsługa w okresie prezydentury Zedillo wyniesie 83 mld USD. Spłata oprocentowania zadłużenia jest jednak znacznie niższa niż podczas kryzysu zadłużeniowego w latach 80. – w 1996 r. wynosiła 14,3% wartości eksportu.

Wnioski z kryzysu meksykańskiego

Wystąpienie kryzysu finansowego w Meksyku w 1995 r., było uwarunkowane pewnymi cechami specyficznymi dla funkcjonowania systemu politycznego i ekonomicznego w tym kraju. Sytuacja polityczna i charakter powiązań między światem polityki i biznesu miały istotny wpływ na narastanie problemów gospodarczych. Drugą cechą, która wpłynęła na przebieg kryzysu w Meksyku, było szybkie zaangażowanie się Stanów Zjednoczonych w zorganizowanie znacznego pakietu pomocy finansowej dla ustabilizowania rynku.

Kryzys meksykański dostarczył interesujących informacji na temat funkcjonowania międzynarodowych rynków finansowych i stabilności przepływów kapitałowych na „rynkach wschodzących”. Dla wielu krajów Ameryki Łacińskiej stanowił poważne ostrzeżenie i zmusił rządy do korekty polityki ekonomicznej. Był ważną lekcją dla innych krajów także ze względu na to, że pokazał, jak niespójna polityka gospodarcza może spowodować odwrócenie sytuacji w strumieniach przepływu kapitału. Jeszcze rok przed kryzysem kapitał zagraniczny masowo napływał do Meksyku, a rok potem gwałtownie odpłynął. W kraju, którego deficyt na rachunku bieżącym szybko rósł i który był bardzo uzależniony od zewnętrznych źródeł finansowania, skutki musiały być fatalne. Inwestorzy, mając tam zaangażowane duże kapitały, stali się bardzo wrażliwi na różnego rodzaju

niedobre informacje i wydarzenia. Sytuacja polityczna i obawy przed destabilizacją polityczną otworzyły drogę do kryzysu.

Analizując sytuację przed kryzysem i jego przebieg można wskazać na co najmniej cztery obszary polityki gospodarczej, które odegrały ważną rolę. Są to:

- kształtowanie się deficytu na rachunku bieżącym
- polityka kursu walutowego
- wysokość zadłużenia publicznego i sposób jego finansowania
- odpowiednie zabezpieczenie rezerw walutowych na ewentualne szybkie ruchy kapitału.

Ani teoria, ani praktyka nie jest w stanie kategorycznie wykazać, jaki poziom deficytu na rachunku bieżącym jest bezpieczny, a jaki stanowi zagrożenie. Wiele bowiem okoliczności i cech gospodarki decyduje o ocenie deficytu przez inwestorów. Uważa się jednak, że dla krajów o średnim wzroście gospodarczym deficyt nie powinien przekraczać 5% produktu narodowego brutto. Dla krajów o szybszym wzroście inwestycji i konsumpcji oraz wtedy, gdy jest finansowany napływem długoterminowego kapitału, może być nieco wyższy. Utrzymywanie na rachunku bieżącym przez dłuższy okres niekontrolowanego deficytu, zwłaszcza finansowanego przez inwestycje portfelowe, zwiększa zagrożenie dla gospodarki w sytuacji gwałtownych zmian w przepływie kapitału.

Meksyk, jak i wiele innych krajów, przyjął politykę stałego kursu walutowego, gdyż miała ona spełniać ważną rolę w walce z inflacją. Mimo aprecjacji kursu i rosnącego deficytu w handlu nadal utrzymywano wysoki kurs. Skutki takiej polityki okazały się fatalne. W sytuacji gdy deficyt finansowano napływem kapitałów portfelowych, polityka stałego kursu w dużym stopniu przyczyniła się do kryzysu. W globalnej gospodarce znacznie bezpieczniejsza jest polityka zmiennego kursu (mimo iż może to mieć pewien efekt inflacyjny), gdyż ogranicza skalę ataku spekulacyjnego.

Globalizacja rynków finansowych i masowe przepływy kapitału stawiają przed „rynkami wschodzącymi” poważne wyzwania. Z uwagi na niestabilność międzynarodowych rynków finansowych i możliwość szybkich zmian w strumieniach przepływu kapitału, polityka gospodarcza powinna raczej zniechęcać do dużego napływu kapitału krótkoterminowego. Deficyt na rachunku bieżącym powinien być finansowany przez długoterminowe inwestycje bezpośrednie, a nie inwestycje portfelowe. Znacznie bezpieczniejsza jest odpowiednia struktura długu publicznego – raczej papiery długookresowe, nawet jeżeli wymagają większych kosztów w postaci odsetek. Przy korzystaniu z kapitałów krótkoterminowych konieczne jest utrzymanie odpowiedniego poziomu rezerw walutowych. Nawet duże rezerwy nie wystarczą, jeżeli przez dłuższy czas kraj podejmuje się bronić kursu walutowego przed dewaluacją. Wysokość rezerw musi być odpowiednia

do wartości tzw. kapitału spekulacyjnego, aby w razie ich odpływu nie narazić gospodarki na poważne perturbacje.

Dodatkowo zwraca się uwagę na konieczność przestrzegania zasady przejrzystości w zakresie informacji o podstawowych wskaźnikach ekonomicznych. Dostęp do informacji jest bardzo ważny, aby zagraniczni inwestorzy nie wpadli w panikę, gdy nie wiedzą, w jakim kierunku kryzys się rozwinie. Minister finansów i bank centralny powinien dawać jasne sygnały o polityce gospodarczej. Nie zawrze wystarczająco tzw. zdrowe fundamenty makroekonomiczne, aby zatrzymać inwestorów w okresie paniki, ale nawet gdy kryzys wystąpi, to jego skutki mogą być mniejsze. Szybciej też inwestorzy są wówczas skłonni do powrotu na dany rynek.

Nie bez znaczenia na wystąpienie kryzysu i jego przebieg ma sposób i zakres liberalizacji rynku finansowego. Liberalizacja rynku finansowego w krajach, które są „wschodzącymi rynkami”, powinna zależeć od stanu gospodarki i może być przeprowadzona wtedy, kiedy istnieje rozwinięty, dobrze regulowany i zdrowy sektor finansowy. Liberalizacja systemu finansowego powinna być dokonywana stopniowo. Duże napływy kapitału, jak i duże odpływy, mogą prowadzić do załamania w systemie bankowym. Konieczny jest system monitorowania napływu kapitału, zwłaszcza krótkoterminowego, i umiejętność właściwego zarządzania zwiększonym napływem kapitału zagranicznego.

Kryzysy finansowe mają tendencję do przenoszenia się z jednego kraju do drugiego. Efekt tequli czyli rozprzestrzeniania się kryzysu na inne kraje w regionie, powoduje, że konieczne są szybkie działania i właściwa korekta w polityce gospodarczej w tych krajach w celu zmniejszenia stanu nierównowagi w gospodarce.

Na przebieg kryzysu istotny wpływ ma wczesna reakcja międzynarodowych instytucji finansowych. Konieczne jest ostrzeganie, wskazywanie na zagrożenia w danym kraju, a w momencie wystąpienia kryzysu – szybka pomoc. Chaos związany z kryzysem finansów meksykańskich wskazuje na konieczność międzynarodowej współpracy. Coraz częściej zwraca się uwagę na to, że w związku z niestabilnością rynków finansowych potrzebne są zarówno regionalne, jak i międzynarodowe instytucje, które mogłyby skutecznie walczyć z kryzysami tego typu.

Na kryzys finansowy narażone są kraje o dobrych fundamentach gospodarczych (niskiej inflacji, równowadze budżetowej, wysokich oszczędnościach, wysokich inwestycjach, dynamicznej wymianie handlowej), czego dowodem jest kryzys w krajach Azji. Doświadczenia Meksyku tylko częściowo mogły być tam wykorzystane, choć i tam w okresie tzw. euforii rynku zapomniano o potrzebie sensownej i dostosowującej się do zmienionych warunków polityki gospodarczej.

Bibliografia

Dornbusch R., Werner I.M., Mexico, Stabilization, Reform and no Growth, Brookings Papers on Economic Activity, The Brookings Institute 1994

French-Davis R., Policy Implications of the Tequila Effect, „Challenge”, March/April 1998, s. 15-43

Griffith-Jones S., Cause and Lessons of the Mexican Peso Crisis, WIDER, The United Nations University, May 1997

Liberska B., Meksyk po pierwszym roku kryzysu, „Rzeczpospolita” z 13 grudnia 1995

Liberska B., Strategie rozwiązywania kryzysu zadłużenia w Ameryce Łacińskiej, Centrum Badań nad Zadłużeniem, Uniwersytet Jagielloński, Kraków 1991

Lopez J., Mexico's Crisis: Financial Modernization and Financial Fragility, „Banca Nazionale de Lavoro Quarterly Review” June 1997, No 201.

Lustig N., The Mexican Peso Crisis, The Foreseeable and the Surprise, Brookings Discussion Paper on International Economics, The Brookings Institute, June 1995

OECD Economic Surveys, Mexico 1995, Paris 1995; OECD Economic Surveys, Mexico 1996, Paris 1996

Ros J., La crisis Mexicana y la reforma de la política macroeconómica, „Pensamiento Iberoamericano”, January-June 1995, No 27

Sachs J., Tornell A., Vasco A., The Mexican Peso Crisis; Sudden Death or Death Foretold?, National Bureau of Economic Research, „Working Paper Series” May 1996, No 5563

Taylor M.P., Sarno L., Capital Flows to Developing Countries: Long and Short Term Determinants, „The World Bank Economic Review” Vol. 11, 1997, No 3, s. 451-470

World Economic Outlook, May 1995, World Economic Outlook, December 1997

FINANCIAL CRISIS IN MEXICO – INFERENCES FOR “EMERGING MARKETS”

(Summary)

Globalisation of financial markets and mass flows of capital face „emerging markets” with serious challenges. In view of the poor stability of international financial markets and the possibility of rapid changes to the streams of capital flow, economic policy should rather discourage large inflows of short-term capital. Current account deficits should be financed by long-term direct investments, and not portfolio investments. If short-term capital is used, it is essential to maintain an appropriate level of currency reserves. Even large reserves will be insufficient if the country is to defend its currency exchange rate against devaluation over an extended period. The magnitude of the reserves must correspond in value with so-called speculative capital, in order not to expose the economy to serious disturbances in the event of outflow of this capital.

Access to information is also very important, so that foreign investors are not thrown into panic when they do not know in which direction the crisis will develop. The Minister of Finance and the central bank should both give clear signals about the economic policy. So-called healthy macroeconomic foundations are not always sufficient to stop investors at times of panic, but even if the crisis eventuates, its consequences may be less serious. Investors are then also inclined to return sooner to the market concerned.