

# Kryzys walutowy w Meksyku w latach 1994–1995

Krzysztof Spirzewski, doktorant, Katedra Bankowości i Finansów Wydziału Nauk Ekonomicznych UW

## 1. Wstęp

Procesy globalizacyjne będące obecnie przedmiotem wielu badań naukowych miały swój początek kilkanaście lat temu. Początek lat 90 XX wieku to okres, w którym przepływy kapitałowe rozpoczęły przekraczać granice państwowe w coraz większym stopniu. Z tym zjawiskiem związane są (jak w większości procesów ekonomicznych) dwa zagadnienia ściśle finansowe: zysk i ryzyko. Zysk związany jest z poszukiwaniem przez właścicieli kapitałów wyższych, niż oferuje rodzimy rynek finansowy, stóp procentowych. Natomiast drugie zagadnienie, nierozzerwalne z pierwszym, dotyczy dywersyfikacji posiadanego na dany moment portfela aktywów. Zjawisko transgranicznych przepływów kapitałowych, jest szczególnie widoczne z racji siły oddziaływania na lokalny rynek finansowy, w gospodarkach krajów o wschodzących rynkach (*emerging markets*). Oddziaływanie to ma charakter dwukierunkowy:

- a) pozytywny — poprzez silne wspieranie rozwoju gospodarczego opartego na przyptywie dużych ilości brakującego kapitału,
- b) negatywny — poprzez zwiększanie zależności rozwoju gospodarczego od kapitału zagranicznego, a co za tym idzie, uzależnienie tego rozwoju od osiąganych wskaźników makroekonomicznych, a ściślej rzecz biorąc od oceny tych wskaźników wydawanej arbitralnie przez międzynarodowe rynki finansowe. Oceny te porównywane są do oczekiwanych, na przykład do oczekiwanego poziomu kursu walutowego. Wówczas

**zawsze istnieje niebezpieczeństwo, że oczekiwania doprowadzą do wahań, które spowodują, iż władze monetarne nie dotrzymają założonych wcześniej celów poziomów kursu walutowego [Obstfeld, 1994, s. 211].**

W niniejszym opracowaniu mowa będzie o negatywnych konsekwencjach towarzyszących międzynarodowym przepływom kapitałowym, a ściślej rzecz ujmując będzie mowa o kryzysach walutowych w latach 1994–1998 na tle procesu globalizacji (patrz część 1.). W części 2. zostanie omówiony kryzys walutowy w Meksyku w 1994 roku (patrz część 2.), będą podane jego przyczyny, jak również będzie omówiona sytuacja polityczna i gospodarcza. W części 3. będzie mowa o skali załamania gospodarki, sytuacji sektora bankowego oraz podjętych środkach zaradczych. Pozostała część artykułu zorganizowana jest następująco; w części 4. zostanie przedstawiona odpowiedź na pytanie: czy można przewidywać kryzys. Część ta podzielona jest na ujęcie praktyczne

i teoretyczne. Część 5. to zakończenie, w którym przedstawione zostały wnioski natury ogólnej.

### 1.1. Kryzysy walutowe

Z dzisiejszej perspektywy można powiedzieć, że kryzysy walutowe w latach 1994–1998 były silnym wstrząsem dla procesu globalizacji. Za czynnik dominujący w tym procesie uznaje się rynki finansowe, które swą dynamiką, innowacyjnością i wolumenem obrotów przewyższają rolę handlu towarami i usługami. Wspominany już przedział czasowy jest charakterystyczny, gdyż w tym okresie doszło do szeregu kryzysów walutowych w krajach o powstających rynkach, między innymi w 1994 — Meksyk, 1997 — Czechy, 1997–1998 — Azja Południowo-Wschodnia. Zarówno analitycy rynków finansowych jak i naukowcy próbują odpowiedzieć na dwa pytania: jakie były powody kryzysu walutowego, który już miał miejsce oraz czy takie same powody (zjawiska gospodarczo-polityczne) występują obecnie w jakimś z krajów korzystających z dostępu do kapitałów zagranicznych w celu sfinansowania przyspieszonego rozwoju?

Korzystanie z kapitału zagranicznego przynosi zagrożenia i wymaga przygotowania instytucjonalnego. Napływający kapitał zagraniczny klasyfikowany jest jako inwestycje krótkoterminowe, portfelowe lub bezpośrednie (*Foreign Direct Investment* — FDI). W opracowaniu porównującym kraje azjatyckie oraz latynoamerykańskie<sup>1</sup> przedstawiono następujące różnice; w latach 90. napływ kapitału zagranicznego do gospodarek azjatyckich był zdominowany przez inwestycje bezpośrednie — FDI w przeciwieństwie do krajów latynoamerykańskich, gdzie dominował kapitał krótkookresowy lub portfelowy. Kraj, w którym udział FDI w napływającym kapitale zagranicznym jest niski staje się bardziej podatny na sytuacje kryzysowe w momencie nagłego wycofania kapitałów [Montiel, Reinhart, 1997].

Przykładem niedostatecznego przygotowania krajów o rynkach wschodzących do pełnego wykorzystania szans, jakie stwarza napływ kapitału, był brak dokonania przez nie dostatecznie głębokich reform w systemach bankowych. Banki w Meksyku nie były przygotowane — jak się później okazało — do działania w warunkach otwarcia gospodarki krajowej na przepływy kapitałowe [Sławiński, 2002, s. 1–2]. Z tym krajem (a raczej z powszechnie znanym trunkiem produkowanym w tym kraju) związana jest nazwa zjawiska zwanego „efektem tequili” lub „niewinnych ofiar” [Garcia, 1997], dotyczącego rozprzestrzeniania się kryzysu walutowego z jednego kraju na inny. Powodem jest konieczność odrobienia strat poniesionych przez inwestorów na papierach wartościowych dominowanych w jednej walucie poprzez sprzedaż papierów innego kraju. Ta operacja przebiega bardzo gwałtownie powodując wycofanie się kapitału i spadek cen. „Efekt tequili” po raz pierwszy został zaobser-

---

<sup>1</sup> Na kraje azjatyckie składają się: Indonezja, Malezja, Filipiny, Sri Lanka i Tajlandia natomiast na kraje latynoamerykańskie: Argentyna, Brazylia, Chile, Kolumbia, Kostaryka i Meksyk.

wowany podczas kryzysu walutowego w Meksyku i w jego następstwie w Argentynie.

W następnej części omówiony zostanie kryzys walutowy w Meksyku w latach 1994–1995, jego przyczyny i objawy.

## **2. Kryzys walutowy w Meksyku w latach 1994–1995**

Omawiając kryzys walutowy w Meksyku, konieczne staje się ściśle określenie przedziału czasowego omawianego zagadnienia. W niniejszym artykule dokonano oceny kryzysu walutowego w latach 1994–1995. W celu zrozumienia motywów podejmowanych w tych latach decyzji przez władze monetarne należy przypomnieć zdarzenia, jakie miały miejsce 14 lat wcześniej. Zdarzenia te zakończyły się kryzysem walutowym (rok 1982), toteż pozostały głęboko w pamięci ich uczestników wywierając wpływ na podejmowane decyzje w latach późniejszych.

Krótką historią kryzysu walutowego z roku 1982 w Meksyku przedstawia się następująco: główną przyczyną problemów było utrzymywanie się wysokiego deficytu finansów publicznych (w 1982 roku 16% PKB) w ślad za tym, narastanie długu publicznego (ok. 85% PKB) finansowanego głównie na rynku zagranicznym. Nastąpił kryzys walutowy, który wywołał: kryzys zadłużeniowy, bankowy (powodując nacjonalizację banków) oraz głęboką recesję gospodarczą. Średni wzrost PKB w latach 1979–1989 wyniósł tylko 2,1% wobec 7,0% w latach 1970–1973 i 6,1% w latach 1973–1979 (patrz tabela 2.). Po wybuchu kryzysu w 1982 roku władze monetarne wdrożyły środki zaradcze polegające na restrykcyjnej polityce budżetowej doprowadzając do zmniejszenia deficytu. Kryzys wymusił również na władzach zmianę kierunku zadłużenia publicznego (szczególnie dotyczyło to jego przyrostu) z rynku zewnętrznego na wewnętrzny. Przekierowanie źródła zadłużenia z rynku zewnętrznego na rynek wewnętrzny miało bardzo korzystne następstwa dla wyjścia z omawianego w tym artykule kryzysu. Korzyści przejawiały się tym, że głębokość kryzysu walutowego w Meksyku w latach 1994–1995 nie była znacząca.

Negatywne konsekwencje globalizacji uwiarygodniły się w Meksyku w grudniu 1994 roku. W warunkach globalizacji prowadzenie polityki makroekonomicznej staje się bez wątpienia bardziej skomplikowane. Gdy więc nastąpi kryzys, z punktu widzenia skuteczności polityki makroekonomicznej pojawia się dodatkowy długookresowy koszt w postaci utraconej wiarygodności. Odbudowa wiarygodności jest niezwykle istotna, ponieważ w warunkach globalizacji jej rola się zwiększa [Wojtyła, 1999].

### **2.1. Przyczyny kryzysu**

Meksykański kryzys przełomu 1994/95 roku nazywany jest w literaturze „kryzysem bankowym”, co wyróżnia go od kryzysu wcześniejszego z roku 1982, który nazywany jest „kryzysem bilansu płatniczego”. Meksykański kryzys przełomu 1994/95 wymusił na rządzie podjęcie działań prowadzących do ratowania systemu bankowego, jednak koszt był bardzo wysoki. Dzięki wdrożonej

reformie systemu finansowego (po kryzysie 1982 roku) jego kondycja poprawiła się zasadniczo, jak wskazują wskaźniki zyskowności i wiarygodności sektora bankowego (patrz Aneks, rys. 1. i tabela 1.). Tak dużą poprawę osiągnięto również dzięki napływowi kapitału zagranicznego (FDI) w transakcje fuzji i przejęć.

Od kwietnia 1994 roku sytuacja władz monetarnych Meksyku uległa zmianie. Do tego czasu napływ kapitału z zewnątrz był większy od deficytu bilansu płatniczego i jednocześnie następował przyrost rezerw. W efekcie działania banku centralnego skierowane były wyłącznie na przeciwdziałanie nadpłynności sektora bankowego poprzez operacje sterylizujące, aby uniknąć presji inflacyjnej. Negatywnym aspektem tego procesu był jedynie wzrost kosztów działania banku centralnego. Od kwietnia tendencja kierunku napływu kapitału została zahamowana, a następnie odwrócona. Poziom rezerw walutowych w USD zmniejszała się w 1994 roku z 29 mld w lutym do 16 mld w sierpniu, 10 mld w listopadzie i 6,3 mld w grudniu. W takiej sytuacji (spadek rezerw walutowych) teoria mówi, że należy dokonać radykalnego podniesienia stóp procentowych i dewaluacji waluty krajowej, czego negatywnym aspektem będzie wyhamowanie wzrostu gospodarczego. Ten klasyczny mechanizm, na jaki wskazuje teoria, nie został zastosowany w Meksyku. W kwietniu 1994 roku nie zmieniono polityki monetarnej na restrykcyjną ze względów politycznych. W roku wyborów prezydenckich, podejmowanie decyzji niepopularnych społecznie jest bardzo trudne z obawy o wypłacalność i wywołanie szeregu bankructw wśród przedsiębiorstw meksykańskich zadłużonych za granicą [Małecki, Żuławska, 2000, s. 158].

W grudniu 1993 roku zapadła decyzja w sprawie oparcia zadłużenia publicznego na krótkookresowych kredytach walutowych. W celu obniżenia kosztów obsługi długu rząd Meksyku rozpoczął stałą konwersję długu denominowanego w peso: *cetes*, *bondes* (długoterminowe) oraz *ajustabonos* (długoterminowe indeksowane o inflacje) na dług krótkoterminowy, indeksowany do dolara USA — *tesobonos*. Większość kupowanych papierów posiadała 91-dniowy termin wykupu, mimo że oferowano też papiery z 182- i 364-dniowym terminem wykupu [Cole, Kehoe, 1996, s. 323]. W roku 1994 sytuacja zewnętrzna (czynnik egzogeniczny) na rynku papierów wartościowych nie sprzyjała Meksykowi. Pojawiły się trudności ze sprzedażą *tesobonos*. Powody były dwa: zyskowność i ryzyko kursowe. Stosunkowo niska zyskowność przy danym ryzyku wynikała z różnicy w oprocentowaniu pomiędzy *tesobonos* i krótkookresowych papierów amerykańskich. Różnica ta wahała się w przedziale 2% do 4% w ciągu całego 1994 roku, w ostatnich tygodniach roku wzrosła do 5%, by następnie (w następstwie wybuchu kryzysu) wzrosnąć do prawie 20% w końcu stycznia 1995 roku [Atkeson, Rios-Rull, 1996]. Natomiast ryzyko kursu walutowego wzrastało systematycznie od kwietnia 1994 roku przybierając gwałtownie na sile pod koniec roku.

20 grudnia 1994 roku dokonano faktycznej dewaluacji peso o 15% przez rozszerzenie dopuszczalnego pasma wahań. Wiarygodność kraju agencje ra-

tingowe obniżyły z „wysoka” do „bardzo niska”, co oznaczało dalsze pogłębienie problemów (podrożenie kosztów finansowania zewnętrznego). Całość pogorszyła obawa inwestorów, co do możliwości wykupu rządowych papierów wartościowych na kwotę 9,9 mld USD przypadającą na I kw. 1995 roku. Ten czynnik można uznać za bezpośrednią przyczynę wywołującą kryzys. Oparcie zadłużenia publicznego na krótkookresowych kredytach walutowych okazało się bardzo ryzykowne.

Z teoretycznego punktu widzenia przyczyna kryzysu wbudowana jest w mechanizm stosowanego w Meksyku reżimu kursowego. W kraju, w którym prowadzi się politykę kursu walutowego opartego na reżimie kursu stałego lub kurs jest zmienny (deprecjonowany) w stosunku do koszyka walut (jednego lub więcej partnerów handlowych), uczestnicy rynku są przekonani, że kurs się nie zmieni dopóki nie nastąpi konflikt z innymi ważniejszymi celami polityki ekonomicznej rządu. Jeżeli taki konflikt występuje, wówczas gracze rynkowi, przewidując zmianę polityki kursowej, próbują przyspieszyć ciąg mających (w ich mniemaniu) nastąpić zdarzeń poprzez atak spekulacyjny testujący stabilność kursu i możliwość jego utrzymania przez władze monetarne. Takie właśnie ataki były przyczyną kryzysu walutowego zarówno w Meksyku jak i w Europejskim Systemie Walutowym w roku 1992 [Flood, Garber, Kramer, 1996].

Działanie graczy rynkowych wkomponują się w założenia przyjęte w modelu samospełniającego się kryzysu zadłużeniowego [Cole, Kehoe, 1996]. Kryzys walutowy w Meksyku nie wybuchł z powodu wysokiego długu rządowego. W latach 1990–1994 nie był on tak duży: 1990 — 55%, 1991 — 46%, 1992 — 35%, 1993 — 35% i w roku 1994 — 37%<sup>2</sup>. Jednak można tu mówić o samospełniającej się prognozie. Rok 1994 był rokiem wyborów prezydenckich, którym towarzyszyły niepokoje społeczne. Inwestorzy portfelowi widząc w grudniu 1994 roku kulminację trwającego od wiosny napięcia politycznego, któremu towarzyszyły niskie rezerwy walutowe (patrz rys. 6.), prognozowali, że Meksyk nie będzie w stanie wykupić swego długu zagranicznego, którego zapadalność przypadała na początek 1995 roku. Rząd na skutek tej prognozy stracił możliwość rolowania długu począwszy od 20 XII 1994.

Podsumowując, należy stwierdzić, że przyczyną kryzysu była następująca sekwencja zdarzeń. Szybki wzrost gospodarczy i aprecjacja realna spowodowały wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących i w następstwie wzrost deficytu bilansu handlowego. Te zdarzenia składają się na pierwotną przyczynę wybuchu kryzysu walutowego. Prowadzona przez władze polityka otwarcia na rynki zagraniczne niesie nowe zagrożenia. W warunkach globalizacji prowadzenie polityki makroekonomicznej staje się bez wątpienia bardziej skomplikowane. W Meksyku w grudniu 1994 roku wystąpiła gwałtowna

<sup>2</sup> [Cole, Kehoe, 1996, s. 327]; dla porównania procentowy udział długu w PKB w roku 1994 był w następujących krajach wyższy niż w Meksyku w przybliżeniu o: Francja i Niemcy — 50%, Hiszpania — 60%, Grecja i Włochy — 300%, Belgia — 400%. Mimo to w Meksyku do kryzysu doszło.

reakcja na deficyt bilansu handlowego. Ta reakcja to wtórny mechanizm wywołująca kryzys walutowy. Tak więc przyczyny kryzysu (jak w większości przypadków) nie były jednorodne. Specyfika Meksyku w tamtym czasie została przedstawiona poniżej w następujących płaszczyznach: politycznej i gospodarczej.

### 2.1.1. *Sytuacja polityczna*

Kryzys walutowy rozpoczął się 20 grudnia 1994 roku, było to pierwsze 20 dni funkcjonowania nowej administracji meksykańskiej. W dniu tym podjęto decyzje o poszerzeniu dolnej granicy pasma wahań kursu peso o 15%. Dotychczasowe pasmo zostało poszerzone z 3,45 peso za USD do 3,97 peso za USD. Wobec napiętej sytuacji decyzja ta była równoznaczna z dewaluacją w takim samym stopniu, co z kolei obniżyło wiarygodność kraju na międzynarodowym rynku finansowym z wysokiej na niską, ograniczając tym samym możliwości kredytowe za granicą. Od tego momentu sytuacja, mimo podejmowanych prób przeciwdziałania, stawała się coraz gorsza. Należy wyjaśnić, dlaczego wcześniej nie były podejmowane próby zmian reżimu kursowego w obliczu zmniejszających się rezerw walutowych (patrz tabela 7.).

Winą za brak dostosowania reżimu kursowego (dewaluacja) do zmieniających się warunków gospodarczych należy obciążyć sytuację polityczną. Rok 1994 był rokiem wyborów prezydenckich w Meksyku. W związku z tym władze unikały podejmowania trudnych decyzji gospodarczych, a do takich z pewnością zaliczyć trzeba dewaluację, która zmniejsza wartość nabywczą waluty krajowej w stosunku do dóbr i usług nabywanych za granicą. Trudność w podejmowaniu niepopularnych decyzji jest cechą charakterystyczną dla państw demokratycznych, zwłaszcza w okresie przedwyborczym. Należy pamiętać, że w czasie wyborów prezydenckich trwały niepokoje społeczne. Przykładem jest zamordowanie w okresie kampanii wyborczej jednego z kandydatów. Doprowadziło to do wybuchu powstania zbrojnego w prowincji Chiapas. Tamtejsza ludność zajmowała budynki rządowe domagając się uczciwych wyborów. W takiej sytuacji wydaje się zasadne stwierdzenie, że sytuacja polityczna była bezpośrednim czynnikiem sprawczym wybuchu kryzysu walutowego [Małecki, Żuławska, 2000]. Jednak rolę źródłową kryzysu walutowego odegrała sytuacja gospodarcza, w tym nadmierna konsumpcja sektora prywatnego finansowana przez sektor bankowy, o czym poniżej.

### 2.1.2. *Sytuacja gospodarcza*

Podejmowanie prób przyspieszenia wzrostu gospodarczego za pomocą kapitału zagranicznego, z powodu braku takowego w kraju, automatycznie tworzy sytuację, w której właściciele tych aktywów na bieżąco monitorują istniejące ryzyko dokonanej inwestycji. Monitorowanie to polega na codziennym analizowaniu wskaźników gospodarczych jak również na analizowaniu skutków lokalnych decyzji gospodarczych i rozwoju sytuacji politycznej, która bardzo silnie wpływa na wiarygodność władz monetarnych. Decyzja o sko-

kowej dewaluacji odebrana została bardzo negatywnie, gdyż przeprowadzona została za późno, a co za tym idzie, jej skala była bardzo duża.

Od połowy lat 80. walka z inflacją była głównym celem meksykańskiej polityki gospodarczej. W grudniu 1987 roku rząd Meksyku przyjął plan stabilizacji gospodarczej opartej na mechanizmie kursu walutowego. Kluczowym komponentem tego planu była umowa społeczna (pakt), w której ustalono, że ceny, płace i poziom kursu walutowego będzie ustalany na regularnych spotkaniach rządu z przedstawicielami pracowników i przedsiębiorców. W ten sposób doszło do zmiany reżimu kursowego z kursu stałego na kurs regulowany z pasmem wahań (*adjustable narrow band*). Odpowiedź gospodarki była natychmiastowa. Nastąpił boom gospodarczy, agregaty monetarne rosły szybciej niż PKB, realny kurs walutowy wzmocnił się wyraźnie, a nierównowaga na rachunku bieżącym zaczęła zwiększać się znacząco [Calvo, Mendoza, 1996]. Mechanizm ten doprowadził do 30% aprecjacji realnej peso w latach 1989–1993 (patrz rys. 6.). W szczycie aprecjacja wyniosła prawie 60% odnosząc poziom z roku 1988 do początku roku 1994. Dodatkowo wzmocnieniu waluty krajowej sprzyjał wzrost napływu kapitału zagranicznego (szczególnie portfelowego) w czasie szybkiego wzrostu gospodarczego notowanego od początku lat 90. W roku 1993 kwota ta wyniosła 44 mld USD wobec 27 mld USD rok wcześniej (patrz tabela 7.). Szybki wzrost gospodarczy i aprecjacja realna peso spowodowały wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących i w następstwie wzrost deficytu bilansu handlowego. W 1990 roku wyniósł on 0,8 mld USD, w 1993 13,4 mld USD, a w 1994 wzrósł do 18,4 mld USD (patrz tabela 7.). Dopóki napływ kapitału równoważył deficyt bilansu handlowego przy zrównoważonym budżecie kraju, wzrost gospodarczy nie był zagrożony. W tym miejscu warto bliżej przyjrzeć się budżetowi Meksyku w omawianym okresie, gdyż sytuacja przed wybuchem kryzysu była bardzo korzystna.

Na wielkość deficytu budżetowego w latach poprzedzających kryzys wpływ miała bardzo restrykcyjna polityka budżetowa prowadząca do radykalnego zmniejszenia deficytu do wysokości 4,8% PKB w 1989 roku. W tym samym roku Meksyk odnotował po raz pierwszy od wielu lat znaczny przyrost PKB: z 1,2% w 1988 roku do 3,3% w 1989 oraz kolejno w latach następnych do 4,2% i 5,1% (patrz tabela 6. oraz rys. 2.). Jednak tej dobrej sytuacji towarzyszyła agresywna polityka banków komercyjnych w udzielaniu kredytów konsumpcyjnych dla sektora prywatnego (patrz tabela 7.), spowodowało to narastanie złych długów, co przyczyniło się z kolei do kryzysu walutowego w roku 1994. Wraz z poprawą koniunktury od roku 1989, sytuacja budżetu państwa nawet poprawiła się do tego stopnia, że w latach 1992 i 1993 budżet Meksyku zanotował saldo dodatnie. Na podstawie powyższych danych można stwierdzić, że władze prowadziły bardzo rozsądną politykę wydatków budżetu państwa, mając zapewne w pamięci doświadczenia z początku lat 80., które zakończyły się kryzysem walutowym roku 1982. Przedsiębiorcy prywatni nie wykazali się podobnym rozsądkiem doprowadzając do nadmiernego zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw. Generalnie, gdy różnica stóp procentowych

w kraju i za granicą jest duża, wówczas przedsiębiorstwa uznają, że warto skorzystać z kredytów zagranicznych mimo istniejącego ryzyka kursowego (patrz tabela 4.). Oczywiście można zawrzeć transakcje zabezpieczające przed ryzykiem kursowym, ale decyzje takie (w różnych krajach) często nie zostają podjęte, ponieważ:

- 1) koszt zakupu transakcji zabezpieczającej jest wysoki,
- 2) dostępność i różnorodność tych transakcji jest mała,
- 3) zarząd przedsiębiorstwa bagatelizuje zagrożenie.

Odnośnie do punktu 1. należy stwierdzić, że w przypadku Meksyku prowadzona była (jak wspomniałem wcześniej) polityka stabilizacyjna ukierunkowana na walkę z inflacją, co automatycznie przesądzało o wysokich kosztach instrumentów zabezpieczających. Wynikało to z faktu, iż ich cena zależy wprost od różnicy stóp procentowych: pomiędzy stopą lokalną a stopą obowiązującą dla waluty, w jakiej jest zaciągana pożyczka. Natomiast w przypadku punktu 3. przekonanie i możliwości wystąpienia dewaluacji było dodatkowo minimalizowane oświadczeniami banku centralnego. Sytuację komplikował jeszcze fakt występowania efektu zwrotnego polegającego na tym, że nagły wzrost zadłużenia generuje w krótkim czasie gwałtowny wzrost deficytu bilansu płatniczego przyczyniając się znacznie do konieczności podjęcia decyzji o dewaluacji. W następnej części zostanie omówiona skala załamania, konsekwencje makroekonomiczne oraz wyciągnięte wnioski.

### 3. Skala załamania rynku walutowego i finansowego

Skala załamania rynku walutowego i finansowego zależy bezpośrednio od czynników, które wywołały kryzys, jak i od podjętych metod wychodzenia z kryzysu. Determinantą określającą skalę załamania po wybuchu kryzysu w Meksyku był niski poziom rezerw walutowych koniecznych do działań niwelujących negatywne skutki. Ich poziom po dewaluacji z dnia 20 grudnia 1994 roku wyniósł 5,881 mld USD wobec 16,870 w październiku i 29,160 w lutym 1994 roku. Niski poziom należy odnieść do poziomu portfela papierów rządowych, który w dniu 20 grudnia wyniósł odpowiednio ponad 20 mld USD, a więc prawie 4 razy więcej niż poziom rezerw [Cole, Kehoe, 1996]. W przypadku zaistnienia kryzysu można mówić jedynie o działaniach niwelujących, gdyż całkowita obrona kursu walutowego, wbrew trendowi rynkowemu, nie jest możliwa. Powody braku wystarczającej ilości rezerw walutowych omówione zostały w części 2.1. Poniżej przedstawiona zostanie skala załamania i podjęte środki zaradcze.

#### 3.1. Skala załamania

Bezpośrednią przyczyną wybuchu kryzysu był brak wystarczającej ilości rezerw walutowych. Nie chodzi tutaj o ilość posiadanych rezerw użytych do obrony kursu walutowego, ponieważ działania takie nie są skuteczne. Obrona kursu w tak gorącym momencie prowadzi do wyzbycia się rezerw bez uzyskania zakładanych celów. Natomiast posiadanie wystarczających rezerw od-



działuje uspokajająco na graczy finansowych, którzy są mniej skłonni do podjęcia gry na coraz to głębszą dewaluację (osiągając tym samym krociowe zyski), której poziom absolutnie nie jest uzasadniony wskaźnikami ekonomicznymi (w miarę dobrymi).

Kryzys walutowy Meksyku z grudnia 1994 roku spowodował załamanie następujących wskaźników ekonomicznych:

- konsumpcja sektora prywatnego: zmiana z 4,6 w 1994 do minus 9,5 w 1995 i do 2,3 w 1996 roku,
- PKB: zmiana z 4,4 w 1994 do minus 6,2 w 1995 i do 5,1 w 1996 roku,
- produkcja przemysłowa: zmiana z 4,8 w 1994 do minus 7,8 w 1995 i do 10,4 w 1996 roku,
- bezrobocie (jako procent siły roboczej): zmiana z 3,6 w 1994 do 6,3 w 1995 i do 5,5 w 1996 roku,
- inflacja: zmiana z 7,0 w 1994 do 35,0 w 1995 i do 34,4 w 1996 roku.

Jednym z bardziej bolesnych skutków kryzysu walutowego był silny spadek produkcji oraz nieuchronny wysoki wzrost inflacji w roku 1995 jako skutek działań zapobiegawczych. Jednakże dzięki dobrej sytuacji budżetowej i dużej interwencji rządu udało się uniknąć fali bankructw banków. W ten sposób uniknięto też fali bankructw przedsiębiorstw, czego skutkiem była znaczna poprawa wszystkich wskaźników ekonomicznych już w 1996 roku. Jedynie inflacja osiągnęła wskaźnik jednocyfrowy dopiero w roku 2000 (patrz tabela 3.).

### 3.1.1. Sytuacja sektora bankowego

Efekty kryzysu najostrej widoczniły się we wskaźnikach sektora bankowego. Rachunek wyników banków komercyjnych (patrz tabela 1.) pokazuje jak poważnych problemów gospodarczych uniknięto dzięki pomocy dla sektora bankowego, jaką udzielił budżet państwa i dzięki dużemu zaangażowaniu banków zagranicznych. Utworzone rezerwy na złe kredyty (w procentach aktywów ogółem) wzrosły z 1,49% w 1993 i 1,55% w 1994 do poziomu 2,83% w 1996 roku.

Kryzys walutowy 1994/95 roku wywołał kryzys sektora bankowego za pośrednictwem czterech kanałów:

- 1) dewaluacja peso,
- 2) załamanie płynności rynku walutowego,
- 3) gwałtowny spadek aktywności gospodarczej jako następstwo wdrożenia restrykcyjnej polityki monetarnej,
- 4) wysokie stopy procentowe.

Te czynniki spowodowały wzrost kosztów pozyskiwania funduszy dla banków, wzrost bankowych pasywów (banki pożyczały bardzo intensywnie w obcej walucie) oraz ograniczyły możliwości spłaty kredytów przez pożyczkobiorców. Jednocześnie niewystarczająco silne uregulowania prawne dotyczące zabezpieczeń spowodowały, że ściągalność złych długów była utrudniona. W roku 1995 system bankowy Meksyku był na krawędzi załamania. Sytuacja ta

doprowadziła do wdrożenia kilku programów wspomagających system bankowy. Te działania władz monetarnych zapobiegły kryzysowi na większą skalę dzięki wprowadzeniu kosztownej restrukturyzacji sektora bankowego, której bardzo wysoki koszt został sfinansowany ze środków publicznych. Oficjalne szacunki opublikowane w lipcu 1999 roku wskazują, że koszt netto wszystkich programów naprawczych wyniósł około 20% PKB. Połowa tej kwoty została przeznaczona na konieczne przejęcia banków, którym groziła upadłość [Bonturi, 2002, s. 7].

### 3.2. Środki zaradcze

20 grudnia 1994 roku był pierwszym dniem, w którym część wystawionych przez bank centralny Meksyku, na co tygodniowych aukcjach, *tesobonos* nie znalazły nabywców. Na następnych czterech aukcjach procent sprzedaży był jeszcze niższy wywołując kryzys zadłużeniowy, głównie przez brak możliwości spłaty starych papierów nowymi emisjami.

Głównym problemem dla rządu Meksyku było odzyskanie możliwości przezwyciężenia spadku wiarygodności do emitowanych papierów wartościowych. Nastąpiło to po uruchomieniu przez USA i MFW pakietu pomocy polegającej na zabezpieczeniu należności. Kryzys zadłużeniowy został przezwyciężony po decyzji prezydenta USA ogłoszonej dnia 31 stycznia 1995 roku o przyznaniu Meksykowi pakietu ratunkowego. W tym dniu na aukcji sprzedano *tesobonos* o wartości wyższej niż wynosiła początkowa oferta. Odpływ kapitału z Meksyku został zahamowany. Podniesienie stóp procentowych i dewaluacja doprowadziło do wystąpienia w bankach problemu złych długów. Jednakże dobra sytuacja budżetu stwarzała możliwość pomocy dla systemu bankowego bez konieczności udzielania kredytów refinansowych banku centralnego. Emisja takich kredytów doprowadziłaby do jeszcze większego wzrostu inflacji, a co za tym idzie do konieczności dłuższego utrzymywania bardzo wysokich stóp procentowych. W efekcie spadek PKB byłby większy i jego odbudowanie trwałoby dłużej niż miało to miejsce. W następnej części podjęta zostanie próba odpowiedzi na pytanie: czy można przewidywać kryzys.

## 4. Czy można przewidywać kryzys?

W poprzednich rozdziałach omówiono negatywne konsekwencje wynikające z globalnych przepływów kapitałowych na przykładzie kryzysu walutowego w Meksyku w 1994 roku, jego przyczynach i skali załamania. W tej części podjęta będzie próba odpowiedzi na pytanie, czy można przewidywać kryzys.

Kryzys w Meksyku zaskoczył większość obserwatorów zajmujących się tym zagadnieniem. Powodem zaskoczenia był fakt, że zdarzenie to nie było przewidywane przez nikogo. Stan gospodarki bezpośrednio przed rokiem 1994 był na tyle dobry, że nie wskazywał na zbliżające się załamanie. Dodatkowo Meksyk stanowił przykład dla innych państw o podobnym poziomie rozwoju. Chwalony był za dobry stan gospodarki przez takie organizacje jak: MFW, Bank Światowy i OECD. Meksyk mógł pochwalić się osiągnięciami: nadwyżką

finansową w 1993 roku czy niskim (jak na standardy OECD) deficytem budżetowym w roku 1994. Poziom inflacji obniżał się i wielu ekonomistów wierzyło w utrwalenie wzrostu gospodarczego wraz z przystąpieniem Meksyku do NAFTA. Kryzys pojawił się w grudniu 1994 roku zupełnie nieoczekiwanie [Calvo, Mendoza, Roger, Rose, 1996].

Oczekiwania, co do rozwoju sytuacji w nadchodzących miesiącach rozmięły się bardzo z tym, co w rzeczywistości nastąpiło. Jest to szczególnie widoczne na przykładzie omawianej sytuacji w Meksyku, ale również i kryzysu walutowego w Tajlandii w czerwcu 1997 roku. Jeśli przyjrzeć się bliżej prognozom kursu walutowego na 3 miesiące przed kryzysem to w Meksyku prognozowany na styczeń 1995 poziom kursu peso do USD wyniósł 3,4, a w rzeczywistości osiągnął poziom 5,7 peso do USD. Podobnie błędne przewidywanie poziomu kursu miało miejsce w Tajlandii: na 3 miesiące przed kryzysem prognozowano kurs bata do USD na 25,8, podczas gdy w lipcu 1997 roku był 31,20 [Goldfajn, Valdes, 1998]. W tym momencie można zadać pytanie czy można w ogóle przewidzieć kryzys?

#### **4.1. Ujęcie praktyczne**

Próbując udzielić odpowiedzi na to pytanie zadane pod koniec poprzedniej części, należy zdać sobie sprawę ze złożoności zagadnienia. Samo słowo „kryzys” jest definiowane w literaturze przedmiotu na wiele sposobów. Większość prac powstałych na ten temat koncentruje się na zagadnieniu dewaluacji jako decyzji o obniżeniu wartości waluty krajowej. Inne zajmują się jedynie znacznymi i rzadkimi dewaluacjami walut. Jeszcze inni zajmują się niewielkimi i częstymi dewaluacjami, które nie zawsze prowadzą do wybuchu kryzysu walutowego. Jest też część opracowań, które definiują kryzys w szerszym kontekście gospodarczym. Zjawisko gwałtownej deprecjacji waluty krajowej poszerzone jest o zdarzenia związane z nieudanymi atakami spekulacyjnymi to znaczy z takimi, które zostały odparte nie przez decyzje o dewaluacji, ale za pomocą znacznego wzrostu krajowych stóp procentowych oraz ewentualnie znacznego zmniejszenia poziomu rezerw walutowych.

Na złożoność zagadnienia wpływa również fakt, iż analizując dane ekonomiczne w celu określenia, czy jest możliwy kryzys walutowy mamy do dyspozycji bardzo dużą liczbę danych. Ekonomiści próbują wyodrębnić te najważniejsze. W ten sposób powstała lista 105 wskaźników pogrupowanych w sześć kategorii i kilka podkategorii. Wskaźniki te dotyczą: czynników egzogenicznych, zmiennych instytucjonalnych i strukturalnych, stabilności politycznej czy podatność na „efekt zarażenia”. Dodatkowo wskaźniki opisujące czynniki egzogeniczne odnoszą się do takich kategorii jak: obrót kapitałowy, struktura długu zagranicznego, obrót bieżący oraz zmienne rynku międzynarodowego [Kaminsky, Lizondo, Reinhart, 1998]. Mnogość parametrów bardzo utrudnia trafną odpowiedź na pytanie czy gospodarka jest rzeczywiście w okresie przed kryzysem.

Analizując kryzysy walutowe w latach 1971 do 1992 w ponad 100 krajach rozwijających się stwierdzono, że symptomy wskazujące na możliwość wystąpienia kryzysu były możliwe do spostrzeżenia w gospodarkach, które charakteryzowały się następującymi parametrami:

- stopa wzrostu gospodarczego jest niska,
- wzrost kredytów krajowych jest wysoki,
- zagraniczne stopy procentowe są wysokie,
- udział FDI w zadłużeniu ogółem jest niski.

Generalnie symptomy nadchodzącego kryzysu walutowego są trudno dostrzegalne. Kryzysy z reguły pojawiały się, gdy dynamika FDI malała, rezerwy były niskie, przyrost kredytów w gospodarce krajowej był duży, zagraniczne stopy procentowe rosły, a realny kurs walutowy wykazywał przewartościowanie. Dodatkowo parametry takie jak obroty bieżące czy deficyt publiczny odgrywał ważną rolę w kryzysach, których powody były typowe. Przedstawione parametry powstały na podstawie wniosków wyciągniętych z danych historycznych i nie muszą być trafne w każdym przypadku analizy zdarzeń mających nastąpić w przyszłości [Frankel, Rose, 1996]. Biorąc pod uwagę powyższe, odpowiedź na pytanie postawione w tytule tej części jest negatywna.

Po kryzysach azjatyckich, które miały miejsce pod koniec lat 90. część badaczy ogłosiła, iż byłaby zdolna przewidzieć zaistniałe kryzysy na podstawie wskaźników charakteryzujących gospodarkę przed kryzysem. Jednak mimo ogłoszenia tego sukcesu nie wydaje się możliwe systematyczne przewidywanie kryzysu. Argumenty popierające tą tezę są następujące:

- samo stwierdzenie, że kryzys był przewidywany jest niewystarczające, gdyż należy podać jego poziom dokładności (głębokość, datę wystąpienia),
- kryzysy w różnych krajach nie przebiegają podobnie, aby na ich podstawie wyciągać wnioski natury ogólnej bądź budować modele. Dla przykładu model, który sprawdził się w kraju, gdzie brak jest swobody w przepływie kapitału, może dać inny wynik niż w kraju bez ograniczeń w mobilności kapitału,
- wiele wskaźników, które wskazują na wyższe prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu trudno klasyfikować. Do takich wskaźników należy niewystarczający nadzór bankowy lub niestabilna sytuacja polityczna (omawiany przykład Meksyku).

Wynik badania przydatności w przewidywaniach kryzysu trzech modeli ekonometrycznych sformułowanych przed 1997 rokiem, (o których mowa powyżej) okazał się negatywny. Dwa modele dały rezultat nie lepszy niż prognoza metodą na chybił trafił. Wyniki uzyskane za pomocą trzeciego modelu można uznać za pewien sukces, jednak uzyskany stopień pewności nie był satysfakcjonujący, gdyż prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu w roku 1997 liczone w okresie od maja 1995 do grudnia 1996 wynosiło ponad 37% [Berg, 1999].

## 4.2. Ujęcie teoretyczne

Zjawiska kryzysowe w okresie globalizacji stanowią wyzwanie dla teorii ekonomii, która posługuje się modelami klasyfikowanymi według ich historycznego powstawania:

- modele pierwszej generacji,
- modele drugiej generacji,
- modele trzeciej generacji.

Modele pierwszej generacji odwołują się do monetyzowanych deficytów budżetowych jako czynnik prowadzący do wyczerpania rezerw walutowych przy systemie kursów stałych. Modele te wywodzą się z połowy lat 70. z koncepcji modelu stworzonego przez S. Salanta wraz z D. Hendersonem [Salant, Henderson, 1978]. W opracowaniu tym pokazano na przykładzie złota, że stabilizacja kursów walutowych oparta na parytecie do złota będzie narażona na ataki spekulacyjne. Autorzy tego modelu pokazują, w jaki sposób polityka stałego kursu walutowego połączona z nadmiernie ekspansywną polityką fiskalną i monetarną może doprowadzić gospodarkę do kryzysu [Gruszczyński, 1998]. Ekspansywna polityka finansowa prowadzi do permanentnej nierównowagi budżetowej finansowanej emisją pieniądza. Przy stałym kursie walutowym dla uczestników rynków finansowych ta sprzeczność była oczywista, a możliwości manewru ze strony władz bardzo ograniczone. Rozpoczęły się działania o charakterze spekulacyjnym prowadzącym wprost do kryzysu walutowego.

Lata 80. i początek lat 90. to okres kryzysów walutowych, które są wyjaśniane przez modele drugiej generacji. Czynnikiem prowadzącym do kryzysu walutowego jest reakcja banku centralnego na recesję gospodarczą. Analizując poczynania banku centralnego należy rozpatrywać je w ujęciu dynamicznym. W powstałych modelach drugiej generacji przyjęto dwustopniową analizę zdarzeń. W pierwszym etapie, w momencie wystąpienia syndromów recesji gospodarczej, władze monetarne zmieniają politykę monetarną. W drugim etapie uczestnicy rynków walutowych analizując dane makroekonomiczne dochodzą do wniosku, że warto rozpocząć grę spekulacyjną. Wniosek ten oparty jest na przewidywanym zachowaniu władz monetarnych. Oczekuje się, iż dokonają dewaluacji kursu walutowego. Przesłanki do dokonania dewaluacji będą następujące:

- chęć przeciwdziałania spadkowi wzrostu gospodarczego, aby ograniczyć bezrobocie przez poprawę konkurencyjności eksportu,
- próba uzyskania zmniejszenia długu wewnętrznego w walucie krajowej.

Modele drugiej generacji wskazują na źródło w recesji gospodarczej, która rozbudza oczekiwania, co do zmian polityki gospodarczej. Zmiana ta idzie w kierunku poluzowania polityki pieniężnej i fiskalnej, co może oddziaływać na oczekiwania zmian stopy procentowej, a za jej pośrednictwem na saldo transakcji kapitałowych bilansu płatniczego i na oczekiwany kurs walutowy dla kolejnego okresu. Dzieje się tak, gdyż między tymi parametrami następuje sprzężenie zwrotne [Koronowski, 1999 rok, s. 465 oraz 481.].

Koniec lat 90. dostarczył przykładów kryzysów państw posiadających dobre wskaźniki ekonomiczne, do których trzeba zaliczyć kryzys w Meksyku z roku 1994. Przyczyny ich wybuchu wyjaśniane są w modelach trzeciej generacji. W okresie trwania kryzysów azjatyckich, pojawiły się nowe ujęcia modelowe bieżących kryzysów walutowych. Wszystkie one oraz te, które powstały w ich następstwie, noszą miano modeli trzeciej generacji. Opierają się na założeniu, że rynek finansowy nie jest tworem, ani idealnym, ani wysoko efektywnym. Założenie to oparte jest na dwóch czynnikach: informacji i oczekiwaniach (czynnik spekulacyjny). Te dwa elementy są czynnikami sprawczymi wszelkich decyzji podejmowanych przez inwestorów finansowych. W przypadku modeli trzeciej generacji inwestorzy finansowi są punktem centralnym analizy, toteż praktycznie całość wyjaśnienia zjawiska kryzysów walutowych skupia się na ich sposobie działania. Głównym czynnikiem na podstawie, którego podejmują oni decyzje jest informacja. Elementem zakłócającym jest fakt, iż informacja rzadko jest pełna oraz nie jest dostępna w tym samym stopniu wszystkim uczestnikom jednocześnie. Dodatkowo z faktu, iż racjonalność jest rzeczą indywidualną, a ludzka percepcja ograniczona (choćby wpływem oczekiwań), wynika wniosek, że inwestorzy podejmują czasami decyzje przypadkowe i niespójne. Z tych dwóch przesłanek wynikają zachowania omówione poniżej, w których następstwie dochodzi do wybuchu kryzysu walutowego.

„Instykt stadny” to nazwa zachowania, w którym inwestor wiedząc o ułomnościach rynku obserwuje poczynania pozostałych. Gdy jeden z nich wycofuje się z danego kraju, to pozostali mogą zrobić to samo, mimo posiadania z tego kraju dobrych informacji gospodarczych.

Kryzysy samospełniające się związane są z sytuacją paniki, jaka może objąć inwestorów, gdy będzie wśród nich rozpowszechniana zła informacja o stanie gospodarki. Wówczas rozpoczną oni wycofywanie się z rynku, mimo że prawdopodobieństwo kryzysu jest małe, gdyż władze monetarne mają dość możliwości, aby odwrócić niekorzystny trend w gospodarce. Potrzeba tylko czasu. W tym przypadku, głównym sprawcą jest ogromna efektywność rynków finansowych, a szczególnie ich informatyzacja oraz liberalizacja. Na rynkach nieposiadających tych cech decyzje inwestorów byłyby spowolnione. Natomiast brak liberalnych przepisów hamuje paniczne działania lub wręcz je uniemożliwia z uwagi na koszty transakcyjne i przepisy prawne (prawo dewizowe).

Kryzysy mające charakter zakażenia dotyczą wspólnego postrzegania grupy państw niepowiązanych ze sobą pod względem formalnym czy handlowym. W tym przypadku powiązanie tych państw należy rozumieć jako przynależność do wspólnej grupy, dla której są przygotowywane analizy ekonomiczne i tak są postrzegane przez inwestorów. Grupy te są tworzone na podstawie poziomu rozwoju, wspólnej historii czy też położenia gospodarczego danego kraju. Oczywiście kraje te różnią się instytucjami, doświadczeniem władz monetarnych czy poziomem rozwoju rynku. Niemniej jednak kryzys w jednym z nich jest przyczyną kryzysu w drugim, tylko z tego powodu, iż są one

postrzegane przez inwestorów finansowych jako należące do grupy [Gruszczyński Marcin, 1998].

## 5. Zakończenie

Z przedstawionego wyżej opracowania, można wyciągnąć wnioski natury ogólnej. Okres zapoczątkowany w 1980 roku był okresem, w którym rozpoczął się ogromny wzrost transgranicznych obrotów kapitałowych i jednocześnie początkiem zmian rynkowych kursów walutowych w dużym zakresie. Dodatkowo gwałtownie wzrastała rola bilansu handlowego w PKB, na skutek czego znaczenie tego wskaźnika dla stabilności makroekonomicznej stało się większe, niż miało to miejsce w przeszłości. Przepływy kapitałowe stały się powodem licznych kryzysów. W opisywanym przypadku kryzysu w Meksyku w latach 1994/95 czynnik wymiany międzynarodowej miał też duże znaczenie. W celu uzyskania lepszych warunków wymiany międzynarodowej Meksyk rozpoczął wdrażanie polityki monetarnej, która pozwoliłaby mu na przyłączenie się do NAFTA (North Atlantic Free Trade Area). Polityka ta polegała na następujących działaniach:

- intensywnej prywatyzacji,
- liberalizacji handlu,
- zapewnieniu stabilizacji makroekonomicznej, ograniczającej inflację ze 130% do mniej niż 10% [Aliber, 2005].

Sekwencja opisywanego kryzysu przedstawia się następująco:

- realna aprecjacja kursu (walka z inflacją),
- wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących,
- wzrost deficytu bilansu płatniczego.

Te zdarzenia składają się na pierwotną przyczynę nastania kryzysu walutowego. Jednakże bezpośrednia przyczyna wybuchu kryzysu związana jest z wtórnym mechanizmem występującym w reakcji na deficyt bilansu płatniczego. Mechanizm ten to negatywna konsekwencja globalizacji, która uwidoczniła się w Meksyku w grudniu 1994 roku.

Podsumowując ocenę prowadzonej przez Meksyk polityki gospodarczej w latach poprzedzających kryzys należy dodać, iż ważnym jej komponentem było tłumienie inflacji za pomocą „mocnego” peso. Uzyskanie wskaźnika inflacji poniżej 10%, a więc na poziomie krajów Unii Europejskiej było sporym, osiągnięciem. Tak by zapewne było, gdyby nie pogorszenie bilansu płatniczego i oczywiste zagrożenie dewaluacją (patrz tabela 5.). W przypadku Meksyku dążenie do szybkiego obniżenia inflacji w celu wypełnienia warunków członkostwa w NAFTA (za pomocą polityki kursu walutowego) doprowadziło do kryzysu walutowego. Nie oznacza to, że nie wolno posługiwać się kursem walutowym do osiągnięcia celów inflacyjnych. Należy robić to w sposób wyważony. Skutki „umacniania” pieniądza krajowego były i są różne w zależności od charakterystyki gospodarki. Od tej charakterystyki zależy również odporność na błędy popełniane w polityce gospodarczej. Wydaje się bezsporne, że niewłaściwa polityka kursowa tworzy trudności, które jeśli nierozpoznane i nie-

skorygowane na czas, przynoszą kryzys walutowy [Kościński, 1998]. Występujące równolegle niesprzyjające czynniki egzogeniczne mogą ten kryzys przyspieszyć lub znacznie wzmocnić jego negatywne skutki. Nasuwają się następujące wnioski dotyczące makroekonomicznej stabilizacji w celu zapobiegania kryzysom walutowym [Michałek, 2006]:

- **K u r s w a l u t o w y**: nie może być jedynym elementem stabilizacji antyinflacyjnej. W odpowiednim czasie potrzebna jest dewaluacja zapobiegająca nadmiernemu deficytowi obrotów bieżących. W omawianym przypadku Meksyku, ze względów politycznych (rok wyborczy) jak i negocjacji w sprawie członkostwa w NAFTA, decyzja w sprawie dewaluacji nie zapadła. Musi być odpowiednio dobrany system kursowy, gdyż nadmierne usztywnienie przy braku możliwości jego utrzymania (z powodu niewystarczających rezerw walutowych) rodzi napięcia kryzysowe.
- **S y s t e m f i n a n s o w y**: wymaga reform i liberalizacji przy nadzorze ze strony rządu. W Meksyku ekspansja kredytowa dla sektora prywatnego przyrastała w tempie 25% rocznie w latach 1988–1994. W roku 1993 pojawiły się pierwsze oznaki syndromu niespłacanych kredytów zagrażających systemowi bankowemu.
- **S e k w e n c j a r e f o r m**: reformy stabilizujące wskaźniki makroekonomiczne muszą uwzględniać realne procesy gospodarcze. Nie należy przedwcześnie liberalizować przepływów kapitałowych bez zdrowego systemu bankowego. Taki błąd popełniono w Meksyku.

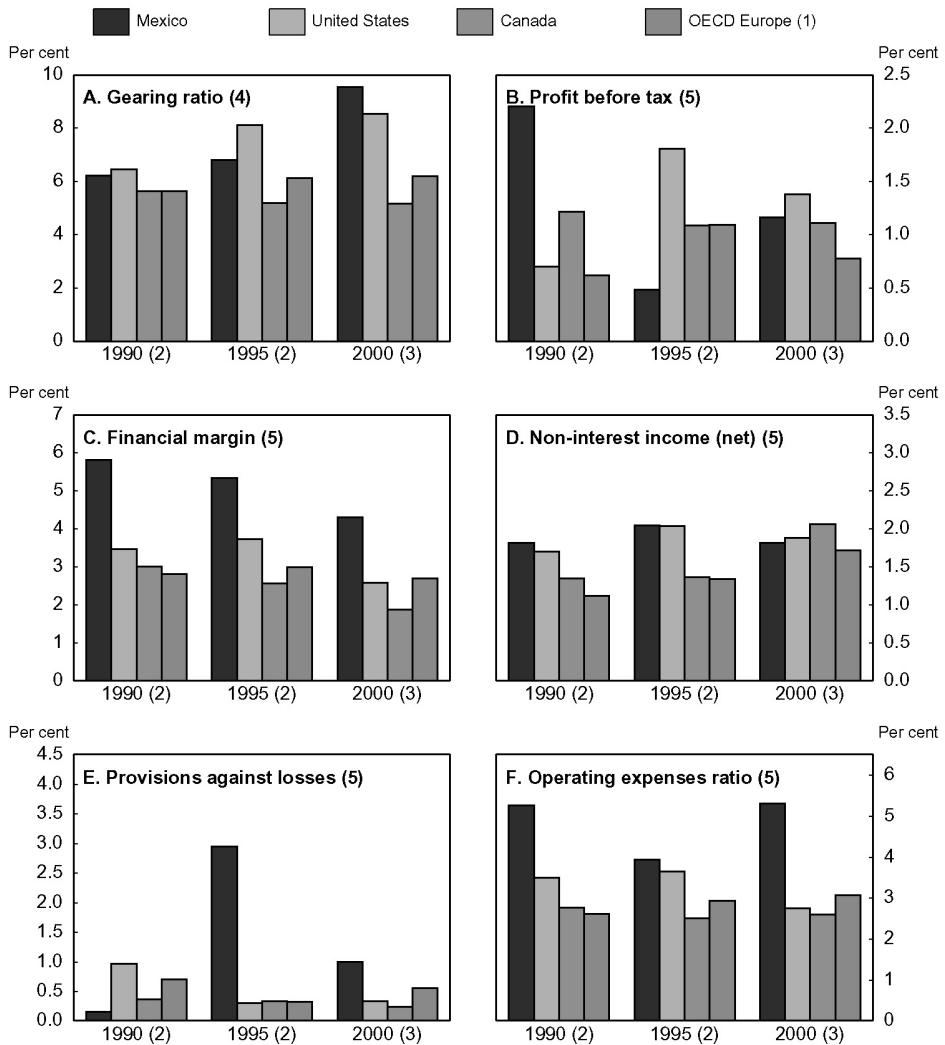
## Bibliografia

- Aliber Robert Z., 2005, *The thirty five most tumultuous years in monetary history: shocks and financial trauma*, University of Chicago, [www.imf.org/external/no/res](http://www.imf.org/external/no/res).
- Atkeson Andrew, Rios-Rull Jose-Victor, 1996, *The balance of payments and borrowing constrains: An alternative view of the Mexican crisis*, „Journal of International Economics”, vol. 41
- Berg Andrew, Pattillo Catherine, 1999, *Are Currency Crises Predictable? A Test*, „IMF Staff Papers”, vol. 46.
- Bonturi Marcos, 2002, *Challenges in the Mexican financial sector*, „OECD Working Paper” nr 339, 08/2002.
- Calvo Guillermo Mendoza A., E., Roger John H., Rose Andrew K., 1996, *Speculative Attacks in Emerging Markets: What has Mexico Taught Us?*, Symposium Foreword, „Journal of International Economics”, vol. 41.
- Calvo Guillermo A., Mendoza Enrique G., 1996, *Mexico's balance-of-payments crisis: a chronicle of a death foretold*, „Journal of International Economics”, vol. 41.
- Cole Harold L., Kehoe Timothy J., 1996, *A self-fulfilling model of Mexico's 1994–1995 debt crisis*, „Journal of International Economics”, vol. 41.
- Flood Robert P., Garber Peter M., Kramer Charles, 1996, *Collapsing exchange rate regimes: Another linear example*, „Journal of International Economics”, vol. 41.
- Frankel Jeffrey A., Rose Andrew K., 1996, *Currency crashes in emerging markets: An empirical treatment*, „Journal of International Economics”, vol. 41.
- Garcia V. F., 1997, *Black December. Banking Instability, the Mexican Crisis, and Its Effect on Argentina*, World Bank Latin America and Caribbean Studies, IBRD, w: Sławiński Andrzej, *Kryzysy...*, 2002.



- Goldfajn Jian, Valdes Rodriga O., 1998, *Current Account Sustainability. Are currency crises predictable?*, „European Economic Review”, vol. 42.
- Gruszczyński Marcin, 1998, *Kryzysy walutowe w nowoczesnej gospodarce światowej*, „Ekonomista”: nr 5–6.
- Kaminsky Graciela, Lizondo Saul, Reinhart Carmen M., 1998, *Leading indicators of currency crises*, „IMF Staff Paper”, vol. 45.
- Koronowski Adam, 1999, *Zarys nowego ujęcia kryzysów walutowych*, „Ekonomista” nr 4.
- Koziński Witold, 1998, *O polityce kursowej*, „Prawo i Gospodarka”, „Magazyn Finansowy”, nr 25.
- Małecki Witold, Żuławska Urszula, 2000, *Równowaga budżetowa i dług publiczny a współczesne kryzysy walutowe*, „Ekonomista”, nr 2.
- Michałek Jan J., 2006, *Kryzysy walutowe w krajach rozwijających się*, materiał powielony, WNE UW, 9–10 czerwca 2006.
- Montiel P., Reinhart Carmen M., 1997, *Do Capitals Controls Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s*, dostępne na stronie: [www.puaf.umd.edu](http://www.puaf.umd.edu).
- Obstfeld Maurice, 1994, *The logic of Currency Crises*, „Banque de France — Cahiers économiques et monétaires”, nr 43.
- Sławiński Andrzej, 2002, *Kryzysy walutowe a kierunki reformy międzynarodowego systemu finansowego*, NBP Konferencja Naukowa, czerwiec 2002.
- Salant S., Henderson D., 1978, *Market Anticipation of Government Policy and the Price of Gold*, „Journal of Political Economy”, nr 86, August, za: Gruszczyński M., *Kryzysy walutowe...*, 1998.
- Wojtyna Andrzej, 1999, *Kryzysy finansowe a skuteczność polityki makroekonomicznej*, „Bank i Kredyt”, nr 07–08.

## Aneks. Rysunki i tabelle



**Rys. 1.**

### Przychody systemu finansowego wybranych krajów (banki komercyjne)

<sup>1</sup> Unweighted average of countries for which data are available.

<sup>2</sup> The data for Mexico are not strictly comparable before 1997 as a result of different accounting standards.

<sup>3</sup> 1999 for Canada; 1998 for OECD Europe.

<sup>4</sup> Capital and reserves as a percentage of year-end balance sheet total.

<sup>5</sup> As a percentage of average balance sheet total.

Source: Bank of Mexico; OECD, *Bank Profitability—Financial Statements of Banks* (2001).

Źródło: [Bonturi Marcos, 2002, s. 22].

**Tabela 1.**  
**Rachunek wyników banków komercyjnych (procentowo)**  
**Commercial banks' income statement (percentage of average total assets)**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001 <sup>1</sup>
Net interest income	6.37	5.07	5.33	3.35	3.77	5.15	5.41	5.19	5.01
Non-interest income (net)	2.05	1.40	2.04	2.69	2.26	1.46	3.30	2.05	1.81
Net profits or loss on financial operations	1.39	0.77	1.10	2.12	0.87	0.49	1.69	..	..
Gross income	8.42	6.47	7.37	6.04	6.03	6.61	8.71	7.24	6.82
Operating expenses	4.65	4.15	3.93	3.85	4.42	5.02	5.25	5.15	4.71
Staff costs	2.30	1.99	1.59	1.50	1.93	2.07	2.05	2.36	..
Property costs	2.20	1.92	2.12	2.13	2.25	2.57	2.81	2.79	..
Net income	3.77	2.32	3.44	2.20	1.61	1.59	3.46	2.09	2.10
Provisions on loans	1.49	1.55	2.95	2.83	1.48	1.44	2.51	0.96	1.09
Profit before tax	2.28	0.76	0.49	-0.63	0.13	0.15	0.95	1.13	1.01
Profit after tax	1.82	0.59	0.40	-0.69	0.07	0.57	0.71	0.94	0.80
<i>Memorandum item:</i>									
Assets (billions of pesos)	463	619	837	1061	1112	1150	1314	1438	1521
Solvency, capitalisation									
Capitalisation ratio <sup>2</sup>	..	9.8	12.4	13.2	13.8	14.4	16.2	13.8	14.9
Capital/total assets	..	5.5	6.8	6.0	8.5	8.4	10.5	..	..
Non-performing loans/total loans <sup>3</sup>	..	7.3	6.9	5.9	11.1	11.4	9.7	5.8	5.3
Provisions/non-performing loans	..	48.6	72.6	119.9	62.8 <sup>4</sup>	66.0	107.8	115.3	119.8
Current assets/current liabilities	..	1.07	1.08	1.02	1.06	1.09	1.09	1.11	1.11

<sup>1</sup> Third quarter data.

<sup>2</sup> Net capital over risk-weighted assets. Since December 1997, this ratio also includes market risk.

<sup>3</sup> Including IPAB notes.

<sup>4</sup> Break in data, reflecting the transition to the new accounting system (based on internationally-accepted accounting principles since 1997).

Source: Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV); OECD, *Bank Profitability-Financial Statements of Banks*.

Źródło: Bonturi Marcos, 2002, s. 20.

**Tabela 2.**  
**Realny Produkt Narodowy Brutto (GDP)**  
**Real gross domestic product (GDP)**  
**Year to year percentage changes**

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Average					
															70- -73	73- -79	79- -89	89- -00	70- -00	
Australia	5.4	4.0	3.7	-0.1	0.3	3.7	3.9	4.2	4.2	3.7	4.5	5.3	4.3	1.9	4.1	2.6	3.4	3.2	3.2	3.2
Austria	1.6	3.4	4.2	4.7	3.3	2.3	0.4	2.6	1.6	2.0	1.6	3.5	2.8	3.0	5.4	3.0	2.1	2.5	2.8	2.8
Belgium	2.8	4.6	3.9	2.9	1.8	1.6	-1.5	2.8	2.6	1.2	3.6	2.2	3.0	4.0	5.0	2.4	2.2	2.2	2.5	2.5
Canada	4.2	4.9	2.5	0.2	-2.2	0.9	2.4	4.7	2.8	1.6	4.3	3.9	5.1	4.5	6.0	3.9	2.9	2.5	3.3	3.3
Czech Republic	..	..	..	..	-11.6	-0.5	0.1	2.2	5.9	4.3	-0.8	-1.2	-0.4	2.9	..	..	..	..	..	..
Denmark	0.0	1.2	0.2	1.0	1.1	0.6	0.0	5.5	2.8	2.5	3.0	2.5	2.3	3.0	3.6	1.5	1.4	2.2	1.9	1.9
Finland	4.2	4.7	5.1	0.0	-6.3	-3.3	-1.1	4.0	3.8	4.0	6.3	5.3	4.1	5.6	5.7	2.4	3.6	2.0	3.0	3.0
France	2.5	4.6	4.2	2.6	1.0	1.5	-0.9	2.1	1.7	1.1	1.9	3.4	2.9	3.1	4.9	2.8	2.4	1.8	2.5	2.5
Germany	1.7	3.7	3.5	3.2	2.8	2.2	-1.1	2.3	1.7	0.8	1.4	2.0	1.8	3.0	4.0	2.4	2.0	1.8	2.2	2.2
Greece	-2.3	4.3	3.8	0.0	3.1	0.7	-1.6	2.0	2.1	2.4	3.6	3.4	3.4	4.3	8.7	3.3	0.8	2.1	2.5	2.5
Hungary	..	..	..	..	..	-3.1	-0.6	2.9	1.5	1.3	4.6	4.9	4.2	5.2	..	..	..	..	..	..
Iceland	8.5	-0.1	0.3	1.2	0.7	-3.3	0.6	4.5	0.1	5.2	4.6	5.3	3.9	5.0	8.6	5.3	3.2	2.5	3.9	3.9
Ireland	4.7	5.2	5.8	8.5	1.9	3.3	2.7	5.8	10.0	7.8	10.8	8.6	10.8	11.5	4.9	4.9	3.1	7.4	5.2	5.2
Italy	3.0	3.9	2.9	2.0	1.4	0.8	-0.9	2.2	2.9	1.1	2.0	1.8	1.6	2.9	3.9	3.5	2.4	1.6	2.5	2.5
Japan	4.5	6.5	5.3	5.3	3.1	0.9	0.4	1.0	1.6	3.5	1.8	-1.1	0.7	2.4	7.0	3.5	3.8	1.8	3.3	3.3
Korea	11.0	10.5	6.1	9.0	9.2	5.4	5.5	8.3	8.9	6.8	5.0	-6.7	10.9	8.8	8.6	8.5	7.5	6.4	7.4	7.4

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Average				
															70–73	73–79	79–89	89–00	70–00
Luxembourg	2.3	10.4	9.8	2.2	6.1	4.5	8.7	4.2	3.8	3.6	9.0	5.8	6.0	7.5	5.8	1.3	4.3	5.6	4.3
Mexico	1.9	1.2	4.2	5.1	4.2	3.6	2.0	4.4	-6.2	5.2	6.8	5.0	3.8	6.9	7.0	6.1	2.1	3.6	4.0
Netherlands	1.4	3.1	5.0	4.1	2.5	1.7	0.9	2.6	2.9	3.0	3.8	4.3	3.7	3.5	4.1	2.6	2.0	3.0	2.7
New Zealand	0.4	-0.1	0.6	0.0	-1.3	1.1	6.4	5.3	4.1	3.0	1.9	0.4	4.6	2.5	5.6	0.0	2.0	2.5	2.1
Norway	2.0	-0.1	0.9	2.0	3.1	3.3	2.7	5.5	3.8	4.9	4.7	2.4	1.1	2.3	4.9	4.6	2.7	3.2	3.5
Poland	..	..	..	..	-7.0	2.5	3.7	5.2	7.0	6.0	6.8	4.8	4.1	4.0	..	..	..	..	..
Portugal	6.4	7.5	6.4	4.0	4.4	1.1	-2.0	1.0	4.3	3.8	3.9	4.5	3.4	3.4	8.6	2.9	3.3	2.9	3.6
Slovak Republic	..	..	..	..	..	..	1.9	4.9	6.7	6.2	6.2	4.1	1.9	2.2	..	..	..	..	..
Spain	5.6	5.2	4.7	3.7	2.3	0.7	-1.2	2.3	2.7	2.4	4.0	4.3	4.1	4.1	6.9	2.3	2.8	2.7	3.0
Sweden	3.3	2.6	2.7	1.1	-1.1	-1.7	-1.8	4.1	3.7	1.1	2.1	3.6	4.5	3.6	2.4	1.8	2.2	1.7	2.0
Switzerland	0.7	3.1	4.3	3.7	-0.8	-0.1	-0.5	0.5	0.5	0.3	1.7	2.4	1.6	3.0	3.4	-0.4	2.1	1.1	1.4
Turkey	9.5	2.1	0.3	9.3	0.9	6.0	8.0	-5.5	7.2	7.0	7.5	3.1	-4.7	7.2	5.4	4.5	4.0	4.1	4.3
United Kingdom	4.5	5.2	2.2	0.8	-1.4	0.2	2.5	4.7	2.9	2.6	3.4	3.0	2.1	3.0	4.3	1.5	2.4	2.2	2.3
United States	3.4	4.2	3.5	1.7	-0.5	3.1	2.7	4.1	2.7	3.6	4.5	4.3	4.1	4.2	5.0	3.0	3.0	3.1	3.2
Euro area	2.6	4.2	3.9	2.9	1.9	1.4	-0.9	2.3	2.3	1.5	2.4	2.9	2.7	3.4	4.8	2.8	2.3	2.1	2.5
Total EU15	2.9	4.3	3.5	2.5	1.4	1.2	-0.4	2.8	2.5	1.7	2.6	2.9	2.6	3.4	4.6	2.5	2.3	2.1	2.5
Total OECD	3.4	4.4	3.7	2.7	0.9	2.0	1.3	3.0	2.2	3.0	3.6	2.8	3.1	3.9	5.1	3.0	2.8	2.6	3.0

Źródło: OECD, 2001, *Historical OECD statistics 1970–2000*, s. 48.

**Tabela 3.**

Wskaźnik cen dóbr konsumpcyjnych (wszystkie)  
 Consumer price indices: all items — Indices des prix à la consommation: total  
 Year to year percentage changes — Variations en pourcentage d'année en année

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Average — Moyenne				
															70- -73	73- -79	79- -89	89- -00	70- -00
Australie	8.5	7.3	7.5	7.3	3.2	1.0	1.8	1.9	4.6	2.6	0.3	0.9	1.5	4.5	7.1	12.2	8.4	2.7	6.9
Autriche	1.5	1.9	2.6	3.3	3.3	4.0	3.6	3.0	2.2	1.5	1.3	0.9	0.6	2.4	6.2	6.2	3.8	2.4	4.0
Belgique	1.6	1.2	3.1	3.4	3.2	2.4	2.8	2.4	1.5	2.1	1.6	1.0	1.1	2.5	5.6	8.4	4.9	2.2	4.6
Canada	4.3	4.0	5.0	4.8	5.6	1.5	1.9	0.2	2.2	1.6	1.6	1.0	1.7	2.7	5.0	9.2	6.5	2.2	5.3
République tchèque	..	..	..	9.4	56.8	11.1	20.8	10.0	9.1	8.8	8.5	10.7	2.1	3.9	..	..	..	13.0	..
Danemark	4.0	4.5	4.8	2.6	2.4	2.1	1.3	2.0	2.1	2.1	2.2	1.8	2.5	2.9	7.2	10.8	6.9	2.2	5.9
Finlande	4.1	5.1	6.6	6.1	4.3	2.9	2.2	1.1	0.8	0.6	1.2	1.4	1.2	3.4	7.9	12.6	7.1	2.3	6.5
France	3.3	2.7	3.5	3.6	3.2	2.4	2.1	1.7	1.8	2.0	1.2	0.8	0.5	1.7	6.3	10.7	7.3	1.9	5.8
Allemagne	0.2	1.3	2.8	2.7	4.0	5.1	4.4	2.8	1.7	1.4	1.9	0.9	0.6	1.9	5.9	4.6	2.9	2.5	3.4
Grèce	16.4	13.5	13.7	20.4	19.5	15.9	14.4	10.9	8.9	8.2	5.5	4.8	2.6	3.2	7.5	16.1	19.4	10.2	14.1
Hongrie	8.7	15.7	17.1	28.4	34.8	23.7	22.5	18.9	28.3	23.5	18.3	14.2	10.0	9.8	..	..	..	20.9	..
Islande	18.3	25.7	20.8	15.5	6.8	4.0	4.1	1.6	1.7	2.3	1.8	1.7	3.2	5.1	12.4	40.3	38.1	4.3	22.4
Irlande	3.1	2.1	4.1	3.3	3.2	3.1	1.4	2.3	2.5	1.7	1.4	2.4	1.6	5.6	9.7	14.9	9.2	2.6	7.9
Italie	4.7	5.1	6.3	6.5	6.2	5.3	4.6	4.1	5.2	4.0	2.0	2.0	1.7	2.5	7.1	16.1	11.1	4.0	9.0
Japon	0.1	0.7	2.3	3.1	3.2	1.7	1.3	0.7	-0.1	0.1	1.7	0.7	-0.3	-0.7	7.6	9.9	2.5	1.0	3.9
Corée	..	..	..	8.6	9.3	6.2	4.8	6.3	4.5	4.9	4.4	7.5	0.8	2.3	..	..	..	5.4	..
Luxembourg	-0.1	1.4	3.4	3.3	3.1	3.2	3.6	2.2	1.9	1.3	1.4	1.0	1.0	3.2	5.3	7.4	4.7	2.3	4.4

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Average — Moyenne				
															70–73	73–79	79–89	70–00	
Mexique	13 1.8	11 4.2	20.0	26.7	22.7	15.5	9.8	7.0	35.0	34.4	20.6	15.9	16.6	9.5	7.5	19.8	65.1	19.1	31.6
Pays-Bas	-0.7	0.7	1.1	2.5	3.2	3.2	2.6	2.8	1.9	2.0	2.2	2.0	2.2	2.5	7.8	7.2	2.8	2.5	4.0
Nouvelle-Zélande	15.7	6.4	5.7	6.1	2.6	1.0	1.3	1.7	3.8	2.3	1.2	1.3	-0.1	2.6	8.5	13.8	11.8	2.1	8.2
Norvège	8.7	6.7	4.5	4.1	3.4	2.3	2.3	1.4	2.4	1.2	2.6	2.3	2.3	3.1	7.0	8.7	8.3	2.5	6.1
Pologne	..	..	..	..	..	..	..	..	..	19.9	14.9	11.6	7.3	10.1	..	..	..	..	..
Portugal	9.4	9.7	12.6	13.4	10.5	9.4	6.7	5.4	4.2	3.1	2.3	2.8	2.3	2.9	11.9	23.4	17.5	5.7	13.5
République slovaque	..	..	..	..	..	9.9	23.3	13.4	9.9	5.8	6.1	6.7	10.6	12.0	..	..	..	..	..
Espagne	5.2	4.8	6.8	6.7	5.9	5.9	4.6	4.7	4.7	3.6	2.0	1.8	2.3	3.4	9.3	18.3	10.2	4.1	9.4
Suède	4.2	6.1	6.6	10.4	9.7	2.6	4.7	2.4	2.9	0.8	0.9	0.4	0.3	1.3	6.7	9.8	7.9	3.3	6.4
Suisse	1.4	1.9	3.2	5.4	5.9	4.0	3.3	0.9	1.8	0.8	0.5	0.0	0.8	1.6	7.3	4.0	3.3	2.3	3.4
Turquie	38.9	68.8	63.3	60.3	66.0	70.1	66.1	10 5.2	89.1	80.4	85.7	84.6	64.9	54.9	16.1	34.4	48.0	74.6	50.5
Royaume-Uni	4.1	4.9	7.8	9.5	5.9	3.7	1.6	2.5	3.4	2.4	3.1	3.4	1.6	2.9	8.6	15.6	7.4	3.6	7.7
États-Unis	3.7	4.1	4.8	5.4	4.2	3.0	3.0	2.6	2.8	2.9	2.3	1.6	2.2	3.4	4.6	8.5	5.5	3.0	5.1
Zone euro	2.8	3.1	4.4	4.5	4.6	4.5	3.8	3.1	2.9	2.4	1.8	1.3	1.2	2.4	6.9	10.9	7.0	2.9	6.2
Total UE15	3.3	3.7	5.2	5.8	5.2	4.5	3.6	3.1	3.1	2.5	2.1	1.8	1.3	2.5	7.2	11.8	7.3	3.2	6.7
Total OCDE	8.2	9.0	6.3	7.0	6.3	5.1	4.4	4.6	5.7	5.4	4.6	4.0	3.4	4.0	6.2	10.8	9.0	4.9	7.6
Total OCDE moins forte inflation	3.2	3.5	4.6	5.1	4.4	3.2	2.8	2.3	2.5	2.4	2.2	1.7	1.5	2.5	6.0	10.0	5.8	2.8	5.5

Źródło: OECD, 2001, *Historical OECD statistics 1970–2000*, s. 80.

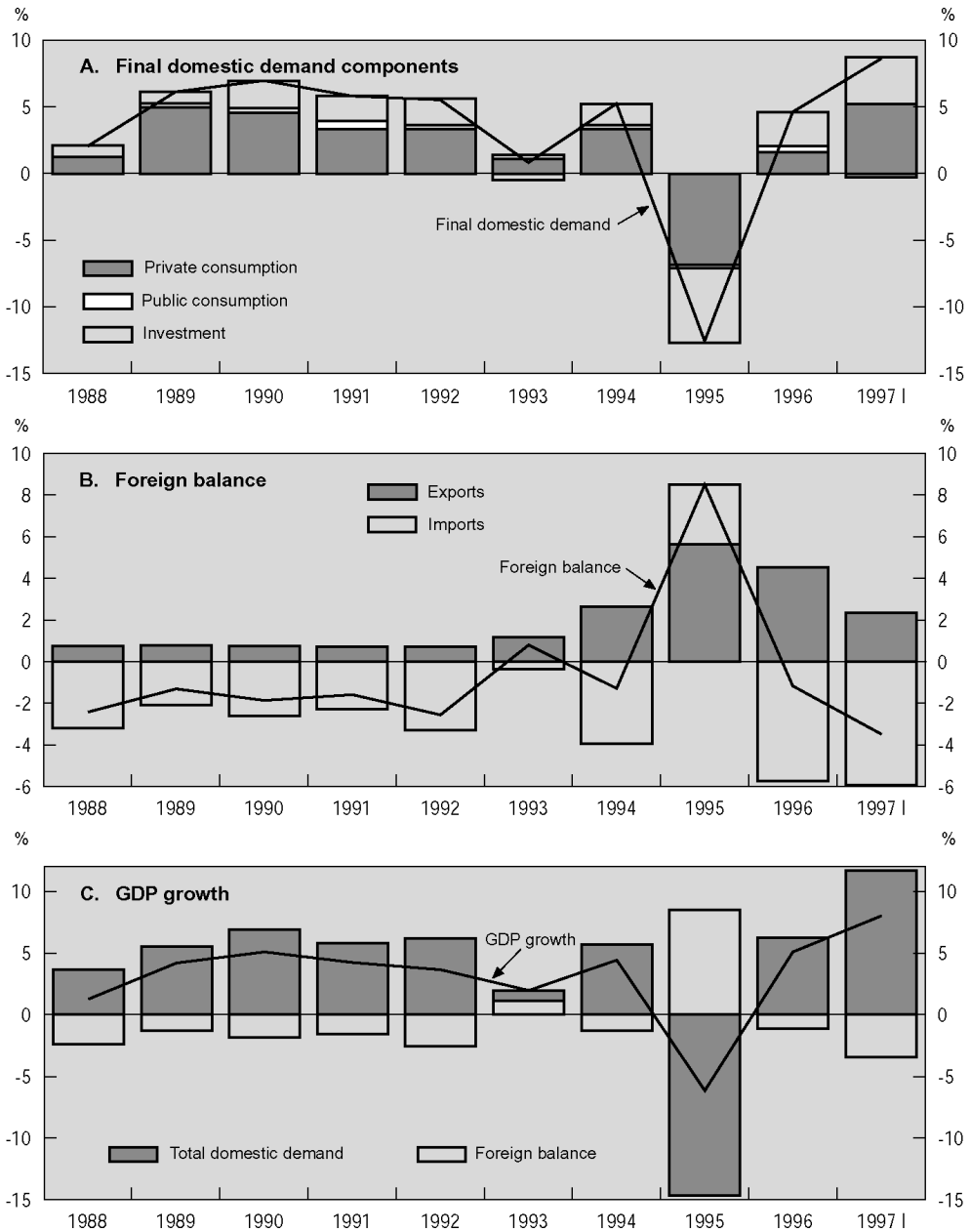
**Tabela 4.**  
 Nominalne krótkookresowe stopy procentowe  
 Nominal short-term interest rates  
 Per cent per annum

	1970	1974	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Average													
																										70- -73	74- -79	80- -89	90- -00	70- -00								
Australia	7.1	13.2	17.6	14.5	10.2	6.5	5.2	5.7	7.7	7.2	5.4	5.0	5.0	6.2	6.2	6.5	10.1	14.5	7.1	10.0																		
Austria	..	..	..	9.0	9.5	9.5	7.0	5.1	4.6	3.4	3.5	3.6	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..						
Belgium	7.8	10.3	8.8	9.6	9.4	9.4	8.2	5.7	4.8	3.2	3.4	3.6	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..					
Canada	6.9	9.4	12.1	12.7	8.8	6.6	5.0	5.5	7.1	4.4	3.5	5.0	4.9	5.8	6.0	9.2	10.9	6.3	8.3																			
Czech Republic	..	..	..	..	..	..	13.1	9.1	10.9	12.0	15.9	14.3	6.9	5.4	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..				
Denmark	..	..	9.6	10.9	9.7	11.0	10.4	6.1	6.1	3.9	3.7	4.1	3.3	4.9	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..				
Finland	..	..	12.6	14.0	13.1	13.3	7.8	5.3	5.8	3.6	3.2	3.6	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..			
France	8.9	13.0	9.4	10.3	9.6	10.3	8.6	5.8	6.6	3.9	3.5	3.6	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..			
Germany	9.4	9.9	7.1	8.5	9.2	9.5	7.3	5.4	4.5	3.3	3.3	3.5	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..			
Greece	..	..	..	..	..	..	..	..	16.4	13.8	12.9	13.9	10.3	7.9	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..		
Hungary	..	..	..	..	34.5	22.7	17.2	26.9	32.0	24.0	20.1	18.0	14.7	11.0	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..		
Iceland	..	..	27.9	14.8	14.6	10.5	8.8	4.9	7.0	7.0	7.1	7.4	8.6	11.2	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..		
Ireland	..	..	10.0	11.3	10.4	14.3	9.1	5.9	6.2	5.4	6.1	5.4	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	
Italy	..	..	12.6	12.2	12.2	14.0	10.2	8.5	10.5	8.8	6.9	5.0	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	
Japan	..	..	5.4	7.7	7.4	4.5	3.0	2.2	1.2	0.6	0.6	0.7	0.2	0.2	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	
Korea	..	..	..	..	18.3	16.4	13.0	13.3	14.1	12.7	13.4	15.2	6.8	7.1	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	
Luxembourg	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..



	1970	1974	1979	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Average				
																70–73	74–79	80–89	90–00	70–00
Mexico	..	..	..	44.6	35.0	19.8	15.9	15.5	14.5	47.8	32.9	21.3	26.1	22.4	16.2	..	..	..	24.3	..
Netherlands	..	..	..	7.4	8.7	9.3	9.4	6.9	5.2	4.4	3.0	3.3	3.5	..	..	..	..	..	..	..
New Zealand	..	10.4	..	13.5	13.9	10.0	6.7	6.3	6.7	9.0	9.3	7.7	7.3	4.8	6.5	..	11.1	16.7	8.0	..
Norway	..	..	..	11.4	11.5	10.6	11.8	7.3	5.9	5.5	4.9	3.7	5.8	6.5	6.7	..	..	13.4	7.3	..
Poland	..	..	..	..	..	..	..	33.2	28.8	25.6	20.3	21.6	19.1	13.1	16.6	..	..	..	..	..
Portugal	..	..	..	..	..	..	16.7	13.2	11.1	9.8	7.4	5.7	4.3	..	..	..	..	..	..	..
Slovak Republic	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Spain	..	..	..	..	15.2	13.2	13.3	11.7	8.0	9.4	7.5	5.4	4.3	..	..	..	..	..	..	..
Sweden	..	..	..	11.5	13.7	11.6	12.9	8.4	7.4	8.7	5.8	4.1	4.2	3.1	4.0	..	..	..	7.6	..
Switzerland	..	10.2	..	6.9	8.8	8.1	7.8	4.8	4.0	3.0	1.9	1.6	1.4	1.3	3.0	..	3.5	5.1	..	..
Turkey	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
United Kingdom	..	..	..	13.9	14.8	11.5	9.6	5.9	5.5	6.7	6.0	6.8	7.3	5.4	6.1	..	..	12.0	7.8	..
United States	7.6	10.2	..	9.1	8.1	5.8	3.7	3.2	4.6	5.9	5.4	5.6	5.5	5.3	6.5	6.4	7.8	9.9	5.4	7.5
Euro area	..	..	..	..	..	..	..	..	6.3	6.6	4.9	4.2	3.8	3.0	4.4	..	..	..	..	..
Total EU15	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Total OECD	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..

Źródło: OECD, 2001, *Historical OECD statistics 1970–2000*, s. 93.



**Rys. 2.**

**Wkład we wzrost realnego PKB (w punktach procentowych)**  
**Contributions To Real GDP Growth<sup>1</sup>**  
**Percentage points**

<sup>1</sup> Changes as a percentage of real GDP in the previous period.

Źródło: OECD, 1998, *OECD Economic Survey 1998 Mexico*, s. 18.

**Tabela 5.**

Bilans płatniczy, rachunek bieżący (mld USD rocznie)  
Balance of payments, current account  
US\$ billion, annualised

	1994	1995	1996	1996 S1	1996 S2	1997 S1
Exports, f.o.b. <sup>1</sup>	60.9	79.5	96.0	91.0	101.0	104.8
Imports, f.o.b. <sup>1</sup>	79.3	72.5	89.5	82.7	96.2	100.7
Trade balance	-18.5	7.1	6.5	8.3	4.8	4.2
(% GDP)	(-4.4)	(2.5)	(2.0)	(2.6)	(1.4)	(1.1)
<i>of which: Maquiladoras</i>	5.8	4.9	6.4	5.8	7.0	7.9
Non factor services, net	-2.0	0.7	0.5	1.4	-0.3	0.6
<i>of which: Tourism</i>	1.0	3.0	3.5	4.2	2.9	4.6
Investment income, net	-13.0	-13.3	-13.5	-13.2	-13.8	-12.7
Transfers, net	3.8	4.0	4.5	4.5	4.6	4.7
Current account balance	-29.7	-1.6	-1.9	0.9	-4.7	-3.3
(% GDP)	(-7.0)	(-0.6)	(-0.6)	(0.3)	(-1.3)	(-0.9)

<sup>1</sup> Including trade by in-bond industries.

Source: Banco de México.

Źródło: OECD, 1998, *OECD Economic Survey 1998 Mexico*, s. 27.

**Tabela 6.**  
Wybrane wskaźniki statystyczne  
Selected background statistics

	Average 1986-96 <sup>1</sup>	1980 price basis						1993 price basis					
		1986	1987	1988	1989	1989	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>A. Percentage changes from previous year</b>													
Private consumption, volume	1.9	-2.8	-0.1	1.8	6.8	7.3	6.4	4.7	4.7	1.5	4.6	-9.5	2.3
Gross fixed capital formation, volume	2.7	-11.8	-0.1	5.8	6.4	5.8	13.1	11.0	10.8	-2.5	8.4	-29.0	17.7
Public sector	-0.6	-14.2	-12.3	-4.2	3.6	7.1	11.2	0.6	-3.3	0.4	2.9	-19.7	24.7
Private sector	4.2	-10.4	6.4	10.2	7.5	5.3	13.8	14.5	15.0	-3.2	9.8	-31.2	15.8
GDP, volume	2.0	-3.8	1.9	1.2	3.3	4.2	5.1	4.2	3.6	2.0	4.4	-6.2	5.1
GDP price deflator	44.8	73.6	139.7	99.5	25.8	26.5	28.1	23.3	14.4	9.5	8.3	37.9	31.7
Industrial production	2.6	-5.6	2.8	2.8	5.5	6.1	6.7	3.4	4.4	0.3	4.8	-7.8	10.4
Employment <sup>2</sup>	3.6	..	..	4.7	3.6	3.6	1.9	5.5	4.6	4.1	0.9	1.9	5.0
Compensation of employees	46.6	66.4	129.3	97.0	27.7	30.8	34.6	34.3	26.3	18.0	15.0	13.8	..
Productivity (GDP/employment) <sup>3</sup>	0.1	..	..	-3.3	-0.2	1.3	0.2	1.2	2.0	0.8	1.8	-3.4	..
Unit labour cost (compensation/GDP)	44.4	72.9	125.1	94.6	23.6	25.5	28.1	28.9	21.8	15.7	10.1	21.3	..
<b>B. Percentage ratios</b>													
Gross fixed capital formation as % of GDP at current prices	18.3	19.5	18.5	19.3	18.2	17.2	17.9	18.7	19.6	18.6	19.4	16.1	17.2
Stockbuilding as % of GDP at current prices	2.9	-0.9	0.8	1.2	3.2	5.7	5.3	4.7	3.7	2.4	2.4	3.4	3.7
Foreign balance as % of GDP at current prices	-0.1	3.9	6.1	1.5	-0.2	-0.1	-1.1	-2.9	-5.0	-3.9	-4.9	2.9	2.5
Compensation of employees as % of GDP at current prices	30.5	28.5	26.8	26.2	25.7	29.5	29.5	30.9	32.9	34.7	35.3	31.1	..
Unemployment as % of labour force <sup>2</sup>	3.8	4.3	3.9	3.5	2.9	2.9	2.7	2.7	2.8	3.4	3.6	6.3	5.5
<b>C. Other indicator</b>													
Current balance (US\$ billion)	-9.9	-1.4	4.2	-2.4	-5.8	-5.8	-7.5	-14.6	-24.4	-23.4	-29.7	-1.6	-1.9

<sup>1</sup> The 1980 price basis is used for sub-period 1986-88; the 1993 price basis from then on.

<sup>2</sup> National Survey of Urban Employment.

<sup>3</sup> National Survey of Employment.

Source: OECD.

Źródło: OECD, 1998, *OECD Economic Survey 1998 Mexico*, s. 134.

**Tabela 7.**

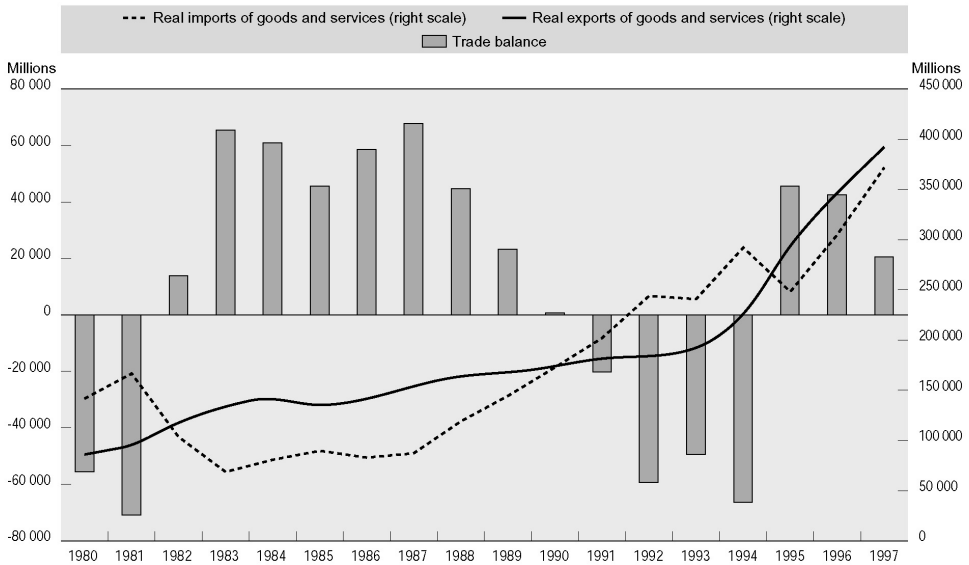
Bilans płatniczy  
Balance of payments  
Million dollars

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Current account	-1 374	4 239	-2 376	-5 821	-7 451	-14 647	-24 438	-23 399	-29 662	-1 577	-1 922
Trade balance <sup>1</sup>	5 020	8 787	2 610	405	-882	-7 279	-15 934	-13 481	-18 464	7 088	6 531
Exports, f.o.b <sup>1</sup>	21 804	27 600	30 691	35 171	40 711	42 888	46 196	51 886	60 882	79 542	96 000
Imports, f.o.b <sup>1</sup>	16 784	18 812	28 082	34 766	41 593	49 967	62 129	65 367	79 346	72 453	89 469
Services, net	-449	334	4	-468	-1 921	-1 751	-2 296	-2 130	-1 968	665	548
Balance on goods and services	4 571	9 121	2 614	-63	-2 803	-9 030	-18 230	-15 611	-20 432	7 753	7 079
Investment income, net	-7 520	-6 801	-7 246	-8 302	-8 626	-8 608	-9 595	-11 429	-13 012	-13 290	-13 532
Transfers, net	1 575	1 919	2 256	2 544	3 979	2 991	3 386	3 640	3 782	3 960	4 531
Capital account	2 716	-1 189	-1 163	3 669	10 292	30 839	31 202	43 199	18 668	15 925	6 318
Liabilities	2 549	3 609	591	4 839	18 991	31 839	25 650	46 801	24 338	23 283	12 774
Loans and deposits	667	1 978	-3 289	819 10	993	7 992	-1 567	2 777	1 100	22 952	-11 994
Public sector	2 165	4 035	-1 646	-680	6 577	80	-3 530	-2 209	-361	11 452	-8 918
Bank of Mexico	714	428	-94	1 677	-365	-220	-460	-1 175	-1 203	13 333	-3 524
Commercial banks	-732	47	1 380	980	4 384	5 752	295	3 328	1 471	-4 982	-1 520
Non-financial private sector	-1 481	-2 531	-2 928	-1 157	397	2 381	2 129	2 832	1 193	3 149	1 968
Total foreign investments	1 882	1 631	3 880	4 020	7 998	23 847	27 217	44 025	23 238	331	24 767
Direct investment	2 401	2 635	2 880	3 176	2 633	4 762	4 393	4 389	10 973	9 526	7 619
Portfolio investment	-519	-1 004	1 000	351	3 370	12 753	18 041	28 919	8 182	-9 715	14 154
of which: Stock market	0	0	0	493	1 994	6 332	4 783	10 717	4 084	519	2 995
Assets	167	-4 798	-1 754	-1 170	-8 700	-1 000	5 552	-3 603	-5 670	-7 358	-6 456
In foreign banks	0	-3 885	-74	-177	761	921	2 186	-1 260	-3 714	-3 164	-6 173
Credits to non-residents	-382	-465	-674	-899	-530	19	62	-281	-41	-276	-622
External debt guarantees	0	0	-693	-56	-7 354	-604	1 165	-564	-615	-662	544
Other	549	-448	-313	-38	-1 577	-1 335	2 138	-1 477	-1 301	-3 256	-206
Errors and omissions	-739	3 050	-3 195	3 041	2 520	-2 167	-961	-3 142	-3 314	-4 238	373
Changes in reserves (increase = -)	-985	-6 924	7 127	-272	-3 548	-7 378	-1 008	-5 983	18 389	-9 593	-1 768

<sup>1</sup> Including maquiladoras trade.

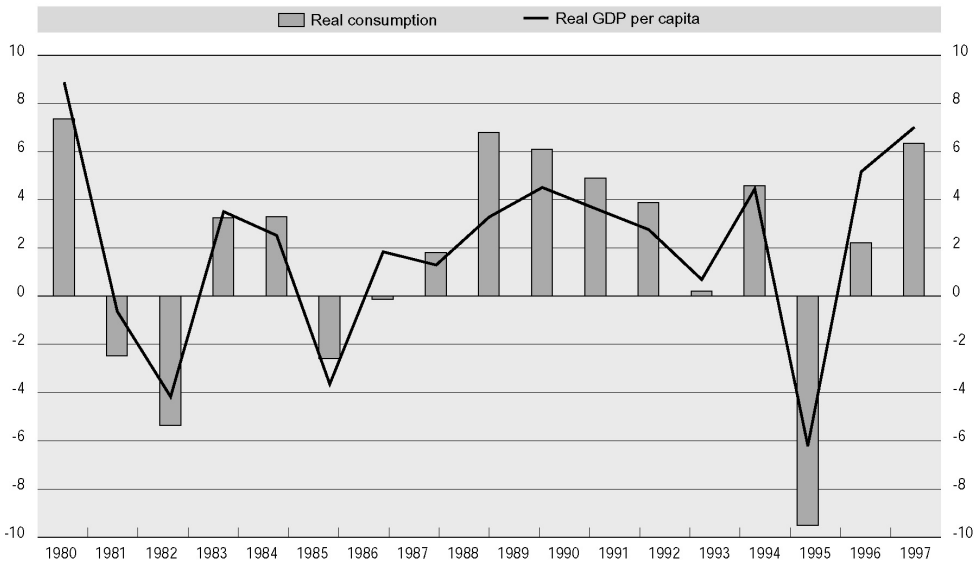
Source: Banco de México.

Źródło: OECD, 1998, *OECD Economic Survey 1998 Mexico*, s. 143.



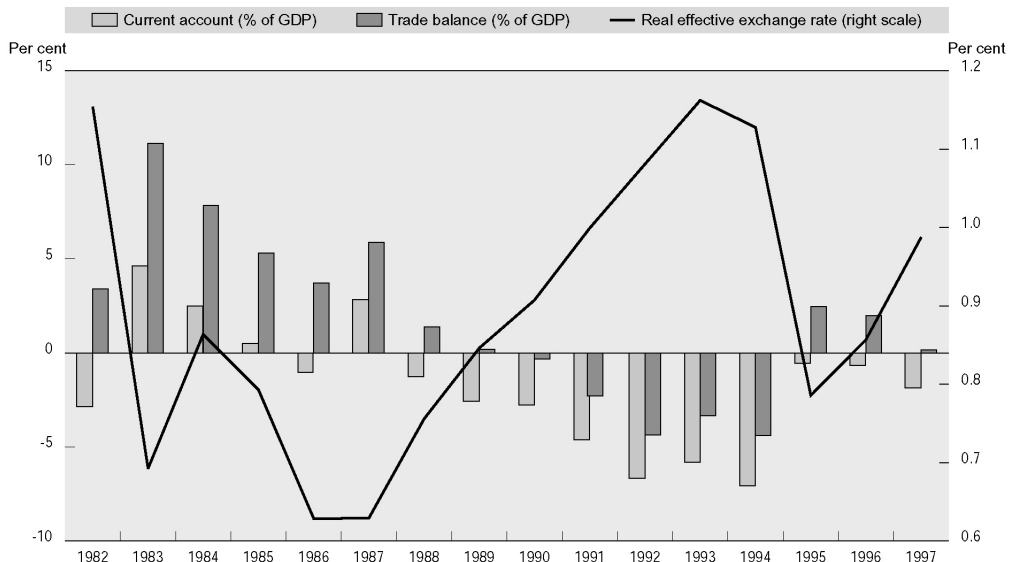
**Rys. 3.**  
**Meksyk, eksport, import i bilans handlowy**

Źródło: OECD, 1999, *OECD Regulatory reform in Mexico*, s. 110.



**Rys. 4.**  
**Meksyk, wskaźniki dochodu narodowego**

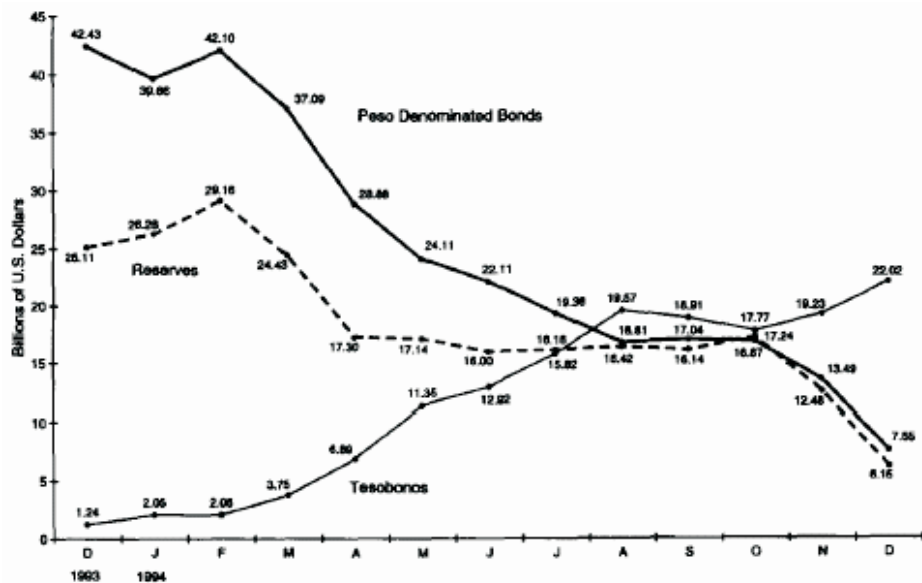
Źródło: OECD, 1999, *OECD Regulatory reform in Mexico*, s. 110.



**Rys. 5.**

Realny kurs walutowy i bilans zagraniczny

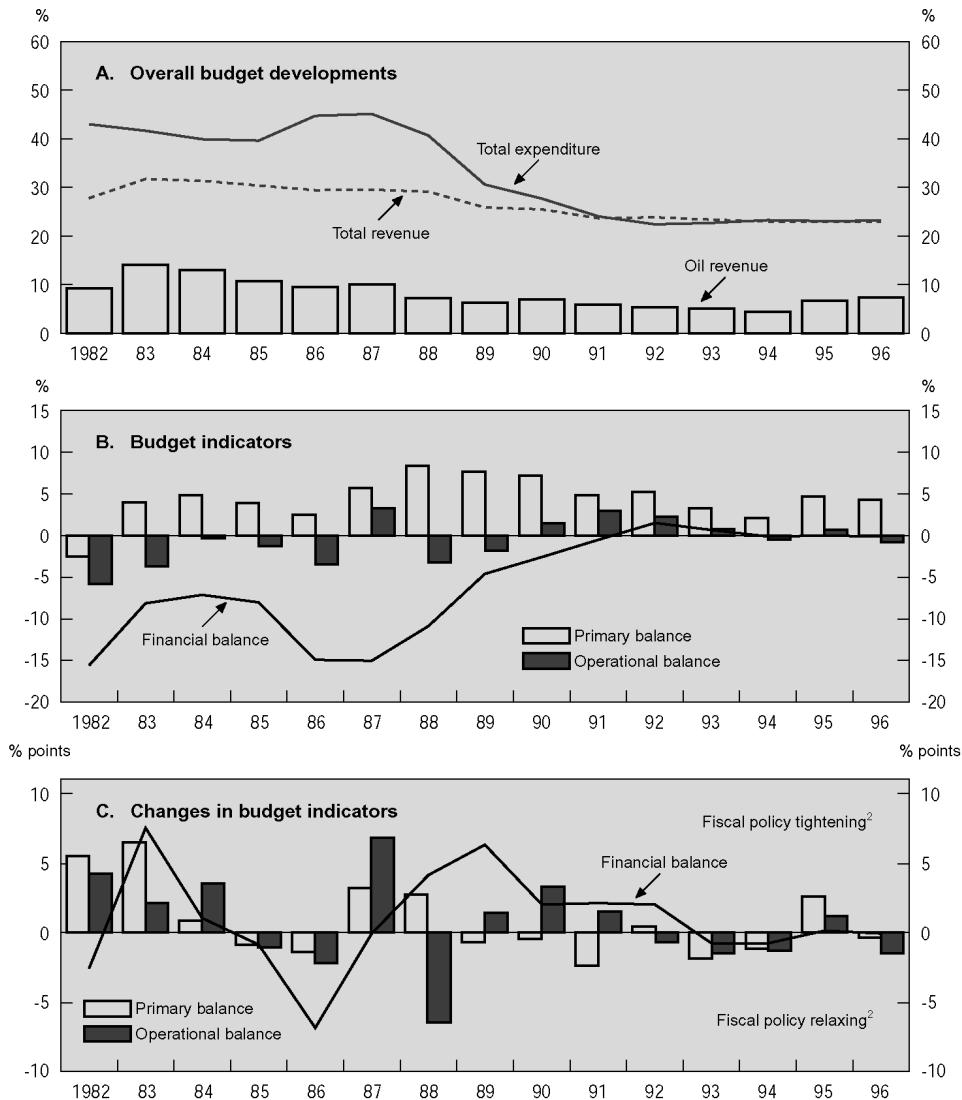
Źródło: OECD, 1999, *OECD Regulatory reform in Mexico*, s. 111.



**Rys. 6.**

Dług publiczny i poziom rezerw walutowych Meksyku za okres XII 1993 — XII 1994 (w miliardach USD)

Źródło: za [Cole, Kehoe, 1996, s. 324.



**Rys. 6.**

**Budżet Meksyku za lata 1982–1996 (w procentach PKB)**

**Budget Indicators<sup>1</sup>**

**Per cent of GDP**

<sup>1</sup> The public sector comprises federal government and public enterprises under budgetary control (such as PEMEX). Privatisation receipts and financial intermediation by development banks are not included; the financial balance is the „economic” balance according to the Mexican terminology; the primary balance is the financial balance less net interest payments while the operational balance is adjusted for inflation.

<sup>2</sup> Tightening (relaxing) is defined as a widening (falling) surplus or narrowing (widening) deficit.

Source: Ministry of Finance, Banco de México.

Źródło: OECD, 1998, *OECD Economic Survey 1998 Mexico*, s. 56.



## **A b s t r a c t**



### **Exchange Crisis in Mexico in 1994–1995**

The globalization processes being at present an object of broad scientific research date from a dozen or so years. The beginning of the 1990-ies was the period during which the capital flows were beginning to trespass the state frontiers to a larger and larger degree. Like in the majority of economic processes, two purely financial problems have been connected with this phenomenon: the profit and the risk. The profit is linked to the capital owners' search after interest rates higher than those offered by their domestic financial market. Whereas the second problem, unseparable from the former, concerns the diversification of the assets portfolio in possession at the given moment. The phenomenon of the transfrontier capital flows is particularly noticeable because of its strong impact on local financial markets in the economies of countries of emerging markets. This impact has a two-way character:

- a) favourable—by strongly promoting the development based on the inflow of large quantities of lacking capital;
- b) negative—by increasing the dependence of the economic development on the foreign capital and, consequently, making this development dependent on the attained macroeconomic indices or, more exactly, on the assessment of such indices arbitrarily made by international financial markets. Such assessments are being compared with the expected ones, e.g. to the expected exchange rate level. Then, there is always risk that non-fulfilled expectations will lead to oscillations as a result of which the monetary authorities will not keep to the earlier planned exchange rate levels [Obstfeld, 1994, s. 211].

The subject of this paper will be the negative consequences that accompany the international capital flows or, more exactly, the exchange crises of 1994–1998 related to the globalization process (see section 1). In section 2, the Mexican exchange crisis of 1994 will be discussed (see section 2), its sources will be presented, as well as the political and economic situation. In section 3, the scale of the economy breakdown, the situation of the banking sector and the remedial measures undertaken will be discussed. The remaining part of the paper is organized as follows: in section 4, an answer will be presented to the question: is it possible do foresee a crisis? The section is divided into a practical and a theoretical concept. Finally, in section 5 conclusions of general character are presented.