

TEQUILA CRISIS I TEQUILA EFFECT

Polska jest jednym z krajów zaliczanych do *emerging markets*. Omawiane poniżej przypadki nie mogą na ogół w „czystej formie” wydarzyć się w Polsce, ze względu na inne uwarunkowania wewnętrzne, jednakże wydarzenia w zakresie „teorii kryzysów” zachodzą tak dynamicznie, wręcz można by powiedzieć z roku na rok, że prawdopodobne jest w obecnej sytuacji kraju, że pewne elementy wybranych poniżej przez autora przypadków mogłyby wystąpić w Polsce, a więc z tego punktu widzenia warto jest to przynajmniej zasygnalizowania.

Poniżej przedstawione zostaną najbardziej znane kryzysy walutowe i ich konsekwencje gospodarcze w Meksyku i Argentynie.

1. Kryzys tequila

Oficjalna data rozpoczęcia kryzysu walutowego w Meksyku to 20 grudnia 1994 r. Natomiast załamanie gospodarcze nim wywołane, wystąpiło w 1995 r. Przez dyrektora MFW został nazwany „pierwszym kryzysem XXI wieku”, ze względu na niespotykaną szybkość jego rozprzestrzeniania.¹

Jedną z głównych przyczyn kryzysu walutowego było nadwartościowy kurs peso. Dla zwiększenia stabilności rozwoju, Meksyk utrzymywał sztywny kurs walutowy. Wartość peso rosła też ze względów politycznych (bo dobrze mieć „silną” walutę, co podnosi zaufanie do kraju²) oraz ekonomicznych, a dokładniej w wyniku restrykcyjnej polityki pieniężnej, utrzymywanej dla obniżenia inflacji. Wprowadzone na początku lat 90. reformy, spowodowały znaczny napływ inwestorów zagranicznych do Meksyku. Reformy wydawały się odnosić pożądane efekty: inflacja spadała, zwiększyło się tempo wzrostu gospodarczego. Jednocześnie towarzyszyło temu pogłębianie się deficytu handlowego oraz obrotów bieżących, który to osiągnął w latach 1992-94 wartość ok. 7% PKB. Eksport nie nadążał ze wzrostem importu właśnie ze względu na silny kurs peso. Deficyt ten – dla osiągnięcia równowagi bilansu płatniczego – był finansowany poprzez znaczny przyływ kapitału zagranicznego. Inwestycje zagraniczne w latach 1990-93 miały wartość aż 91 mld dolarów, z czego ponad 65% były to inwestycje portfelowe.³ W ogóle inwestycji w Meksyku można

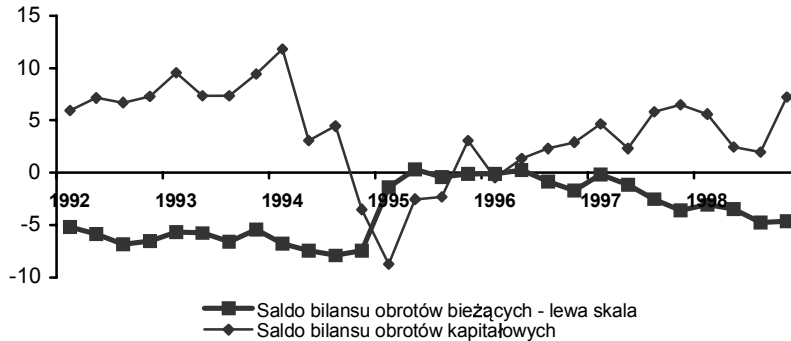
¹ *Pity the Fireman*, „The Economist”, 30 stycznia 1999.

² Należy przypomnieć, że 1 stycznia 1994 r. Meksyk wszedł do NAFTA, a zdarzenie to nie przebiegało w warunkach jednoznacznej akceptacji ze strony Stanów Zjednoczonych i wymagało przekonania do tego społeczeństwa i Kongres USA.

³ *A survey of Mexico – Another day, another dive*, „The Economist”, 28 października 1995 r.

też zauważyć spadek udziału oszczędności krajowych w PKB: z 6,3% w 1993 r. do 1,6% w 1994 r.

Rys.11. Wybrane pozycje bilansu płatniczego Meksyku w latach 1992-98 (w mld dolarów, kwartalnie)



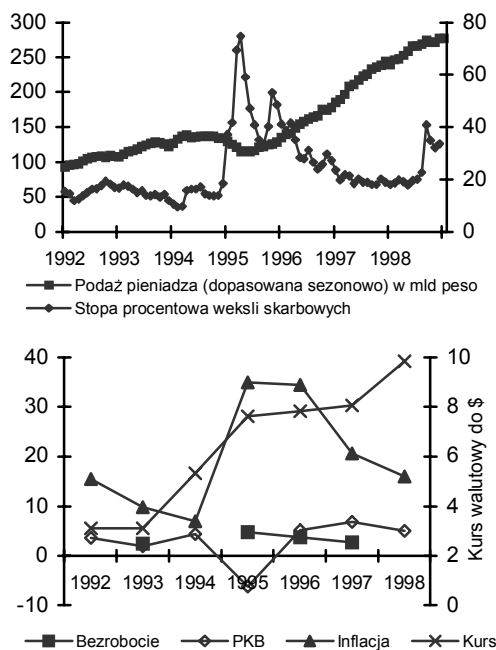
Źródło: oprac. wł. na podst.: *International Financial Statistics*, IMF, January 2000.

Pozytywna, czy też nawet entuzjastyczna ocena gospodarki Meksyku, zaczęła się zmieniać od początku 1994 r. Inwestorzy zagraniczni zaczęli mieć obawy co do trwałości rozwoju gospodarczego. Zauważono dość słabe podstawy osiąganego wzrostu gospodarczego. Nie był on bowiem wywoływany wzrostem produktywności pracy, czy konkurencyjności towarów krajowych na rynkach zagranicznych, a właśnie m.in. napływem inwestycji z zewnątrz. Uważano jednak, że słabnący napływ kapitału (29 mld dolarów w 1993 r. wobec 10 mld w 1994 r.) spowodowany jest wejściem Meksyku do NAFTA. Na sytuację tą nałożył się wzrost stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych oraz destabilizujące czynniki polityczne. Pierwszego dnia 1994 r. wybuchło powstanie chłopskie w rolniczym, biednym stanie Chiapas, który nie odczuwał poprawy w przeciwieństwie do uprzemysłowionych, a więc atrakcyjnych dla inwestorów, regionów kraju. Ważniejszym bodaj zdarzeniem było zabójstwo Luisa Donalda Colosia (23 marca 1994 r.), który miał zostać zastępcą prezydenta Salinasa, a także zabójstwo Sekretarza Generalnego rządzącej partii (Jose Francisco Ruiz Massieu, 28 września 1994 r.). Dodać należy, że 21 sierpnia 1994 r. w Meksyku odbyły się wybory prezydenckie (pozycja ta jest bardzo silna w systemie politycznym tego kraju). „Jedną z cech końca każdego sześcioletnia meksykańskiej prezydentury jest powstrzymywanie się od niepopularnych decyzji ze względu na ich negatywne skutki polityczne dla przyszłych wyborców.”⁴ W sytuacji zbliżających się wyborów, utraty kandydata na prezydenta i zamieszek wewnętrznych, rząd zdecydował się również zwiększyć wydatki. Przedwyborcze, krótkoterminowe stymulowanie gospodarki również uznawane są za przyczynę kryzysu gospodarczego Meksyku

⁴ B. Liberska, *Meksyk po pierwszym roku*, „Rzeczpospolita” nr 228, 13 grudnia 1995 r., s. 23.

w 1995 r. Zbliżające się wybory sprawiały, że rząd był niezdolny do wprowadzenia reform, które mogłyby uzdrowić sytuację. Przyjął strategię oczekiwania.

Rys. 2. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne Meksyku w latach 1992-98



Uwaga: dla lat 1991, 1993 i 1998 – brak danych (w poniższych źródłach) dotyczących stopy bezrobocia.

Źródło: oprac. włas. na podst.: World Economic Outlook Database, IMF, May 2001; International Financial Statistics, IMF, January 2000.

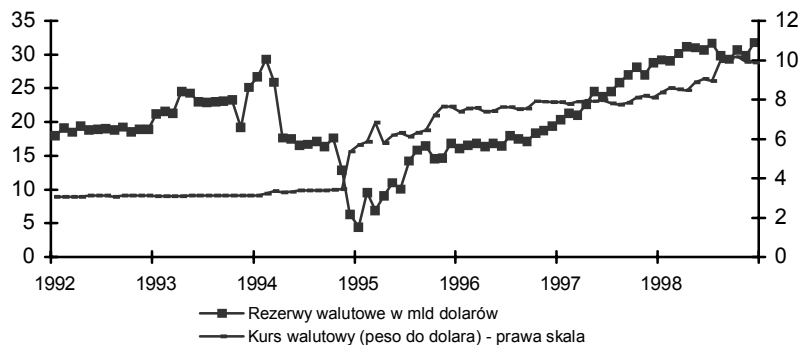
Kolejną przyczyną kryzysu był błąd polityki pieniężnej, w postaci miliardowej wartości konwersji jednomiesięcznych obligacji *cefes* na *tesobonos*, indeksowanych względem dolara. Ta miana struktury zadłużenia wewnętrznego miała przenieść ryzyko ewentualnego spadku kursu peso do dolara z inwestorów na rząd Meksyku, a więc miało zwiększyć zaufanie do prowadzonej przez rząd polityki gospodarczej. Poza tym Meksyk borykał się z dużym zadłużeniem zagranicznym (mimo wprowadzeniu w życie tzw. planu Brady'ego) i wewnętrznym – dla sfinansowania wzrostu wydatków w marcu 1994 r. oprocentowanie obligacji sięgnęło aż 75%.⁵ Oczekiwał więc, że z czasem pojawią się korzystne efekty reform w postaci wzrostu produkcji i eksportu, a także ujawnią się pozytywne efekty wejścia do NAFTA. Niechęć do podejmowania niepopularnych decyzji gospodarczych przed wyborami szybko okazała się być brzemienna w skutkach.

⁵ P. Krugman, *Wracają problemy kryzysu gospodarczego*, PWN, Warszawa 2001, s. 73.

Spadały rezerwy walutowe kraju: z 25 mld dolarów na początku 1994 r. do ok. 10 mld dolarów na początku grudnia) wskutek wycofywania się inwestorów, ale także przez wymienienie pewnej sumy, dodrukowanych w trakcie kampanii wyborczej, pesos na dolary.⁶ Nowy (od 1 grudnia) rząd prezydenta Ernesto Zedillo stanął przed wyborem: czy dla ratowania finansów państwa podwyższyć stopy procentowe, ale osłabiłoby to wzrost gospodarczy, czy zdevaluować peso, co uczyniono np. szesnaście miesięcy wcześniej w Wielkiej Brytanii i stało się czynnikiem napędzającym późniejszy boom gospodarczy?

Rząd wybrał drugie rozwiązanie. Jednakże popełnione zostały przy tym poważne błędy, które przekreśliły dobry wybór. 20 grudnia przeprowadzono dewaluację peso. Już wcześniej tego dnia rozeszły się pogłoski o możliwości tego kroku, co wywołało ucieczkę kapitału z kraju. Co więcej, wkrótce okazało się, że nowy minister finansów Jaime Serra Puche „konsultował” się przed tą decyzją na jej temat z wybranymi biznesmenami i sponsorami partii rządzącej. Drugim błędem była skala dewaluacji: niektórzy ekonomiści (np. Dornbusch) sugerowali 30-procentową, a rząd zdecydował się jedynie na 15-procentową. Ponadto 19 grudnia ponownie doszło do zamieszek w stanie Chiapas. Dla inwestorów zagranicznych oznaczało to całkowitą utratę zaufania do Meksyku – w ciągu dwóch dni z kraju wypłynęło ok. 5 mld dolarów. W sytuacji spadku rezerw walutowych 22 grudnia do poziomu 6 mld dolarów, rząd zmuszony został uwolnić (22 XII) kurs peso (rysunek 3). Nie towarzyszyło temu jednak przedstawienie programu stabilizacyjnego, co nie uspokoiło rynku. Po znacznym spadku kursu waluty okazało się, że rząd nie jest w stanie spłacić, rosnących wraz z deprecjacją peso, zobowiązań z tytułu *tesobonos*, w wysokości prawie 30 mld dolarów i 27 grudnia rząd zawiesił ich notowania.

Rys. 3. **Miesięczne zmiany rezerw i kursu walutowego Meksyku w latach 1992-98**



Źródło: oprac. wł. na podst.: *International Financial Statistics*, IMF, January 2000.

⁶ Ibidem, s. 71.

Pogłębiło to panikę na rynku. 3 stycznia zostaje ogłoszony program ekonomiczny, konstruowany przy udziale nowego (od 29 grudnia) już ministra finansów, ale nie uspokoiło to inwestorów, gdyż oceniony został jako zbyt mało postępowy. W kraju tymczasem utrzymywały się wysokie stopy procentowe, co znacząco zmniejszało szanse na rozwój.

Dopiero pomoc międzynarodowa pomogła uspokoić sytuację i zahamować ciągły spadek peso. Wkrótce bowiem zdano sobie sprawę, że kryzys w Meksyku może pogorszyć sytuację całej Ameryki Łacińskiej, a w konsekwencji i Stanów Zjednoczonych. Inwestorzy zagraniczni bowiem traktują ten region jako całość i spadek zaufania do jego części może objąć cały. Stany Zjednoczone oraz instytucje, w których miały one wpływ, 31 stycznia nie bez problemów otworzyły dla Meksyku linię kredytową w wysokości ok. 51 mld dolarów.⁷ Dzięki temu uzyskano fundusze na spłatę pierwszej emisji *tesobonos*, co miało nastąpić 2 lutego. Bez tego Meksyk musiałby ponownie ogłosić niewypłacalność (jak w sierpniu 1982 r.), a miałyby to też wpływ na spadek zaufania do wszystkich krajów rozwijających się.

9 marca 1995 r. rząd ogłosił program gospodarczy, który zaczął stabilizować gospodarkę, ale naprawę rozpoczęto z bardzo trudnej pozycji: stopy procentowe wynosiły ponad 80%, a do tego trzeba było jeszcze podnieść VAT z 10 do 15%, ograniczyć wydatki publiczne o 10%. Nie udało się w tej sytuacji uniknąć załamania gospodarczego (-6,17%), choć dzięki kredytom zagranicznym nie przekształciło się ono w kryzys. Wprowadzenie restrykcyjnej polityki pieniężnej i budżetowej zyskało aprobatę inwestorów, którzy wkrótce zaczęli powracać do Meksyku. Dzięki olbrzymiej deprecjacji peso (do końca 1995 r. prawie o połowę) wzrosły dochody z eksportu. Jego wartość wzrosła w 1995 r. o 31%, a importu spadła o 8%. Niemalże zrównoważyło to bilans obrotów bieżących (z 8% PKB deficytu w 1994 r.). Do końca roku spadła inflacja, wzrosły rezerwy walutowe, wprowadzono kilka reform pieniężnych i strukturalnych.⁸ W 1996 r. Meksyk odnotował już spory wzrost PKB (5,15%) i tendencja ta utrzymała się, osiągając w latach 1996-2000 wzrost o średnio 5,5% PKB.

⁷ Stany Zjednoczone obiecały 20 mld dolarów, MFW 18 mld a Bank Rozliczeń Międzynarodowych – 13 mld dolarów. Problemy zaistniały w dwóch kwestiach: Europa Zachodnia i Japonia uznały, że sprawa Meksyku jest w gestii Stanów Zjednoczonych, jako partnera najbardziej zainteresowanego tym krajem, a ponadto występująca opozycja przeciwko powołaniu NAFTA, uzyskała argument przeciwko temu krokowi i Kongres nie zgodziłby się na przyznanie środków dla Meksyku. „Na szczęście okazało się, że skarb państwa Stanów Zjednoczonych może według swego uznania korzystać z Funduszy Stabilizacji Waluty, będącego swego rodzaju skarbonką z pieniędzmi przeznaczonymi na podejmowanie wyjątkowych interwencji na rynkach walutowych. Intencją władzy ustawodawczej, która powołała do życia ten fundusz, była oczywiście stabilizacja wartości dolara, ale odnośny tekst w rzeczywistości o tym nie wspominał. Skarb państwa z podziwu godnym zmysłem twórczym skorzystał z tego, aby ustabilizować peso.” Ibidem, s. 76.

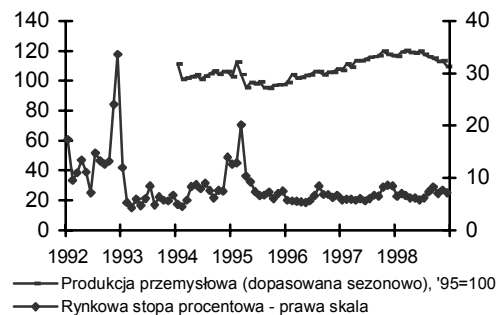
⁸ Zrekonstruowano długi związane z *tesobonos* poprzez zastąpienie ich papierami długookresowymi, przeprowadzono prywatyzację, deregulację. Wskutek ciągłej niepewności na rynku i wahań kursu peso w październiku i listopadzie, inwestorzy zagraniczni „zmusili” rząd do dalszego reformowania gospodarki i w efekcie w grudniu zreformowano system zabezpieczeń socjalnych.

2. Efekt „tequila”

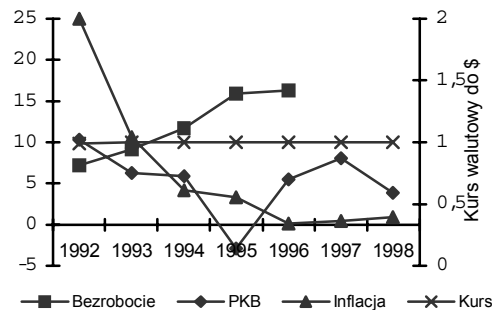
Efekt „tequila” (*tequila effect*) w literaturze oznacza wpływ kryzysu walutowego w Meksyku w grudniu 1994 r. na inne kraje świata, w tym zwłaszcza Ameryki Łacińskiej, a szczególnie Argentynę i Brazylię. Co jest w tym szczególnie interesujące i przez co zjawisko to zyskało swoją oddzielną nazwę, to że kryzys przeniósł się nie przez sferę realną, ani również nie przez bezpośrednie związki kapitałowe, ale przez postrzeganie inwestorów międzynarodowych gospodarki Argentyny jako podobnej do meksykańskiej, a więc podobnie zagrożonej wystąpieniem kryzysu walutowego. Zauważyć jednak należy, że kryzysy finansowe w wyniku efektu „tequila” występowały jedynie w tych krajach, które miały słabe fundamenty (nadwartościowy realny kurs walutowy, boom kredytowy oraz niskie rezerwy w stosunku do krótkoterminowych zobowiązań banku centralnego) i niski współczynnik rezerw zagranicznych do M2.⁹

Jak to już było wspomniane, na początku lat 90. Argentynie udało się powrócić do szybkiego tempa rozwoju gospodarczego. Dzięki reformie walutowej, w trakcie której zastąpiono australa przez peso sztywno związane z dolarem w stosunku 1:1, przy pokryciu wszystkich peso w obiegu przez dolarowe rezerwy walutowe, inflację zbito niemal do zera i odzyskano zaufanie inwestorów zagranicznych. Wydawało się, że peso jest walutą bezpieczną.

Rys. 4. **Wybrane wskaźniki makroekonomiczne Argentyny w latach 1992-98**



⁹ J. Sachs, A. Tornell, A. Velasco, *Financial Crises in Emerging Markets: the Lessons from 1995*, „NBER Working Paper” No. 5576, May 1998, s. 5, 28.



Uwaga: dla lat 1997-98 – brak danych w poniższych źródłach dotyczących stopy bezrobocia.

Źródło: oprac. wł. na podst.: *World Economic Outlook Database*, IMF, May 2001; *International Financial Statistics*, IMF, January 2000.

20 grudnia 1994 r. zdevaluowano peso meksykańskie, a zaraz później rozpoczął się również odpływ dolarów z Argentyny. Inwestorzy zagraniczni nabrali przekonania, że również w Argentynie może dojść do dewaluacji, więc masowo zamieniali peso na dolary. Również ludność poddała się sytuacji paniki na rynku i rozpoczęła wyzbywania się peso. Bank centralny mógłby teoretycznie dodrukować pieniądź krajowy, by zapobiec krachowi systemu bankowego, w którym gwałtownie kurczyły się zasoby walutowe, ale nie mógł tego zrobić ze względu na utrzymywanie pełnego pokrycia waluty narodowej dolarem, a więc konieczne byłoby pozyskanie dolarów, a sytuacja na rynku była wręcz odwrotna. Rozwiązanie, które miało gwarantować bezpieczeństwo waluty krajowej okazało się w sytuacji kryzysowej – zagrożeniem. Bank centralny dla bronięcia waluty interweniował, np. 28 grudnia sprzedał rezerwy o wysokości 353 mln dolarów (co było największą kwotą od czasu ustanowienia izby walutowej – ang. *currency board*). W trzy miesiące po dewaluacji meksykańskiego peso Argentyna sprzedała jedną trzecią swoich rezerw.

Zawirowania na rynku walutowym przeniosły się na giełdę, której indeks (Merval) zaczął gwałtownie spadać – między 19 grudnia a 8 marca o połowę. Banki, szczególnie lokalne, zaczęły gwałtownie tracić swoją płynność, a około 25% z nich do końca 1995 r. upadło. Natomiast banki zagraniczne działające w Argentynie odnotowały wzrost depozytów. Bank centralny dla ratowania sytuacji zmniejszył rezerwę obowiązkową od depozytów. Utworzono też dwa fundusze powiernicze, dla prywatyzacji banków prowincjonalnych i drugi – dla restrukturyzacji banków prywatnych oraz stworzono system ubezpieczeń depozytów, mający gwarantować depozyty w peso i w dolarach. Oczywiście podwyższono również stopy procentowe. Proces ten rozpoczął się w czwartym tygodniu lutego, a w czwartym tygodniu marca stopy oprocentowania depozytów terminowych osiągnęły maksymalny poziom 20,6% i było to o 10,8 pkt. proc. więcej niż przed kryzysem.¹⁰ Później stopy malały i już w połowie roku

¹⁰ A. Babicka, L. Wódkowski, *Polityka gospodarcza Argentyny w obliczu kryzysów gospodarczych końca XX wieku a polityka gospodarcza Polski*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania

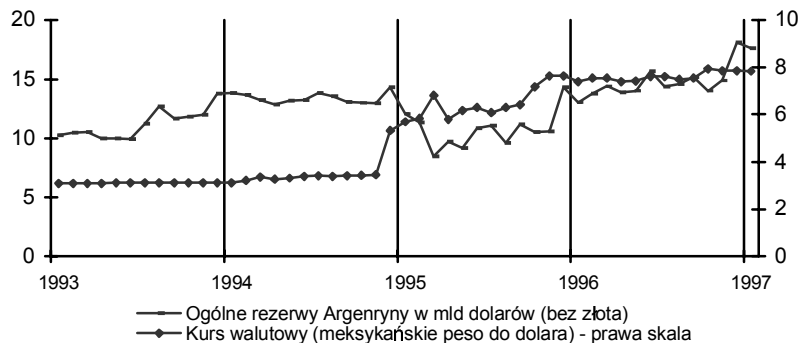
powróciły do poziomu przed kryzysem. Udzielono również pomocy zagranicznej – np. Bank Światowy udzielił kredytu w wysokości 18 mld dolarów.

Załamanie gospodarcze nie było tak głębokie, jak w przypadku Meksyku. PKB spadł o 2,84% w 1995 r., ale w kolejnym prawie powrócił do poprzedniego tempa wzrostu (5,53% w 1996 r.). Produkcja przemysłowa w 1995 r. zmalała nieznacznie. Bezrobocie wzrosło aż do 15,9%, z poziomu 11,7% w 1994 r., a w kolejnym roku wyniosło jeszcze więcej (16,3%), a więc skutki kryzysu nie zostały do końca zniwelowane. Jednakże udało się zachować dość solidne, jak na Argentynę, fundamenty gospodarki, których wzmacnianie zostało rozpoczęto na początku lat 90. Inflacja pozostała na bardzo niskim poziomie – od 1996 r. poniżej 1% rocznie (w 1999 r. wystąpiła nawet deflacja). Działo się tak dzięki utrzymywaniu stóp procentowych na dość wysokim poziomie oraz sztywnego kursu peso do dolara.

Jeśli chodzi o ocenę polityki gospodarczej w okresie kryzysu to należy stwierdzić, że przyniosła ona pozytywne efekty. Potwierdzają to również badania, które wykazały, że argentyńskie rynki kapitałowe znalazły się w lepszej sytuacji, niż gdyby nie podjęto żadnej, aktywnej polityki. Sprawdzono również, które z ogłoszonych działań w sferze polityki miało najbardziej pozytywny wpływ na rynki kapitałowe. Okazało się, że ogłoszenie porozumienia z MFW (10 marca 1995 r., przyznano pożyczkę w wysokości 7 mld dolarów), które zostało pozytywnie ocenione w dłuższej perspektywie, choć w krótszej – oznaczało to zacieśnienie kredytu (wzrosły stopy procentowe; rRys. 4).¹¹

Efekt „tequili” można zobrazować na wykresie pokazującym poziomy kursu walutowego Meksyku i wielkości rezerw walutowych Argentyny (Rys. 5).

Rys. 5. **Miesięczne zmiany kursu walutowego Meksyku i rezerw walutowych w Argentynie w latach 1993-97**



Źródło: oprac. wł. na podst.: *International Financial Statistics*, IMF, January 2000.

i Finansów SGH⁹ z. 19/2001, s. 140.

¹¹ E. Ganapolsky, S. Schmukler, *The Impact of Policy Announcements and News on Capital Markets: Crisis Management in Argentina during the Tequila Effect*, World Bank, Washington 1997.

Doskonale można zauważyć na przełomie 1994 i 1995 r. wzrost kursu walutowego meksykańskiego peso w grudniu 1994 r. i spadek rezerw walutowych Argentyny (nie poprzedzony taką tendencją, w przeciwieństwie do Meksyku – Rys. 3) od stycznia 1995 r. Obie te przeciwstawne tendencje zakończyły się w tym samym okresie – w marcu. Spostrzeżenia te zostały zweryfikowane przez obliczenia.

Wzięty został okres od stycznia 1991 r. do grudnia 1998 r. (w sumie 96 obserwacji). Współczynnik korelacji był wysoki i wyniósł 0,817 w przypadku kursu branego na koniec okresu oraz 0,813 w przypadku kursu średniego z danego okresu i był oczywiście istotny statystycznie (nawet na poziomie 0,1). A więc występowało dodatnie podobieństwo, co oznaczać powinno, że wraz ze wzrostem jednej wartości rośnie również druga.¹² Na podstawie wcześniejszej analizy kryzysu i pojęcia efektu „tequila” można sugerować występowanie związku przyczynowo-skutkowego pomiędzy zmiennymi, ale oczywiście o charakterze pośrednim. Żeby dokładniej to prześledzić należy sprawdzić, czy podobieństwo w przebiegu zmiennych jest równie duże w różnych podokresach, w tym w okresie kryzysu.

Dość wysoka wartość podobieństwa pomiędzy poziomem kursu walutowego a poziomem rezerw utrzymywała się zarówno przed kryzysem, w okresie od stycznia 1991 r. do czerwca 1994 r. (42 okresy) – współczynnik korelacji osiągnął istotną wartość 0,76, jak i po kryzysie (od lipca 1995 r. do grudnia 1998 r. – 42 okresy), kiedy również osiągnął istotną wartość 0,86. Zauważyć należy, że wartość ta wzrosła po kryzysie.¹³ Natomiast w okresie bezpośrednio związanym z kryzysem walutowym w Meksyku, od lipca 1994 r. do czerwca 1995 r. (12 okresów), współczynnik korelacji wyniósł – 0,9, co ponownie było wartością istotną statystycznie na poziomie 0,1% (lecz siłę tego związku należy uznać za słabszą niż poprzednio, ze względu na mniejszą liczbę obserwacji).

Dokładniejsze obliczenia wskazały, że już bezpośrednio przed wystąpieniem kryzysu walutowego w Meksyku można było zauważyć ujemny związek pomiędzy zmiennymi: w okresie grudzień 1993 r. – listopad 1994 r. współczynnik korelacji wyniósł – 0,64 i był istotny na poziomie 5%. Może to prowadzić do wniosku, że jeszcze przed kryzysem walutowym w Meksyku, malała wartość rezerw Argentyny, wskutek zmiany kursu peso meksykańskiego, a więc niektórzy inwestorzy mogli już wcześniej przewidzieć przyszłe wydarzenia na podstawie tak mało zmiennego czynnika, jakim był kurs walutowy peso meksykańskiego i zareagować poprzez wycofywanie swojego kapitału z Argentyny.¹⁴

¹² Może to być tłumaczone jednak występowaniem niezależnych od siebie tendencji: do wzrostu rezerw walutowych i ich spadku w 1995 r. w Argentynie oraz do dewaluacji i deprecjacji peso meksykańskiego po uwolnieniu jego kursu. Obie te zmienne kształtowane są w dużej mierze przez czynniki wewnętrzne. Jednakże obliczenia wykazały podobieństwo między poziomem obu zmiennych.

¹³ W ten sposób, choć nie jest to sposób bezpośredni (należałoby wtedy obliczać korelację pomiędzy parą kursów walut i parą rezerw) można by zmierzyć integrację obu gospodarek.

¹⁴ Choć zmiany kursu peso były jeszcze dość nieznaczne: od 3,11 peso za dolara w okresie grudzień 1993 r. – luty 1994 r., do 3,44 w listopadzie 1994 r. (wartości średnie dla danego

Kolejne obliczenia doprowadziły do wniosku, że okresem, dla którego tak bardzo zmieniony został kierunek zależności (z dodatniego na ujemny), był grudzień 1994 r. (wszystkie współczynniki korelacji obliczone przy przyjęciu okresu o długości 12 jednostek zawierające dane z tego okresu przyjmowały wartość ujemną).

Jak więc widzimy, jednym z przejawów *tequila effect* mógł być wpływ kursu walutowego jednego kraju na stan rezerw dewizowych innego, nie związanego z nim handlowo ani kapitałowo w taki sposób, by przez te kanały przenieść impulsy kryzysowe. Zaliczanie przez inwestorów dwóch krajów do jednej grupy może być ważniejsze.

Jednym ze zjawisk, które pojawiają się pomiędzy integrującymi się gospodarkami, jest współzależność. Może być ona mierzona – jak wcześniej – współczynnikami korelacji. Można użyć do tego danych w postaci PKB bądź odchyień od jego trendu, ale też czynione były próby jego rozbicia na komponenty sektorowe: rolnictwo, przemysł i usługi i badanie współzależności pomiędzy nimi. Okazało się, że w latach 1970-94 ich „współruchy” były dość silne w Europie Zachodniej (analizie poddano jedynie sześć krajów: Austria, Belgia, Francja, Niemcy, Włochy, Hiszpania) i Azji Wschodniej (7 krajów), a w Ameryce Łacińskiej (13 krajów) w większym stopniu o ich przebiegu decydowały czynniki specyficzne dla danego kraju. Oznacza to, że w Ameryce Łacińskiej transmisja czynników zewnętrznych jest bardziej prawdopodobna do pojedynczych krajów, a w Azji i Europie do całego regionu.¹⁵ Zdaniem autora tłumaczyć to może, dlaczego *tequila effect* nie objął wszystkich krajów Ameryki Łacińskiej, natomiast kryzys walutowy w Tajlandii w sierpniu 1997 r. rozprzestrzenił się na cały region Azji Wschodniej.

Bibliografia:

1. *A survey of Mexico – Another day, another dive*, „The Economist”, 28 października 1995 r.
2. Babicka A., Wódkowski L., *Polityka gospodarcza Argentyny w obliczu kryzysów gospodarczych końca XX wieku a polityka gospodarcza Polski*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH” z. 19/2001, s. 140.
3. Ganapolsky E., Schmukler S., *The Impact of Policy Announcements and News on Capital Markets: Crisis Management in Argentina during the Tequila Effect*, World Bank, Washington 1997.
4. *International Financial Statistics*, IMF, January 2000.
5. Krugman P., *Wracają problemy kryzysu gospodarczego*, PWN, Warszawa 2001, s. 73.

okresu).

¹⁵ N. Loayza, H. Lopez, A. Ubide, *Sectorial Macroeconomic Interdependencies: Evidence for Latin America, East Asia and Europe*, „IMF Working Paper” No. 11, January 1999, s. 34. Sytuacja ta mogła się zmienić wskutek wydarzeń 1995 r., ale dane od tego roku nie zostały przez autorów uwzględnione.

6. Liberska B., *Meksyk po pierwszym roku*, „Rzeczpospolita” nr 228, 13 grudnia 1995 r., s. 23.
7. Loayza N., Lopez H., Ubide A., *Sectorial Macroeconomic Interdependencies: Evidence for Latin America, East Asia and Europe*, „IMF Working Paper” No. 11, January 1999, s. 34.
8. *Pity the Fireman*, „The Economist”, 30 stycznia 1999.
9. Sachs J., Tornell A., Velasco A., *Financial Crises in Emerging Markets: the Lessons from 1995*, „NBER Working Paper” No. 5576, May 1998, s. 5, 28.
10. *World Economic Outlook Database*, IMF, May 2001; *International Financial Statistics*, IMF, January 2000.