



УДК:338.124.4:336.02(721/727)“1994/1995”

Стручен труд

**УЛОГАТА НА ФИСКАЛНАТА ПОЛИТИКА ВО РАМКИТЕ НА
КРИЗАТА ВО МЕКСИКО ИЛИ “TEQUILA CRISIS”
ОД 1994 – 1995 ГОДИНА
THE FISCAL POLICY ROLE WITHIN THE MEXICAN CRISIS OR
“TEQUILA CRISIS” FROM 1994 – 1995”**

д-р Стеван Габер, м-р Василка Габер

Abstract

This paper draws several important lessons from the Tequila Crisis of 1994 and 1995, especially for emerging market countries that emerge from the analysis: (1) pegged exchange-rate regimes are extremely dangerous, (2) strong prudential supervision of the banking system is critical for prevention of financial crises, (3) financial liberalization must be managed extremely carefully and (4) different policies are needed to promote recovery in emerging market countries than those that are applicable to industrialized countries. Therefore policymakers need, as a very important policy objective, to aim at avoiding such crises, as they are extremely costly to the domestic economy. It is important to stress that Mexican GDP fell by 7% in 1995, consumption declined by over 17% and investment fell by 30%. There is general consensus that fiscal policy was not the main cause of the crisis, at least in terms of persistent deficit that undermines the peg as the classical model od Krugman (1979). Many defenders of the “overpriced” explanations agree that momentum was driven by the private sector rather than public sector deficit.

Key words: *crisis, financial liberalization, fiscal policy, public debt, international financial institutions.*

Апстракт

Овој труд нагласува неколку важни лекции од Текила кризата од 1994 до 1995 година, особено за земјите во развој, кои произлегуваат од анализата: (1) режимите на врзани номинални девизни курсеви се исклучително опасни, (2) силната прудентна супервизија на банкарскиот систем е од клучно значење за спречување на финансиски кризи, (3) финансиската либерализација мора да се управува исклучително внимателно, (4) различни политики се потребни за да се промовира



обновата во земјите во развој и во индустриски развиените земји. Согласно на ова, креаторите на политиките треба, како многу важна политичка цел, да се стремат кон избегнување на такви кризи, бидејќи тие се екстремно скапи за домашната економија. Важно е да се напомене дека БДП на Мексико се намали за 7% во 1995 година, потрошувачката се намали за повеќе од 17% и инвестициите паднаа за 30%. Постои генерален консезус дека фискалната политика не беше главна причина на кризата, најмалку во смисла на перзистентен дефицит кој го поткопува фиксниот девизен курс како во класичниот модел на Кругман (1979). Многу бранители на „преценетите“ објаснувања се сложуваат дека динамиката беше водена од приватниот сектор, а не од дефицитот на јавниот сектор.

***Клучни зборови:** криза, финансиска либерализација, фискална политика, јавен долг, меѓународни финансиски институции.*

Вовед

По „загубената декада“ од 1980 год, перформансите на Мексико за време на раните 90-ти години на минатиот век беа генерално импресивни. Ова беше дополнето со Програмата за реформи, која започна во 1988 год. со основни елементи, како предодреденост кон врзан номинален девизен курс, широка приватизација и дерегулација, отворање на меѓународна конкуренција и широк социјален и економски договор за плати, клучни цени и девизен курс (*the Pacto*). Фискалната позиција значително се подобри, а вкупниот биланс се постигна во 1992 год. споредено со дефицит од околу 12% од БДП во 1987 год. Инфлацијата падна од 160% во 1987 год. на едноцифрена бројка во 1993 год. Реалниот раст се зголеми, движејќи се просечно околу 2,8% помеѓу 1988 год. и 1994 год., иако варираше значително од година на година и беше во просек под оние стапки на раст на соседните земји како Чиле (7,1%) и Колумбија (4,1%). Во тоа време имаше значителни капитални приливи (6% од БДП во 1993 год., грубо 1/3 од сите текови кон развиените земји и краткорочни по својот карактер), што резултираше во зголемување на резервите, реална ап्रेसијација на девизниот курс и растечки дефицит на тековната сметка (3% од БДП во 1989 год на 7% од БДП во 1993 год).

1. Како се манифестираше кризата?

Капиталните одливи и притисоците на девизниот курс се појавија во 1994 год. како последица на *политичкиот шок* (востанието на Чијапас и атентатот врз претседателскиот кандидат на PRI) и порастот на каматните стапки во САД. Девизниот курс депрецираше, покрај интервенциите



кои ги зголемија каматните стапки двојно, од 9% на 18%. Со оглед на тоа дека авторитетите не сакаа да дозволат раст на каматните стапки во изборната година, стапките на домашните државни записи (Cetes) беа лимитирани и се емитуваа зголемени износи на долг деноминиран во долари (Tesobonos).¹ Исто така, загубите на резерви беа стерилизирани и домашното кредитирање се зголеми брзо. Довербата на инвеститорите се поврати, додека понатамошните политички немири во *октомври доведоа до пад на берзата и продолжување на капиталните одливи од земјата*. Монетарната политика не беше затегната и до средината на ноември резервите беа многу помали отколку јавниот краткорочен долг. Каматните стапки, најверојатно, се овозможи да се зголемат во средината на декември, но одливите продолжија со резерви намалени под 6 милиони долари и *валутата започна да флотира (флукутира) во декември*.² Валутата опадна кога инвеститорите започнаа да се сомневаат во способноста на мексичката влада да ги сервисира своите краткорочни доларски обврски. Првичниот меѓународен пакет за спасување од 18,5 билиони долари се покажа недоволен да ја поврати довербата, при што ситуацијата се влоши до работ на неисполнување на обврските, сè додека не се објави вториот пакет во јануари, 1995 год. во износ од 50 билиони долари.³ Сепак, капиталните одливи и депресијацијата продолжија за време на март, а програмата за приспособување требаше да доведе до понатамошно затегнување. Ова го намали капиталниот одлив, но предизвика силна контракција на аутпутот проследено со високи реални каматни стапки, при што доведоа до голем стрес во банкарскиот систем. Кризата резултираше со напуштање на фиксниот девизниот курс и силна девалвација, навала на државниот долг – иако без неуспех од исполнување на обврските и банкарски кризи во 1995 год. БДП се намали на 7% во 1995 год.

2. Кои беа главните причини за кризата?

Не постои консензус за причините на Мексичката криза, но следниве хипотези се предложени во широката литература:

1) Kaminsky, G.L., Reinhart, C.M., 1996. The twin crises: The causes of banking and balance of payments problems. Mimeo. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC, February.

2) Bernanke, B.S., 1983. Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression. *American Economic Review* 73, 257±276.

3) Antonio Spilbergo, Steve Symansky, Olivies Blanchard and Carlo Cottarelli (2009). “Fiscal policy for the crisis”, IMF 2009.



- **Употребата на девизниот курс** како номинална котва во услови на инфлациона инертност доведе до преценување на реалниот девизен курс и неодржлив дефицит на тековната сметка. Согласно на ова гледиште (поврзано со Dornbusch, Goldfajn, Valdés, 1995), силната корекција на девизниот курс беше неизбежна во еден момент и беше предизвикана од внатрешните и надворешните шокови за време на 1994 год.
- Други како Ötker и Pazarbasioglu (1995), ставија поголемо нагласување на **политичката неконзистентност и грешките за време на 1994 год.:** одлуките да стерилизираат големи интервенции, да ги држат каматните стапки ниски и да избегнат какво било фискално затегнување; значителната конверзија на домашниот државен долг изразен во песоси за Tesobonos, имаше за намера да ја држи монетарната база стабилна и да не доведе до пораст на каматните стапки (да избегне уште поголеми тешкотии во слабиот банкарски систем), но донесе тензија на девизниот пазар и недостигот на транспарентност за состојбата на резервите, доведувајќи до ненадејна загуба на довербата на инвеститорите.
- Некои анализи, на пример, Calomiris (1998) ја нагласи **улогата на моралниот hazard** поврзан со очекувањата дека ММФ ќе ги спаси заемите на мексичките банки, па оттука индуцирајќи капитални приливи и ризични кредитирања од страна на банките.
- Согласно на ова, но и дополнето со настани од последователните кризи во пазарите во развој, други анализи за Мексичката криза (на пример, Ghosh, 2002) ја нагласи улогата на **осетливоста на финансискиот сектор и слабата супервизија**, кои не дозволија ефикасна интермедијација на капиталните приливи и доведоа до ранливост на ниво на фирма. Другите проблеми со билансите на состојба, примарно ранливоста на билансите на јавниот сектор поради замената во доларско-деноминиран долг, беа исто така важен фактор.
- На крај, фактот дека обемот и тајмингот на кризата беше во голема мера неочекуван допушти многу да ја толкуваат Мексичката криза како “sell-fulfilling” (самоисполнувачка) паника отколку „неизбежна“. Главниот извор на проблемот се гледа обично во изградбата на големите количини на јавен долг во странска валута со краток рок на доспевање и “herding” однесувањето на финансиските пазари (Calvo and Mendoza, 1996; Cole and Kehoe, 1996; and Sachs, Tornell, and Velasco, 1996).

Овие различни хипотези, кои од една страна се конкурентни или се преклопуваат една со друга, беа анализирани во бројни статии од страна на Gil-Diaz and Carstens. Тие пронајдоа дека објаснувањата за Мексичките кризи кои ја нагласуваа неадекватната политика и неусогласеноста на реалните појави. Додека макроекономскиот менаџмент можел да биде сигурно подобрен, тие заклучиле дека основната причина за кризата биле политички стимулираните шпекулативни напади врз фиксниот девизен режим, големиот дефицит на тековната сметка (одразувајќи брза кредитна експанзија и преценетост на девизниот курс на песото) и остриот пораст на каматните стапки во САД.

3. Каква беше природата на фискалната ранливост?

Постои генерален консезус дека *фискалната политика не беше главна причина на кризата, најмалку во смисла на перзистентен дефицит кој го поткопува фиксниот девизен курс како во класичниот модел на Кругман (1979)*. Многу бранители на „преценетите“ објаснувања се сложуваат дека динамиката беше водена од приватниот сектор, а не од дефицитот на јавниот сектор. Како што е забележано погоре, некои забележаа дека неуспехот да се затегне фискалната политика во 1994 год., како одговор на почетниот притисок на девизниот курс, беше дополнителен фактор на Мексичката криза. Во иста насока, Vjég и Del Castillo (1998) согледаа дека зголемениот пораст во кредитирањето на развојните банки во државна сопственост (незаробени во конвенционалните мерки на дефицитот од тоа време), ја влоши експанзијата на домашните кредити во 1994 год. Заземајќи долгорочна перспектива, Kalter и Ribas (1999) забележале дека значителното зголемување на нивото на државни трошоци (финансирано преку повисоките даноци и оттука не одразувајќи зголемен дефицит) за време на 1987-1994 год. ги зголемиле трошоците за производство во приватниот сектор. Со фиксен девизен курс, релативните цени на неразмменливите стоки и услуги започнале да растат, со што поголем трошок се пренесе во овој сектор за разлика од трговскиот сектор, притоа давајќи придонес во форма на реална апресијација.⁴

Јавниот долг и неговото менаџирање одиграа голема улога во кризата. Ова не беше многу поврзано со нивото на вкупен долг, кој се намали за некои 40 процентни поени од БДП помеѓу 1985 год. и 1994 год., туку повеќе со намалувањето на рокот на доспевање за време на 1992-1994 год. и оттука постојаните притисоци, остриот пораст во доларски

4) Rojas-Suarez, L., Weisbrod, S.R., 1994. Financial market fragilities in latin america: from banking crisis resolution to current policy challenges. Working paper 94/117, IMF, Washington, DC, October.



- деномираниот долг (1994) и порастот на краткорочниот долг во сооднос со резервите.

4. Индикаторите за фискална ранливост

Оваа криза има малку или ниеден показател на фискална ранливост: дефицитот објавен од страна на органите имаше силен тренд на опаѓање од 1987 год. и беше блиску до биланс помеѓу 1991-1993 год., а показателот за долг/БДП се намалуваше во тој период. Сепак, официјалниот дефицит го разоткрил „вистинскиот“ дефицит во неколку димензии – тој ги вклучуваше приходите од приватизацијата, исклучените инвестициски трошења и квазифискални активности - и мерките за приспособен биланс објавени од страна на авторитетите, кои покажуваат стабилно зголемување на дефицитот за време на 1992-1994 год. Мексичките кризи ги затекоа пазарите и многуте аналитичари изненадени.⁵ Мерките за ризик базирани на разлики во камати – *премијата за девалвација* мерена преку разликата во каматните стапки на Cetes и Tesobonos, како и *премијата за национален ризик*, мерена преку разликата во Tesobono и каматните стапки за американските државни записи – се зголемија силно само во четвртиот квартал од 1994 год. (само во раниот декември 1994; види Edwards 1997).

5. Какво беше фискалното влијание на кризата и како одговори фискалната политика?

Оригиналната намера беше да се таргетира остварување на вкупен биланс од 1% од БДП во 1995 год., базиран на намалување во некаматните трошења. Главната причина за ова затегнување беше акутниот краткорочен финансиски проблем. Всушност, среднорочната одржливост не беше главна грижа. Таргетираното затегнување беше поголемо отколку што беше потребно за да го стабилизира долгот, но се процени потребата за приспособување на трошоците за реконструкција на финансискиот сектор (Ghosh, 2002). Сепак, пазарната доверба не се врати и капиталните одливи продолжија за време на првиот квартал од 1995 год.⁶ Примарниот таргетиран биланс беше затегнат за дополнителен 1% од БДП, базиран во голема мера на порастот на ДДВ (VAT) од 10% на

5) Richard Hemming, Michael Kell and Axel Schimmelpfenning (2003): „Fiscal Vulnerability and Financial Crises in Emerging Market Economies“, International Monetary Fund, Washington DC.

6) Mishkin, F.S., 1996. Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. Annual World Bank Conference on Development Economics. World Bank, Washington, DC, pp. 29± 62.



15%, пораст на царините на одделни добра и услуги, намалување на јавните расходи од 10% и дополнителните кратења во некаматните трошоци; неутрализирање на високи каматни трошоци, оставајќи го вкупниот биланс непроменет. Во, исто време, монетарната политика беше затегната и официјалниот пакет за финансирање зајакнат. Имено, монетарната политика требаше да ги апсорбира инфлаторните притисоци и да ја намали варијабилноста на девизниот курс. Централната банка имплементираше де факто рестриктивна монетарна политика која вклучуваше значителен пораст на номиналните и реалните каматни стапки. Каматните стапки се оставија да бидат детерминирани од пазарните сили. Се поставија стриктни барања за стапката на задолжителна резерва. Централната банка постави ограничување во експанзијата на нето домашни кредити, што сигнализираше решителност дека нема повеќе да трпи натамошни валутни напади. Овие мерки беа доволни да се сопре капиталниот одлив. Вкупниот фискален дефицит беше 0,5% од БДП во 1995 година, што преставуваше значително затегнување со оглед на дадените поголеми, отколку што се очекуваше, намалувања во аутопутот. Кај приходите, кратките намалувања во VAT и увозните давачки се компензираа со повисоките од очекувани приходи на нафта. Кај трошоците, високите каматни плаќања беа компензирани поради доцнењето во инвестициските проекти и намалувањата во секторот за социјални трансфери. Во однос на јавниот долг, авторитетите остварија успех да останат доследни на своите тековни обврски. Високиот износ на Tesobonos беше амортизиран за време на 1995 год. и државата беше во можност да се врати на меѓународниот пазар за хартии од вредност до средината на 1995 год. Големината на надворешниот јавен долг беше намалена значително за време на 1995-1997 год., иако вкупниот јавен долг се зголеми како резултат на трошоците за реструктурирање на банкарскиот сектор (околу 9% од БДП). На структурно ниво, значајни реформи на даночната администрација беа имплементирани за време на 1996 – 1998 год. Со цел да се подобри таргетирањето на социјалните трошоци и трансфери, во 1997 год. беше воведена програма за директни готовински бенефиции на сиромашните за да ги замени различните ценовни субвенции. Сепак, многу потребните реформи во даночната политика направија мал прогрес во деновите што следеа по завршувањето на кризата.



Заклучок

Економската криза во Мексико во 1994 година покажа нови извори за финансиска ранливост во глобалната економија. Може да се каже дека Текила кризата беше прва од ваков вид криза во модерната економска историја што брзо се пренесе на другите пазари во развој – главно преку финансиските канали и особено ја истакна важноста од навремена финансиска и регулативна подготвеност во либерализацијата на финансиските пазари. Постојат две клучни разлики во институционалната структура помеѓу индустриски развиените земји и земјите во развој што влијаат врз динамиката на банкарските и финансиските кризи, а тоа се: (1) *договорите за приватен долг во земјите во развој имаат краток рок на доспевање,* (2) *многу договори за долг во земјите во развој се деноминирани во странска валута.* На пример, во земјите во развој како Мексико, договорите за приватен долг имаат рок на достасување многу пократок од оној во развиените земји како САД, кои имаат рок на достасување од неколку години. Важна причина зошто ова се случува е фактот што земјите во развој имаат обично искусено многу високи и варијабилни стапки на инфлација, така што инфлаторниот ризик кој е вклучен во долгорочните должнички договори е екстремно повисок од оној на развиените земји. Оттука, доминираат краткорочните должнички договори, бидејќи вклучуваат помал инфлаторен ризик. Високата и варијабилна инфлација е исто така водечка сила при објаснување и на втората институционална карактеристика на финансиските пазари во земјите во развој. Имено, високата и варијабилна инфлација доведува до огромна несигурност за идната вредност на домашната валута во земјите во развој. Така, многу нефинансиски фирми, банки и влади во земјите во развој со цел да ја избегнат несигурноста се одлучуваат да емитуваат долг кој е деноминиран во странска валута. Спротивно на ова, во најразвиените земји, многу мал долг е деноминиран во странска валута и обично има подолг рок на достасување. Како резултат на ова, кризите на девизниот курс прават помала економска штета во развиените земји. Ова објаснува зошто земји како Велика Британија не беа погодени од кризата на девизниот курс што настана во септември 1992 година. Всушност, се чини дека Велика Британија имаше корист од депресијацијата на фунтата по кризата за разлика од Мексико во 1994-1995 година кој беше опустошен од кризата на девизниот курс. Важна лекција од Мексичката криза е дека различни институционални структури може да доведат до различни резултати кога вредноста на домашната валута ќе се промени.

Генерално, може да се извлечат неколку основни лекции од Мексичката криза и тоа: (1) режимите на врзани номинални девизни



курсеви се исклучително опасни; (2) силната прудентна супервизија на банкарскиот систем е од клучно значење за спречување на финансиски кризи; (3) финансиската либерализација мора да се управува исклучително внимателно; (4) различни политики се потребни за да се промовира обновата во земјите во развој и во индустриски развиените земји.

Како резултат на девалвацијата на песото, сите пазарни извори за финансирање на Мексико беа затворени. Постоеше генерален консезус помеѓу инвеститорите дека новата Влада е слаба и дека нема да биде во можност да ги имплементира потребните политики за стабилизација на економијата. Покрај тоа, постоеше значителен ризик дека она што започна како ликвидносни проблем ќе прерасне во проблем на солвентноста. Од друга страна, високата инфлација, големата нестабилност и неликвидност на домашните финансиски пазари доведе до понатамошно заслабнување на веќе ранливиот банкарски сектор и креираше сериозен должнички проблем за бизнис секторот и домаќинствата. Како резултат на кризата, Владата се соочи со две итни задачи: (1) да го рефинансира краткорочниот долг деноминиран во долари, (2) постепено да ја обнови макроекономската стабилност. Со цел успешно да ја оствари првата задача и да се справи со опасните реверзибилни капитални приливи, Владата договори пакет за поддршка со меѓународните финансиски институции и американската влада во износ од 51 билион долари, од кој 20 билиони долари дојдоа од американскиот трезор, 17,8 билиони долари од ММФ, 10 билиони долари од Банката за меѓународни порамнувања и остатокот од Светска банка и Меѓународното здружение за развој (IDA).

Од аспект на макроекономската стабилност, дојде до значително затегнување на монетарната и фискалната политика проследено со намалување на домашната агрегатна побарувачка и депресијација на домашната валута. Девизниот курс се остави да флукутира. За да се избегнат инфлаторните притисоци од депресијацијата, монетарната политика имплементираше де факто рестриктивна политика што вклучуваше пораст на номиналните и реалните каматни стапки, воспоставување на стапка на задолжителна резерва и ограничување на експанзијата на нето домашни кредити, што сигнализираше спречување на понатамошни напади на девизниот курс. Фискалната политика беше ориентирана кон зголемување на јавното штедење. Општата стапка на ДДВ се зголеми од 10% на 15%, се зголемија царините на одделни добра и услуги, се намалија расходите на јавниот сектор за 10% за разлика од претходната година. Овие мерки беа доволни да се сопре капиталниот одлив и да се извлече земјата од финансиската криза.



Користена литература

- Kaminsky, G.L., Reinhart, C.M., 1996. The twin crises: The causes of banking and balance of payments problems. Mimeo, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC, February.
- Bernanke, B.S., 1983. Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression. *American Economic Review* 73, 257±276.
- Rojas-Suarez, L., Weisbrod, S.R., 1994. Financial market fragilities in latin america: from banking crisis resolution to current policy challenges. Working paper 94/117, IMF, Washington, DC, October.
- Antonio Spilbergo, Steve Symansky, Olivies Blanchard and Carlo Cottarelli (2009). “Fiscal policy for the crisis”, *IMF 2009*;
- Richard Hemming, Michael Kell and Axel Schimmelpfenning (2003): „Fiscal Vulnerability and Financial Crises in Emerging Market Economies“, International Monetary Fund, Washington DC.
- Mishkin, F.S., 1996. Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. Annual World Bank Conference on Development Economics. World Bank, Washington, DC, pp. 29± 62.
- Василка Габер (2010), “Фискалната политика во услови на финансиска криза”, Глава 5, октомври.
- Mishkin, F.S., 1999. Lessons from the Tequila Crisis, *Journal of Banking and Finance* 23, USA, New York.
- Lustig, Nora, 1995, “The Mexican Peso Crisis: The Foreseeable and the Surprise,” (unpublished, Washington: Brookings Institution). Published in Spanish as “México y La Crisis Del Peso: Lo Previsible y La Sorpresa,” *Comercio Exterior*, Vol. 45, No. 5 (May).